

Recent economic and financial developments

This commentary provides an update of economic and financial developments in Canada since the publication of the *Monetary Policy Report* in mid-May 1998.

A key theme of that *Report* was the unusual degree of uncertainty and the risks for the economic outlook that stemmed from unanticipated events that began to unfold in the second half of last year and carried into early 1998. Much of the uncertainty centred around developments in Asia and the associated decline in the prices of primary commodities. This represented the main downside risk for the Canadian economy. Working in the opposite direction was the exceptional strength of the U.S. economy which, it was felt, might persist longer than anticipated. There was also evidence that the underlying momentum of the Canadian economy remained strong. Because of the various uncertainties, the *Report* suggested that monetary conditions¹ might continue to fluctuate over a relatively wide range for a period of time.

Developments since May have increased, rather than reduced, the degree of international uncertainty. In particular, the situation in Japan has deteriorated, eliciting strong expressions of concern from the international community. Although the Japanese authorities have responded by strengthening their resolve to deal with the fundamental problems in their economy, it is not clear how quickly and effectively this can be accomplished. Even under the best of circumstances, significant progress is unlikely until well into the second half of 1998. Developments in other Asian countries hinge importantly on success in Japan. It is also unclear from the latest indicators whether the U.S. economy will be moving towards a slower, more sustainable pace of expansion. Thus far, U.S. economic growth has persistently exceeded expectations with inflation remaining subdued. Here in Canada, most indicators of domestic demand as well as the growth of the monetary and credit aggregates remain relatively buoyant, but the drag from Asia and Japan and from weak commodity prices is clearly evident in our external trade statistics.

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

L'évolution économique et financière récente

Le présent article constitue une mise à jour de l'évolution économique et financière observée au Canada depuis la parution, à la mi-mai 1998, de la dernière livraison du *Rapport sur la politique monétaire*.

Un thème majeur du *Rapport* de mai était le degré d'incertitude inhabituel et les risques d'un assombrissement des perspectives économiques attribuables à des facteurs inattendus, apparus au second semestre de 1997 et toujours à l'œuvre au début de 1998. Une très grande part de l'incertitude concernait l'évolution de la situation en Asie et la baisse concomitante des cours des produits de base. La crainte d'un affaiblissement de l'activité économique au Canada tenait surtout à ces facteurs; cependant, la vigueur exceptionnelle affichée par l'économie américaine — qui avait des chances, estimait-on, de se maintenir plus longtemps que prévu — leur faisait contrepoids. De plus, des signes donnant à penser que l'économie canadienne demeurerait fondamentalement robuste étaient manifestes. Compte tenu de toute cette incertitude, le *Rapport* laissait entendre que les conditions monétaires¹ pourraient continuer d'afficher des fluctuations importantes pendant un certain temps.

La tournure qu'ont prise les événements depuis mai a accentué l'incertitude sur la scène internationale au lieu de la réduire. Plus particulièrement, la situation s'est détériorée au Japon, ce qui a donné lieu à de fortes manifestations d'inquiétude au sein de la communauté internationale. Bien que les autorités japonaises aient réagi en renforçant leur détermination à régler les problèmes fondamentaux de l'économie de leur pays, il reste à savoir avec quelle rapidité et quelle efficacité elles y parviendront. Au mieux, des progrès notables ne pourront vraisemblablement être accomplis que tard au second semestre de 1998. L'évolution de la situation dans d'autres pays d'Asie dépendra beaucoup du succès que remportera le Japon dans ses efforts de redressement. De plus, il est difficile de déterminer, sur la foi des plus récents indicateurs de l'économie américaine, si le rythme d'expansion de l'activité aux États-Unis se ralentira pour s'établir à un niveau plus soutenable. La croissance économique de ce pays est demeurée systématiquement plus vive qu'on ne s'y attendait, et l'inflation est restée faible. Au Canada, les indicateurs de la progression de la demande intérieure et de celle des agrégats de la monnaie et du crédit sont encore relativement vigoureux, mais le ralentissement imputable aux problèmes qu'éprouvent l'Asie et le Japon et au bas niveau des cours des produits de base se reflète nettement dans les données sur nos échanges commerciaux avec l'extérieur.

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

Against this background of uncertainty, international and domestic financial markets have remained volatile and monetary conditions in Canada have fluctuated widely, primarily reflecting exchange rate movements.

New economic information and developments since the last *Monetary Policy Report* have not, as of this writing, altered the Bank's outlook of continued solid economic growth in Canada through this year and into 1999. However, the individual risks to the outlook mentioned above now appear to be greater. The Bank will need to keep a watchful eye on developments and to constantly reassess its judgment of Canada's economic and financial situation.

INTERNATIONAL DEVELOPMENTS

Overseas economies

In Europe, the economic recovery is progressing ...

In the continental European countries, the recovery has generally been gaining momentum, supported by improving domestic demand. Firmer domestic demand should help sustain the economic expansion through 1998 in the face of some negative impact from Asia. It should also help reduce unemployment rates that are still very high. In the United Kingdom, where the economy is operating near capacity and the unemployment rate has fallen to 4.8 per cent, there are tentative signs that growth may be moderating to more sustainable rates, partly in response to the past tightening in monetary conditions.

... but in Japan, and in Asia more generally, the outlook has deteriorated.

In Japan, however, the outlook has deteriorated further, with recent data confirming that the economy has slipped into recession. Real GDP contracted sharply in the first quarter after edging down in the closing months of 1997. To date, policy initiatives designed to address problems in the financial sector and to stimulate domestic demand have not been sufficient to prevent a further deterioration. Consumer and business confidence remain low against a backdrop of growing employment uncertainty and depressed demand from Asian markets. In June, the unemployment rate was at a record high (by Japanese standards) of 4.1 per cent. Overall economic activity is now expected to decline in 1998, rather than simply stagnate as thought earlier. The situation in Japan is a major source of uncertainty for the world economy, especially for Southeast Asia and Korea. In response to international pressure, the Japanese authorities

Dans ce climat d'incertitude, les marchés financiers internationaux et intérieurs sont demeurés volatils, et les conditions monétaires au Canada ont enregistré de fortes fluctuations, attribuables principalement aux mouvements du taux de change.

Les nouvelles données sur l'économie et l'évolution observée depuis la parution du *Rapport* en mai dernier n'ont pas incité la Banque à modifier ses prévisions; celle-ci croit toujours que l'économie canadienne connaîtra une croissance robuste cette année et durant les premiers mois de 1999. Cependant, les risques liés à chacun des facteurs énumérés précédemment semblent maintenant plus prononcés. La Banque devra surveiller de près le déroulement des événements et réévaluer constamment son appréciation de la situation économique et financière du pays.

L'ÉVOLUTION INTERNATIONALE

Les pays d'outre-mer

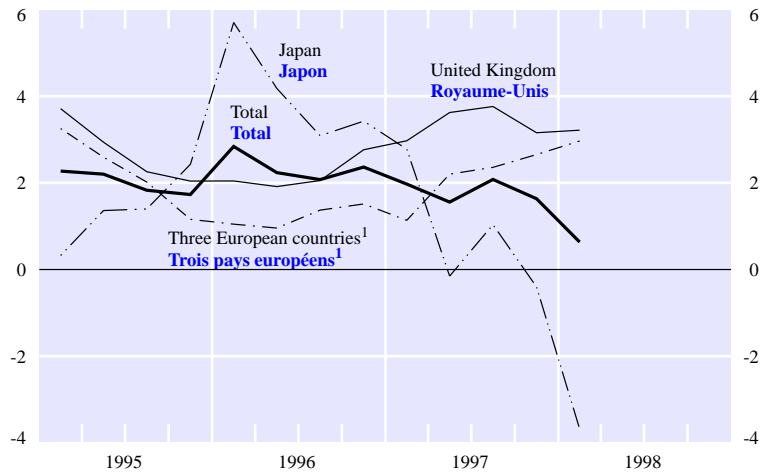
En Europe, la reprise économique se poursuit...

La reprise s'est généralement accélérée dans les grands pays d'Europe continentale, à la faveur du raffermissement de la demande intérieure. Celui-ci devrait contribuer à soutenir l'expansion en 1998 malgré les retombées de la crise asiatique. Il devrait aussi aider à réduire le chômage, qui demeure très élevé. Au Royaume-Uni, où l'économie fonctionne presque aux limites de sa capacité et où le taux de chômage est tombé à 4,8 %, certains signes donnent à penser que la croissance pourrait se ralentir pour s'établir à des niveaux plus soutenables, en partie grâce au resserrement passé des conditions monétaires.

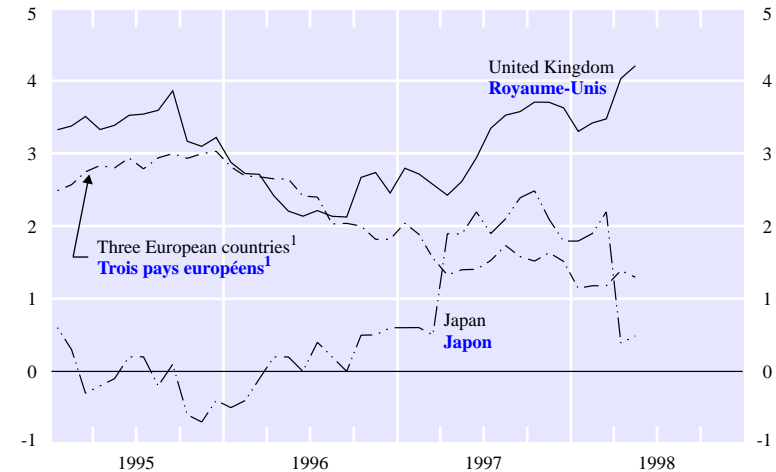
... mais, au Japon, et en Asie de façon plus générale, les perspectives se sont assombries.

Toutefois, les perspectives de l'économie japonaise se sont à nouveau assombries, des données récentes confirmant que cette dernière est entrée en récession. Le PIB en termes réels, qui avait amorcé un mouvement de baisse durant les derniers mois de 1997, a fortement fléchi au premier trimestre de 1998. Jusqu'à maintenant, les mesures gouvernementales destinées à résoudre les problèmes du secteur financier et à stimuler la demande intérieure se sont avérées insuffisantes pour prévenir le nouveau recul de l'activité. La confiance des consommateurs et des entreprises reste faible étant donné l'incertitude croissante en matière d'emploi et la baisse de la demande en provenance des marchés asiatiques. Le taux de chômage a atteint le taux record de 4,1 % en juin, ce qui est très élevé par rapport aux normes japonaises. On prévoit maintenant que l'activité économique globale au Japon se contractera en 1998, plutôt que de seulement piétiner comme on l'avait d'abord pensé. La situation dans ce pays fait planer une forte incertitude sur les perspectives de l'économie mondiale et tout particulièrement sur celles des économies de l'Asie du Sud-Est et de la Corée. En réponse aux pressions de la communauté internationale, les autorités japonaises ont renforcé récemment l'engagement qu'elles

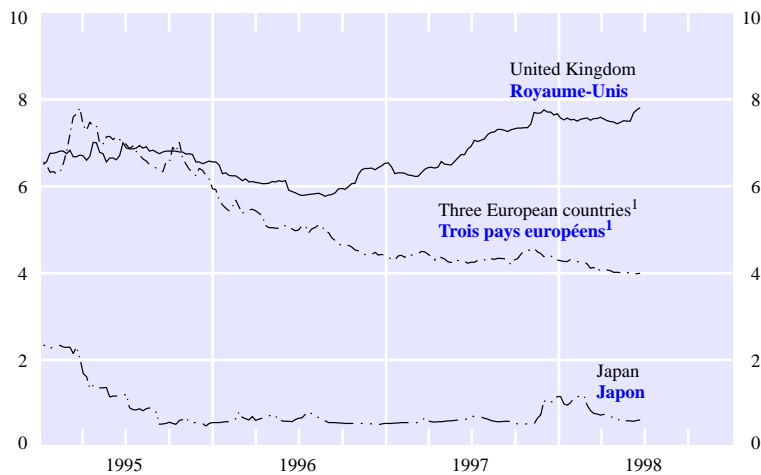
Real gross domestic product in overseas countries

Produit intérieur brut en termes réels dans les pays d'outre-mer4-quarter percentage change
Taux de variation sur 4 trimestres1. Germany, France, and Italy
1. Allemagne, France et Italie

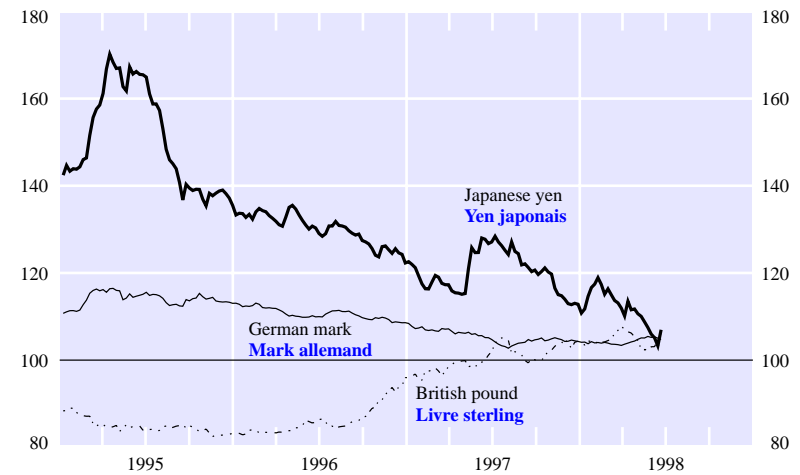
Consumer price index in overseas countries

Indice des prix à la consommation dans les pays d'outre-mer12-month percentage change
Taux de variation sur 12 mois1. 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-merWednesdays
Données des mercredis1. Germany, France, and Italy
1. Allemagne, France et Italie

Exchange rates of selected overseas currencies

Taux de change de quelques devises d'outre-merNominal 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

recently reinforced their commitment to implement a comprehensive action program to restore health to the financial sector. They have also promised to speed up implementation of the recent fiscal stimulus package that has been delayed by the political process. In the context of Japan's plans to strengthen its economy, the U.S. and Japanese authorities jointly intervened in the foreign exchange market on 17 June to support the yen. This helped reverse some of the recent weakness in the yen that took the currency to a low of 146 yen/U.S. dollar on 15 June.

Renewed volatility in financial markets across Asia is compromising the adjustment efforts of South Korea and Thailand—countries that have been meeting the requirements of their IMF programs—and exacerbating an already difficult situation in Indonesia. Despite substantial currency depreciations, the countries most affected by the crisis have not as yet been able to generate much export growth. This reflects weak demand across the region, the heavy reliance of their export sectors on imported inputs, and difficulties in obtaining export financing. Trade balances have improved, however, because of import compression stemming from depressed economic activity and sharp currency depreciations.

Aggregate consumer price inflation remains subdued in most major overseas industrial economies. In some countries, headline inflation continues to be affected by special factors, including hikes in indirect taxes. The underlying rate of inflation, which excludes such effects, is close to zero in Japan and very low in continental Europe. Excess supply, continuing weakness in world commodity prices, and lower prices for Asian imports have been exerting downward pressure on consumer prices and will continue to do so in the near future. In the United Kingdom, where aggregate demand has been pressing against capacity limits, trend inflation (excluding mortgage rates and indirect taxes) moved up to 2 1/2 per cent in May, after being relatively stable at slightly above 2 per cent during the previous 12 months.

Adjustments in monetary conditions over the past six months have, for the most part, reflected exchange rate movements and have generally been consistent with the economic circumstances of individual countries. In both France and Germany, where the pace of the recovery has picked up, monetary conditions have recently become somewhat less accommodative because of the appreciation of the French franc and the German mark on a G-10 basis. In Italy, monetary conditions have continued to ease, as interest rates have fallen owing to marked progress on both the inflation and fiscal fronts to meet the convergence criteria for participation in the European economic and monetary union (EMU). In the United Kingdom, monetary conditions became less restrictive through April-May,

avaient pris d'instaurer un programme complet de mesures pour rétablir la santé du secteur financier. Elles ont aussi promis de hâter la mise en œuvre d'un train de mesures budgétaires expansionnistes dont le processus politique avait ralenti l'adoption. Dans le cadre des efforts déployés en vue de relancer l'économie du Japon, les autorités américaines se sont alliées aux autorités de ce pays le 17 juin dernier pour soutenir le yen sur les marchés des changes. Leur intervention commune a contribué à annuler une partie du recul récent qu'a accusé le yen et qui l'a mené à un creux de 146 yens pour un dollar É.-U. le 15 juin.

L'intensification de l'instabilité sur les places financières à travers l'Asie compromet les efforts d'ajustement de la Corée du Sud et de la Thaïlande, qui ont satisfait jusqu'ici aux exigences du programme de redressement que leur a imposé le FMI, et aggrave la situation déjà difficile en Indonésie. Malgré des dépréciations substantielles de leurs monnaies, les pays les plus touchés par la crise n'ont pas réussi à accélérer sensiblement la croissance de leurs exportations. Cela traduit la faiblesse de la demande dans l'ensemble de cette région du globe, la forte dépendance de leurs industries exportatrices envers des intrants importés et la difficulté qu'éprouvent ces pays à financer leurs exportations. Les soldes de leurs balances commerciales se sont toutefois améliorés à la faveur de la réduction des importations attribuable au recul de l'activité économique et à la forte dépréciation de leurs monnaies.

La hausse globale des prix à la consommation reste modeste dans la plupart des grandes économies industrielles d'outre-mer. Dans certains pays, le taux d'inflation affiché continue de subir l'influence de facteurs temporaires, comme le relèvement des impôts indirects. Le taux de l'inflation tendancielle, qui fait abstraction des effets de ces facteurs, est presque nul au Japon et très faible dans les pays d'Europe continentale. L'offre excédentaire, la faiblesse persistante des cours mondiaux des produits de base et le recul des prix des biens importés d'Asie ont exercé des pressions à la baisse sur les prix à la consommation, lesquelles se maintiendront pendant les prochains mois. Au Royaume-Uni, où la demande globale exerce des pressions sur l'appareil de production, l'inflation tendancielle (qui ne tient pas compte des taux des prêts hypothécaires ni des effets des impôts indirects) s'est accélérée pour s'établir à 2 1/2 % en mai, après s'être maintenue à un niveau relativement stable, tout juste au-dessus de 2 %, pendant douze mois.

Les modifications qu'ont connues au cours des six derniers mois les conditions monétaires de ces pays tenaient surtout aux mouvements des taux de change et étaient généralement compatibles avec leurs situations économiques respectives. En France et en Allemagne, où le rythme de la reprise s'est accentué, les conditions monétaires sont depuis peu légèrement moins expansionnistes, par suite de l'appréciation du franc et du mark par rapport aux monnaies des pays du Groupe des Dix. En Italie, par contre, elles ont continué de s'assouplir à la faveur de la chute des taux d'intérêt qu'ont permis les progrès marqués observés dans ce pays sur les fronts de l'inflation et des finances publiques, conformément aux critères de convergence qu'il lui faut respecter pour pouvoir participer à l'Union économique et monétaire européenne. Au Royaume-Uni, les conditions monétaires se sont assouplies en avril et en mai dans la foulée de la dépréciation de la livre. Elles se sont toutefois resserrées à nouveau par la suite, en

reflecting a weaker pound sterling. They tightened again with the June increase in official rates and the renewed strength of the currency, helping to contain latent inflationary pressures. In Japan, given heightened uncertainty, monetary conditions have been volatile but, on balance, have eased further in response to persistent economic weakness. The easing primarily reflects the depreciation of the yen against the G-10 currencies. It is worth noting that the sharp depreciation of the yen vis-à-vis the U.S. dollar since last summer has been countered by its appreciation against the currencies of Japan's major Asian trading partners. Thus, on a broader trade-weighted basis than the G-10, the yen has depreciated very little over this period.

United States and Mexico

The U.S. economy continues to show exceptional strength ...

The U.S. economy has continued to outstrip expectations, growing much more vigorously than anticipated despite the drag from Asia. And inflation has remained surprisingly muted.

Instead of moderating, as was widely expected, real GDP growth accelerated from an annual rate of 3.7 per cent in the final quarter of 1997 to 5.4 per cent in the first quarter of 1998—well above the estimated growth of potential output. Underlying this expansion was extraordinary strength in all major components of private domestic demand, particularly household and business spending as well as inventories. Although mild winter weather boosted some sectors (e.g., construction), solid gains in employment, real personal incomes, and wealth, together with relatively low interest rates, have played a key role in stimulating spending. Booming domestic demand, the appreciation of the U.S. dollar, and reduced demand from Asia have been exerting a strong downward pull on real net exports, tempering the overall pace of economic expansion.

... but there are signs pointing to a slower, more sustainable rate of expansion in the period ahead.

Various factors should moderate output growth over the next couple of quarters. Among these are the reversal of the weather-related effects, an anticipated inventory correction, and a further contraction of real net exports partly related to the ongoing malaise in Asia.² Whether the anticipated moderation in activity will be sufficient to put

2. The direct effects of reduced U.S. automotive production because of the strike at General Motors in the month of June are expected to subtract about one-quarter of a percentage point (annual rate) from real GDP growth in the second quarter.

raison du relèvement des taux d'intérêt officiels en juin et du regain de vigueur de la devise, ce qui a contribué à contenir les pressions inflationnistes latentes. Au Japon, les conditions monétaires ont été volatiles du fait de l'incertitude accrue, mais elles se sont assouplies dans l'ensemble devant la faiblesse persistante de l'économie. Leur détente reflète principalement la dépréciation du yen par rapport aux autres monnaies des pays du Groupe des Dix. Il convient de signaler que le vif repli qu'a subi le yen vis-à-vis du dollar américain depuis l'été dernier a été contrebalancé par son appréciation par rapport aux monnaies des principaux partenaires commerciaux asiatiques du Japon. Si le cours du yen est pondéré en fonction des échanges commerciaux de ce pays au lieu d'être évalué uniquement sur la base des monnaies du Groupe des Dix, sa dépréciation se révèle minime pendant cette période.

Les États-Unis et le Mexique

L'économie américaine continue d'afficher une vigueur exceptionnelle...

L'économie américaine a continué de faire mentir les prévisions, progressant à un rythme beaucoup plus vigoureux que projeté malgré l'effet modérateur de la crise asiatique. De plus, l'inflation est demeurée étonnamment modeste.

Plutôt que de décélérer, comme on s'y attendait généralement, la croissance du PIB en termes réels est passée de 3,7 % (en taux annualisé) au dernier trimestre de 1997 à 5,4 % durant les trois premiers mois de 1998, ce qui dépasse largement le taux d'accroissement estimatif de la production potentielle. Cette expansion est alimentée par la vigueur phénoménale de toutes les grandes composantes de la demande intérieure du secteur privé, en particulier les dépenses des ménages et des entreprises et les stocks. Bien que la clémence des températures hivernales ait pu contribuer à la hausse observée dans certains secteurs (la construction par exemple), les gains notables affichés par l'emploi, le revenu réel des particuliers et la richesse, conjugués au niveau relativement bas des taux d'intérêt, ont joué un rôle déterminant dans l'essor des dépenses. Le dynamisme de la demande intérieure, l'appréciation du dollar É.-U. et le recul de la demande en provenance d'Asie ont exercé de fortes pressions à la baisse sur le volume net des exportations, ce qui a contribué à modérer le rythme global de l'expansion.

... mais des signes donnent à penser que son rythme d'expansion se ralentira pour s'établir à un niveau plus soutenable dans les mois à venir.

Divers facteurs pourraient ralentir la croissance de la production au cours des deux ou trois prochains trimestres. Parmi ceux-ci, mentionnons la disparition de l'incidence des températures favorables, une correction attendue des stocks et un nouveau tassement du volume net des exportations, lié en partie à la poursuite du malaise en Asie². Il reste néanmoins à voir si le ralentissement prévu de l'activité suffira à

2. On s'attend à ce que les effets directs de la réduction de la production automobile aux États-Unis due à la grève qui a paralysé en juin la compagnie General Motors représentent une diminution de 1/4 de point de pourcentage (en taux annualisé) de la croissance du PIB réel au deuxième trimestre.

the economic expansion on a more sustainable, non-inflationary path over the medium term remains to be seen.

Inflation remains low despite excess demand and high resource utilization.

Inflation has remained tame in the face of excess demand and high resource utilization. Indeed, core consumer price inflation (measured by the 12-month rate of increase in the CPI excluding food and energy) has been fairly stable since August 1997 and now stands at just over 2 per cent—its lowest level in over 30 years. A strong U.S. dollar and weak commodity prices have helped to dampen inflation and will probably continue to do so in the near term. In addition, increases in productivity have held labour costs down despite a pickup in wage growth. However, with increasingly tight labour markets (the unemployment rate was 4.3 per cent in May), there remains a risk that inflationary pressures could increase once the effects of the temporary restraining factors fade.

The stronger U.S. dollar and the expected disinflationary impact of the Asian crisis have warded off an increase in official interest rates.

Monetary conditions in the United States have continued to tighten with the strong appreciation of the U.S. dollar against all major currencies. Low inflation and the anticipated moderating impact of the Asian crisis on U.S. aggregate demand have helped to hold off a rise in official interest rates. However, the economy has been operating at very high levels for some time. Thus, unless the disinflationary effect from Asia turns out to be more pervasive than anticipated, the monetary authorities may, at some point, be faced with the need to take pre-emptive action to stave off a buildup of inflationary pressures.

The Federal Reserve's target rate for federal funds was last raised in March 1997 by 25 basis points. Since then, it has remained unchanged at 5.50 per cent. Short-term money market rates have been stable. With the Asian crisis dulling inflation concerns and with the worldwide flight to U.S. bonds, long-term rates (on 30-year Treasury bonds) have touched record lows.

Developments in Mexico have also been positive. The economy expanded slightly faster than anticipated in early 1998 and there are good prospects for continued growth in the remainder of the year.

ramener l'expansion économique sur une trajectoire non inflationniste plus facile à soutenir à moyen terme.

L'inflation demeure peu élevée malgré une demande excédentaire et le haut taux d'utilisation des ressources.

L'inflation demeure maîtrisée malgré une demande excédentaire et un taux élevé d'utilisation des ressources. De fait, l'inflation fondamentale (mesurée par le taux d'accroissement sur douze mois de l'indice des prix à la consommation dépourvu des composantes que sont l'alimentation et l'énergie) est demeurée assez stable depuis août 1997 et dépasse maintenant à peine 2 %, son plus bas niveau en plus de 30 ans. La vitalité du dollar américain et la faiblesse des prix des produits de base ont contribué à contenir l'inflation, deux facteurs dont l'influence devrait continuer de se faire sentir à court terme. En outre, les gains de productivité ont empêché les coûts de main-d'œuvre d'augmenter en dépit de la poussée des salaires. Cependant, étant donné la montée des tensions sur les marchés du travail (le taux de chômage était de 4,3 % en mai), il n'est pas exclu que les pressions inflationnistes s'intensifient lorsque l'incidence des facteurs temporaires se sera dissipée.

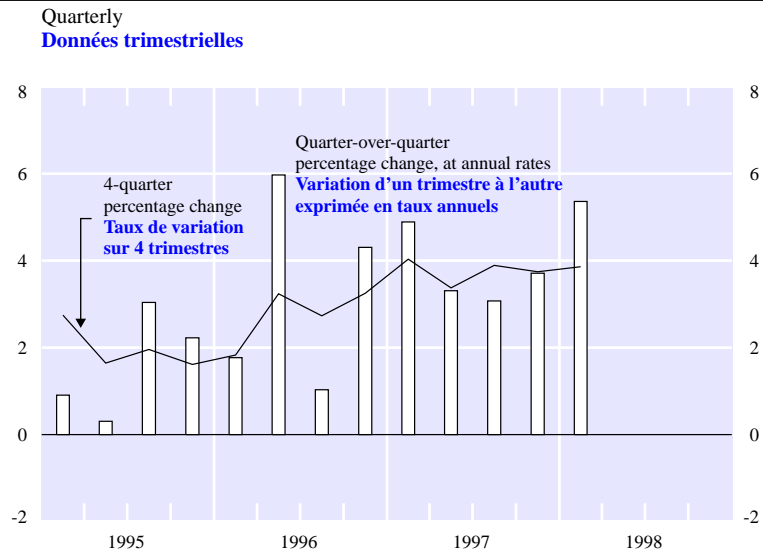
Le raffermissement du dollar américain et l'attente d'un effet désinflationniste de la crise asiatique ont permis d'éviter un relèvement des taux d'intérêt officiels.

Les conditions monétaires aux États-Unis ont continué de se resserrer dans le sillage de la forte appréciation de la devise américaine par rapport à toutes les autres grandes monnaies. Le bas niveau de l'inflation et les effets modérateurs attendus de la crise asiatique sur la demande globale américaine ont permis aux autorités monétaires de surseoir à un relèvement des taux d'intérêt officiels. Toutefois, l'économie fonctionne à plein régime depuis quelque temps déjà; aussi, à moins que les effets désinflationnistes de la situation en Asie s'avèrent plus importants que prévu, les autorités pourraient être confrontées, à un certain moment, à la nécessité d'adopter des mesures préventives pour éviter une accumulation des pressions inflationnistes.

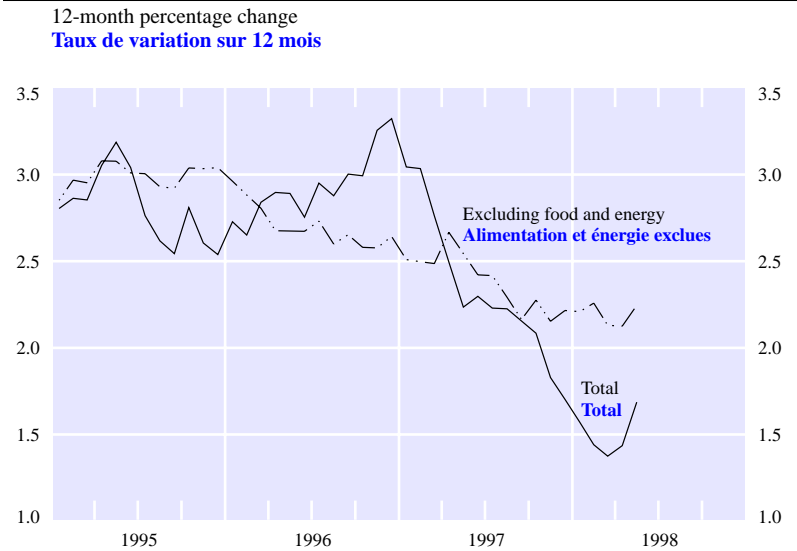
La Réserve fédérale a modifié le taux cible des fonds fédéraux la dernière fois en mars 1997; elle l'avait alors relevé de 25 points de base, pour le porter à 5,50 %, son niveau actuel. Les taux à court terme du marché monétaire sont restés stables. Quant aux taux à long terme (ceux des obligations du Trésor à 30 ans), ils ont touché de nouveaux creux historiques, la crise asiatique ayant atténué les craintes d'une recrudescence de l'inflation et s'étant accompagnée d'une ruée sur les obligations américaines partout dans le monde.

L'évolution a aussi été favorable au Mexique. L'expansion économique a été légèrement plus rapide que prévu au début de 1998, et les perspectives d'une poursuite de la croissance durant le reste de l'année sont bonnes.

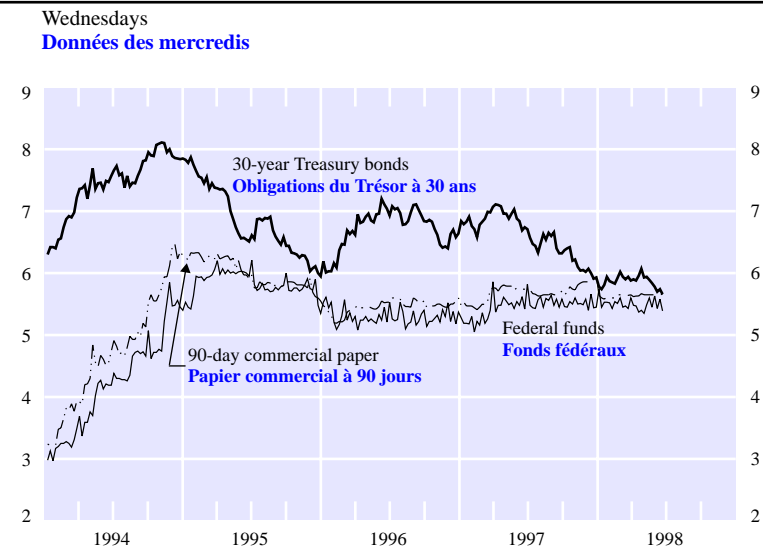
U.S. real gross domestic product
Produit intérieur brut des États-Unis en termes réels



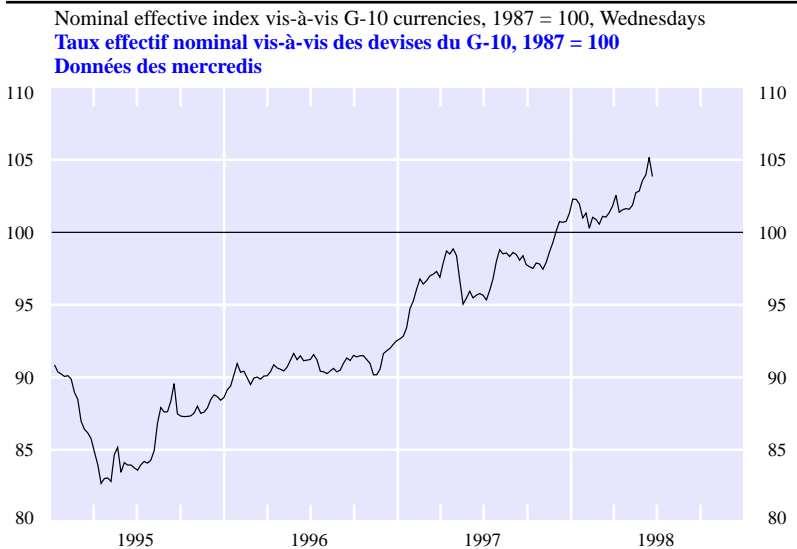
U.S. consumer price index
Indice des prix à la consommation aux États-Unis



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



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



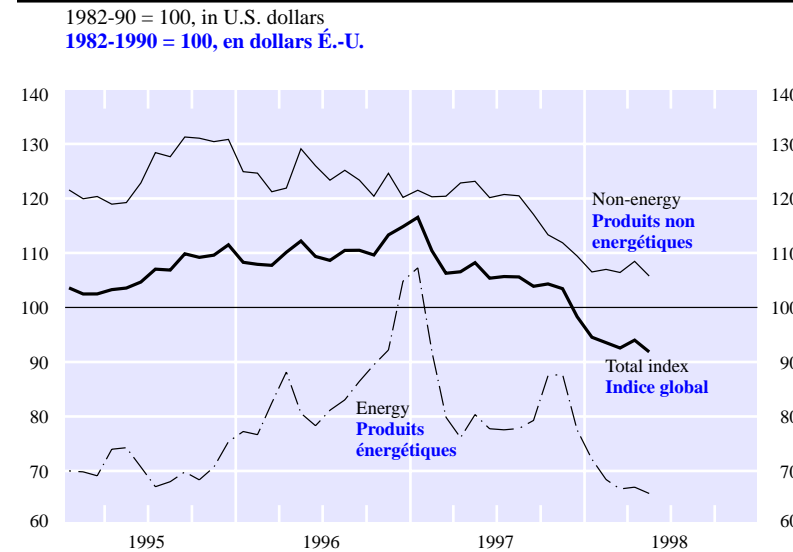
Commodity prices

The average price of the key primary commodities produced by Canada (measured by the Bank of Canada's commodity price index in U.S. dollars) continues to be weaker than the Bank had expected. The further decline in energy prices has been largely predictable. However, the continuing softness in the prices of non-energy commodities (in U.S. dollars) reflects a more pessimistic assessment by commodity markets of demand prospects, linked to renewed concerns about the situation in Asia, as well as the further appreciation of the U.S. dollar against most major currencies. The possibility of increased supplies of certain metals from Russia, in the wake of the recent financial difficulties in that country, is another factor currently affecting commodity markets. On balance, it now seems unlikely that commodity prices will recover by much this year.

Prices of grains and oilseeds continue to be weighed down by ample global supplies and by concerns about reduced Asian demand. Livestock prices, however, have made considerable advances recently, partly because of seasonal demand for hogs. Metals prices, which showed tentative signs of a turnaround through early 1998, have since reversed those gains on renewed worries about developments in Asia (including reduced demand from India because of economic sanctions) and excess world capacity. Lumber prices continue to fall in response to the protracted weakness in the Japanese housing market and increased U.S. production. Pulp prices have also declined as pulp produced in Asia is diverted to markets in Europe and North America (but more recent production cuts in Canada have led to some firming of prices). In contrast, higher newsprint prices have been sustained through the first part of the year, boosted by strong U.S. demand.

As expected, energy prices have continued to decline steadily through the first half of 1998, in view of the world oil glut and lower demand because of the Asian crisis and a warmer-than-normal winter and spring in North America. Crude oil prices could remain under

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



Les prix des produits de base

Le prix moyen des principales matières premières produites par le Canada (mesuré par l'indice en dollars É.-U. établi par la Banque du Canada) demeure moins ferme que la Banque ne l'avait projeté. Le recul additionnel des prix des produits énergétiques était grandement prévisible. Néanmoins, la faiblesse continue des prix en dollars É.-U. des produits non énergétiques traduit le pessimisme accru des marchés des matières premières concernant les perspectives de la demande devant la recrudescence des craintes qui entourent la situation en Asie, ainsi que la nouvelle appréciation de la devise américaine vis-à-vis de la majorité des autres grandes monnaies. La possibilité d'une augmentation de l'offre de certains métaux en provenance de

Russie, liée aux difficultés financières qu'a éprouvées ce pays récemment, est aussi un facteur dont tiennent compte ces marchés. Il paraît donc improbable dans l'ensemble que les cours des produits de base se redressent sensiblement cette année.

Les prix des grains et des oléagineux continuent d'être déprimés par l'abondance des stocks mondiaux et les craintes d'une diminution de la demande dans les pays d'Asie. En revanche, les prix du bétail se sont considérablement raffermissés ces derniers temps, à la faveur notamment de la demande saisonnière de viande de porc. Les cours des métaux, qui avaient montré des signes de redressement au début de 1998, sont depuis retombés sous l'effet des inquiétudes renouvelées au sujet de l'évolution de la crise asiatique (y compris la réduction de la demande en provenance de l'Inde par suite des sanctions économiques imposées à ce pays) et de l'offre mondiale excédentaire. Les prix du bois d'œuvre ont continué de chuter en raison de l'atonie prolongée du marché du logement au Japon et de l'accroissement de la production américaine. Les cours de la pâte à papier ont subi un sort comparable par suite du réacheminement de la production asiatique vers les marchés d'Europe et d'Amérique du Nord, encore que de nouvelles baisses de la production au Canada aient donné lieu récemment à une remontée des prix. Le papier journal par contre s'est renchéri au premier semestre grâce au dynamisme de la demande aux États-Unis.

Comme on s'y attendait, les prix de l'énergie ont poursuivi leur mouvement graduel de baisse tout au long du premier semestre de l'année à cause des surplus mondiaux de pétrole et du repli de la demande attribuable à la crise asiatique et à la clémence inhabituelle des températures hivernales et printanières en Amérique du

pressure if recent agreements on production cuts by OPEC and non-OPEC suppliers are not strictly enforced.

CANADIAN ECONOMIC DEVELOPMENTS

Aggregate demand, output, and employment

The Canadian economy continues to grow at a healthy pace ...

Real GDP advanced somewhat faster than anticipated in the first quarter of 1998—at an annual rate of 3.7 per cent following an increase of 2.8 per cent in the

previous quarter. The continuing above-potential growth came mainly from a favourable swing in net exports, a surge in non-residential construction, and a further moderate increase in consumer spending. The recovery from fourth-quarter labour disruptions in Ontario schools and in the national postal system added about one percentage point (annual rate) to real GDP growth. The January ice storm is estimated to have subtracted about three-quarters of a percentage point—more than estimated earlier.

... supporting solid gains in employment and incomes.

Solid gains in employment and incomes have continued to support healthy, albeit more moderate, growth in consumer spending since late 1997. A number of special factors have influenced consumption in the last two quarters. With the late arrival of winter, some expenditures (on clothing and footwear and motor vehicle repairs and parts) were postponed from the fourth quarter of 1997 to the first quarter of 1998. At the same time, unusually mild weather reduced fuel consumption significantly through early 1998. In addition, motor vehicle sales fell

Nord. Les cours du pétrole brut pourraient continuer de subir des pressions à la baisse si les récents accords conclus par les pays membres de l'OPEP et d'autres pays producteurs en vue de réduire l'offre ne sont pas strictement respectés.

L'ÉVOLUTION ÉCONOMIQUE AU CANADA

La demande globale, la production et l'emploi

Le rythme de croissance de l'économie canadienne demeure sain...

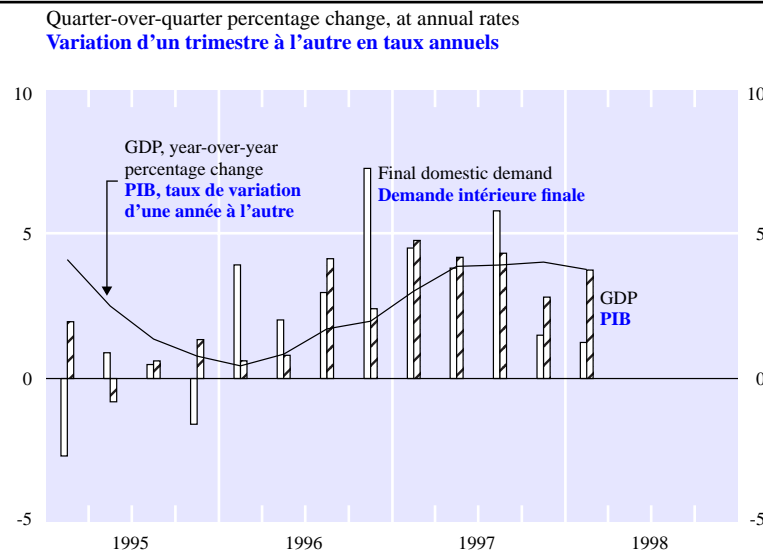
Au premier trimestre de 1998, le PIB réel a progressé un peu plus rapidement que prévu, soit de 3,7 % en taux annuel, contre 2,8 % le trimestre précédent. Cette croissance, qui est demeurée supérieure à celle du potentiel de

production, s'explique surtout par un revirement favorable au titre des exportations nettes, une poussée de la construction non résidentielle et un nouvel essor modéré des dépenses de consommation. La reprise consécutive à la fin des arrêts de travail qui ont touché les écoles ontariennes et le système national des postes au trimestre précédent a ajouté un point de pourcentage (en taux annualisé) à la croissance du PIB réel. On estime en revanche que la tempête de verglas qui s'est abattue en janvier a retranché environ trois quarts de point de pourcentage au taux de croissance, ce qui est supérieur aux prévisions antérieures.

... ce qui favorise une forte progression de l'emploi et des revenus.

Les gains marqués au chapitre de l'emploi et des revenus ont continué d'alimenter la croissance robuste, quoique plus modérée, des dépenses de consommation depuis la fin de 1997. La consommation a été influencée ces deux derniers trimestres par certains facteurs spéciaux. L'arrivée tardive de l'hiver a repoussé certaines dépenses (l'achat de vêtements, de chaussures et de pièces automobiles ainsi que les réparations aux véhicules) du quatrième trimestre de 1997 au trimestre suivant. Parallèlement, le temps exceptionnellement doux que nous avons connu au début de 1998 a fait diminuer considérablement la consommation de combustibles. De plus,

Output and final domestic demand
Production et demande intérieure finale



back sharply with the end of the special financing incentives and rebates offered in late 1997. With a strong gain in real personal disposable income, the personal savings rate recovered to 1.2 per cent from (a downward-revised) 0.5 per cent in the fourth quarter. Demand for housing edged down in the first quarter, following solid growth in the previous three months. Business outlays on machinery and equipment continued to decline from the very high levels reached in the third quarter of 1997.³ In contrast, non-residential construction surged in the first quarter, partly because mild weather allowed work to start earlier than usual and partly because development drilling began at Hibernia. The rate of accumulation of non-farm business inventories moderated, particularly in the manufacturing and retailing of non-durables. Government spending on goods and services edged down.

The external sector made a strong, positive net contribution to real GDP growth in the first quarter. The volume of exports continued to increase smartly, driven mainly by buoyant U.S. demand, particularly for machinery and equipment and consumer durables. Exports of industrial goods and materials and crude petroleum also increased strongly. In contrast, exports of forest products continued to decline, primarily owing to weak demand from Japan and other Asian countries. The volume of imports, which had grown very rapidly through 1997, fell slightly in early 1998. This reflected slowing in purchases of machinery and equipment and motor vehicles, which tend to be import-intensive, as well as reduced demand for energy. With the improvement in the real foreign trade balance more than offsetting a further decline in the terms of trade (arising mainly from lower export prices for energy products and metals), the merchandise trade surplus increased significantly in current dollar terms. This was the main factor contributing to a further narrowing of the current account deficit—to 1.8 per cent of GDP from 2.2 per cent in the fourth quarter of 1997.⁴ In April, however, the merchandise trade surplus narrowed sharply, as import volumes rose while export volumes declined. The decline in exports primarily reflected a drop in commodity exports partly because of reduced demand from Asian countries.⁵ Exports of motor vehicles were also held back by a shortage of rail cars for transport.

3. Most of the first-quarter spending by utilities to rebuild the electrical transmission and distribution network in eastern Canada after the ice storm was treated as repairs, not as business investment. Thus, it was counted as intermediate production rather than final demand. The bulk of related expenditures in subsequent quarters will be capitalized and will therefore be included in business investment.

4. Revisions to the direct investment income and payments components going back to 1993 have reduced the current account deficit for 1997 by about 0.5 per cent of GDP, to 1.5 per cent.

5. Exports to Japan and other Asian countries, which account for about 8 per cent of Canada's total exports, have fallen significantly in recent months.

la fin des programmes de financement spéciaux et des rabais offerts par les concessionnaires automobiles durant les derniers mois de 1997 a été suivie d'une forte chute des ventes de véhicules. Le revenu disponible des particuliers en termes réels ayant progressé vigoureusement, le taux d'épargne de ces derniers est remonté à 1,2 %, contre 0,5 % au dernier trimestre de 1997 (selon des données révisées à la baisse). La demande de logements s'est essoufflée au premier trimestre de 1998, après avoir vivement augmenté les trois mois précédents. Les dépenses d'investissement des entreprises en machines et matériel ont continué de se replier par rapport aux niveaux très élevés atteints au troisième trimestre de 1997³. En revanche, la construction non résidentielle a connu une poussée au premier trimestre, en partie du fait que la clémence des températures a permis aux travaux de commencer plus tôt que d'habitude et en partie à cause du début des activités de forage à la plateforme Hibernia. Le rythme d'accumulation des stocks dans les entreprises non agricoles s'est ralenti, particulièrement dans les domaines de la fabrication et de la vente au détail des biens non durables. Les dépenses publiques en biens et services se sont inscrites en baisse.

La contribution nette du secteur extérieur à la croissance du PIB réel au premier trimestre de 1998 a été fortement positive. L'essor notable du volume des exportations s'est poursuivi, principalement à la faveur du dynamisme de la demande aux États-Unis, notamment en machines et matériel et en biens de consommation durables. Les exportations de matières et de biens industriels et de pétrole brut se sont aussi considérablement accrues. Par contre, les exportations de produits de la forêt ont continué de reculer, ce qui reflète surtout l'atonie de la demande au Japon et dans les autres pays d'Asie. Après avoir progressé à un rythme très rapide tout au long de 1997, le volume des importations s'est légèrement contracté au début de 1998. Cette baisse s'explique par un ralentissement des achats de machines et matériel ainsi que de véhicules automobiles, deux composantes de la demande à forte teneur en importations, et par une diminution de la demande d'énergie. L'amélioration du solde des échanges commerciaux en termes réels ayant amplement annulé la nouvelle détérioration des termes de l'échange, laquelle tenait avant tout à la baisse des prix à l'exportation des produits énergétiques et des métaux, l'excédent de la balance commerciale en dollars courants a sensiblement augmenté. Cette hausse a été la principale cause de la réduction additionnelle du déficit du compte courant, qui est passé de 2,2 % du PIB au quatrième trimestre de 1997 à 1,8 %⁴. En avril, cependant, l'excédent de la balance commerciale s'est rétréci de façon marquée, le volume des importations ayant progressé alors que celui des exportations se repliait. La diminution de celles-ci reflète avant tout une chute des exportations de produits de base due en partie au recul de la demande dans les pays d'Asie⁵. Les exportations de véhicules automobiles ont aussi fléchi, à cause du nombre insuffisant de wagons disponibles pour le transport.

3. La majeure partie des dépenses effectuées au premier trimestre par les entreprises de services publics pour rebâtir le réseau de transport et de distribution de l'électricité dans l'est du pays après la tempête de verglas ont été inscrites au poste des réparations et non à celui des dépenses d'investissement des entreprises. Par conséquent, elles ont été englobées dans la production intermédiaire plutôt que dans la demande finale. Le gros des dépenses qui seront engagées à cette fin au cours des trimestres subséquents seront capitalisées, donc comptabilisées comme dépenses d'investissement.

4. Les révisions apportées aux chiffres des revenus et des paiements au titre des investissements directs depuis 1993 ont fait diminuer le déficit du compte courant pour 1997 d'environ 0,5 % du PIB, le ramenant à 1,5 %.

5. Les exportations vers le Japon et les autres pays d'Asie, qui ne comptent que pour 8 % environ de l'ensemble des exportations canadiennes, ont fléchi considérablement au cours des derniers mois.

Total employment strengthened through the latter part of 1997 and early 1998, with substantial gains in private sector jobs and full-time positions far outweighing further losses in public sector employment. Job creation has continued at a healthy pace into the second quarter. In all, 568,000 jobs were created in the private sector through last year and the first five months of 1998, while 33,000 jobs were lost in the public sector. Employment growth has been especially strong in manufacturing, transportation and communications, and public utilities. With the labour force growing less rapidly than employment, the unemployment rate fell to 8.4 per cent in April-May, its lowest level since August 1990.

Prospects for sustained economic expansion and further increases in employment are good, despite the impact of the Asian crisis.

Partial information for the second quarter of 1998 suggests that the Canadian economy continued to grow solidly, underpinned by continued gains in employment and incomes and by accommodative monetary conditions. A strong rebound in motor vehicle sales in April-May as dealers reintroduced financing incentives, and an increase in retail sales excluding motor vehicles in April point to sustained consumer spending. Although weak commodity prices may hold back some resource-related investments, growth in business capital outlays is expected to resume in coming months, supported by low interest rates and by ongoing efforts by businesses to reduce costs and expand capacity (particularly in export industries). In the wake of the ice storm, electric utilities are also likely to increase their capital spending to improve transmission and distribution networks. Notwithstanding the impact from Asia, external demand should continue to support Canada's economic expansion, given anticipated firm U.S. demand.

The Bank expects real GDP to have grown by 3 to 3 1/2 per cent (at an annual rate) in the second quarter.⁶ In line with the outlook in the May *Monetary Policy Report*, real GDP is expected to expand at about 3 1/2 per cent in the second half of 1998. As noted earlier, however, the degree of international uncertainty has increased since May.

6. As of this writing, decreased automotive production in Canada because of the fallout from the U.S. strike at General Motors in June is estimated to have reduced second-quarter real GDP growth by about one-quarter of a percentage point (annual rate).

Le niveau global de l'emploi a augmenté durant les derniers mois de 1997 et au début de 1998, les nouveaux gains réalisés dans le secteur privé et au chapitre des emplois à plein temps dépassant de loin les pertes additionnelles subies dans le secteur public. La création d'emplois est demeurée robuste au deuxième trimestre. En tout, 568 000 emplois ont été créés l'an dernier et au cours des cinq premiers mois de 1998 dans le secteur privé, tandis que 33 000 postes ont été perdus dans le secteur public. La croissance de l'emploi a été particulièrement vive dans les secteurs de la fabrication, du transport et des communications et dans les entreprises de services publics. Comme la population active s'est accrue moins rapidement que l'emploi, le taux de chômage est tombé à 8,4 % en avril et mai, son plus bas niveau depuis août 1990.

Les perspectives d'une expansion économique durable et de nouveaux gains au chapitre de l'emploi sont bonnes, en dépit des retombées de la crise asiatique.

Des données partielles pour le deuxième trimestre de 1998 portent à croire que l'économie canadienne a continué de progresser à un bon rythme, grâce aux gains constants enregistrés au chapitre de l'emploi et des revenus et aux conditions monétaires expansionnistes en vigueur. La relance prononcée des ventes de véhicules automobiles observée en avril et mai à la suite de la réintroduction des modalités de financement avantageuses par les concessionnaires ainsi que l'essor en avril des ventes au détail (autres que celles de véhicules automobiles) donnent à penser que les dépenses de consommation sont soutenues. Bien que la faiblesse des cours des produits de base puisse retarder certains investissements dans le secteur des ressources naturelles, on prévoit une reprise de la croissance des dépenses d'investissement pendant les prochains mois à la faveur des bas taux d'intérêt et des efforts que les entreprises continuent de déployer pour réduire leurs coûts et accroître leur potentiel de production (notamment chez les industries à vocation exportatrice). Il est probable aussi que les entreprises productrices d'électricité accroissent leurs dépenses d'investissement pour améliorer leur réseau de transport et de distribution à la lumière de ce qui s'est produit pendant la tempête de pluie verglaçante. Malgré les retombées de la crise asiatique, la vigueur escomptée de la demande aux États-Unis laisse présager que la demande extérieure continuera d'alimenter l'expansion de l'économie canadienne.

La Banque croit que le PIB réel s'est accru de 3 à 3 1/2 % (en taux annuel) au second trimestre de 1998⁶. Conformément à ce qu'elle envisageait dans la livraison de mai du *Rapport sur la politique monétaire*, elle prévoit que le PIB réel progressera au rythme de 3 1/2 % environ au second semestre de l'année. Toutefois, comme il a déjà été mentionné, l'incertitude qui plane sur l'économie mondiale s'est accentuée depuis mai.

6. Au moment de la rédaction, on estimait que la réduction de la production automobile au Canada imputable à la grève qui a paralysé en juin des usines de la compagnie General Motors aux États-Unis a retranché environ un quart de point de pourcentage (en taux annualisé) au taux de croissance du PIB réel au second trimestre.

Regional developments

Ontario and Alberta are expected to remain the leaders in economic performance this year. Growth close to the national average is anticipated in all other provinces except British Columbia, where gains will be modest partly because of the greater impact of the Asian crisis on a heavily resource-based economy.

Developments in Asia have been particularly troubling for *British Columbia*, with lower commodity prices for forest products and base metals, and with about one-third of its exports going to that part of the world. The B.C. economy is facing other challenges as well. Among these are declining population growth and ongoing adjustments by resource industries to longer-term structural problems. Meanwhile, the provincial government is in the process of implementing changes to the tax and regulatory system designed to improve the province's investment climate. Overall, the B.C. economy is expected to show very little growth this year, after recovering somewhat in 1997. Gains are likely to come primarily from the services sector, notably telecommunications and finance, and high-tech manufacturing. Growth in retail sales slackened in early 1998 and will likely remain modest this year, in view of slow economic growth, weak employment prospects, and a relatively high unemployment rate (9.7 per cent in May). Business investment is not expected to rise much this year after rebounding in 1997.

Despite falling prices for grains and crude oil, the picture across the Prairies is one of considerable strength. *Alberta's* real GDP, which jumped 7.5 per cent in 1997 (nearly twice the national average), is expected to moderate to a more sustainable pace this year with the sharp drop in oil prices. Even so, Alberta will probably continue to be one of the top performers among the provinces in 1998, thanks to ongoing substantial investment in pipeline expansion, natural gas exploration, and in the development of commercial

L'évolution économique régionale

L'Ontario et l'Alberta devraient encore cette année enregistrer les meilleurs résultats économiques au pays. On s'attend à ce que la croissance dans les autres provinces se situe près de la moyenne nationale, sauf en Colombie-Britannique, où l'expansion sera modeste en raison notamment des répercussions plus prononcées de la crise asiatique sur l'économie de cette province, fortement tributaire des ressources naturelles.

L'évolution de la situation en Asie est particulièrement préoccupante pour la *Colombie-Britannique*, qui a vu diminuer les prix des produits de la forêt et des métaux communs et dont le tiers environ des exportations est écoulé dans cette région du globe. La province est également aux prises avec d'autres difficultés, comme le recul de la croissance démographique et les problèmes structurels de plus long terme qu'affronte le secteur des ressources naturelles. Par ailleurs, le gouvernement provincial est en voie d'apporter des changements au régime fiscal et au cadre de réglementation en vue de créer un climat plus propice à l'investissement. Dans l'ensemble, la croissance économique devrait être très faible cette année en Colombie-Britannique, après avoir connu une légère embellie en 1997. On prévoit que la croissance se concentrera dans le secteur des services, tout particulièrement les télécommunications et la finance, de même que dans les industries de pointe du secteur manufacturier. La progression des ventes au détail s'est ralentie au début de 1998 et devrait demeurer modeste cette année, car l'économie croît lentement, les perspectives d'emploi sont réduites et le taux de chômage reste relativement élevé (9,7 % en mai). Après s'être redressés l'an dernier, les investissements des entreprises ne devraient guère augmenter en 1998.

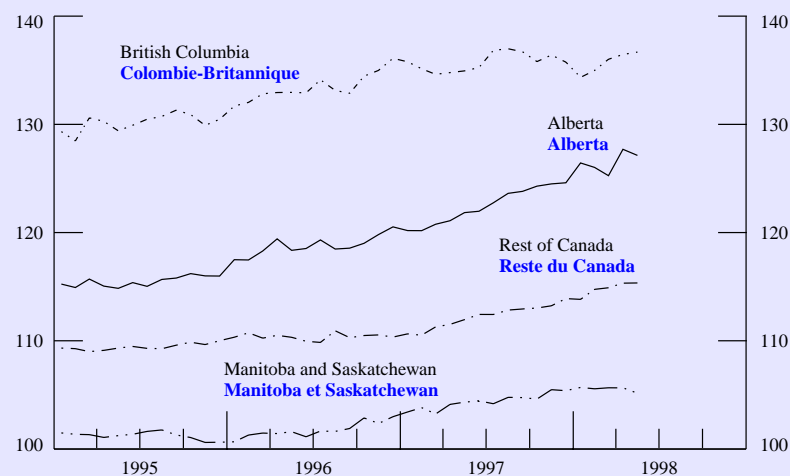
En dépit du fléchissement des prix des grains et du pétrole brut, la situation économique des provinces des Prairies se caractérise par une vigueur considérable. La croissance du PIB réel de l'*Alberta*, qui a atteint 7,5 % l'an dernier (presque deux fois la moyenne nationale), devrait se ralentir en 1998 pour se poursuivre à un rythme plus susceptible d'être maintenu, en raison de la diminution marquée des cours du pétrole. Malgré tout,

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



space. Continued strong employment gains, well in excess of the national average, are fuelling the expansion in household demand. Retail sales remain at high levels after surging in 1997, and the housing market continues to show healthy gains following last year's boom.

Saskatchewan posted the second-fastest growth rate in Canada last year (6 per cent). Economic activity is expected to moderate in 1998 but should remain solid, with mining, manufacturing, and construction propelling growth. Although activity in the oil patch is slowing because of weaker prices, the slack will be partly taken up by pipeline construction (for oil and natural gas) and by the construction of the McLean Lake uranium mine. Agriculture's contribution to economic growth will diminish in 1998 because of falling grain prices and lower direct farm-support payments but agri-processing will continue to boost manufacturing. An employment record second only to Alberta's since early 1997 remains at the base of strong household demand for consumer goods and housing.

Manitoba's economy also outperformed the national average last year and is expected to continue to expand at a rate close to the average in 1998. Although growth remains broadly based, the manufacturing sector—where there has been significant diversification—is particularly strong with ongoing expansion of productive capacity and continued focus on exports. The farm sector has been affected by the lower wheat prices, but diversification (e.g., expansion in the hog industry) has helped to mitigate these effects. Manitoba's employment performance has been among the best, and the unemployment rate in May was the lowest in the country at 5.3 per cent. With strong employment gains, the volume of retail sales continued to expand robustly in early 1998, and activity in the housing market is expected to remain healthy following last year's surge.

In central Canada, the pace of economic expansion accelerated in 1997, particularly in Ontario. In 1998, output growth in *Ontario* is expected to moderate slightly from the 4.5 per cent rate posted in 1997 but to remain above the national average. Strength has been broadly based. The manufacturing sector (notably high-tech industries and auto assembly and auto parts) has been the most vibrant, benefiting from buoyant U.S. demand. Wholesale trade, computer and business services, and transportation have also grown briskly. Employment has risen steadily since early 1997, with close to 300,000 jobs created, and the unemployment rate has fallen to 7.1 per cent despite a significant increase in the participation rate. Sustained by rising incomes, the volume of retail sales continued to

l'Alberta devrait cette année encore afficher l'une des meilleures tenues économiques au pays, grâce à d'importants investissements destinés à accroître les capacités de transport par pipeline, à soutenir les activités d'exploration et de mise en valeur du gaz naturel et à créer des locaux commerciaux. La progression rapide, bien supérieure à la moyenne nationale, que connaît toujours l'emploi alimente la croissance de la demande des ménages. Les ventes au détail, qui avaient fait un bond en 1997, se maintiennent à des niveaux élevés, et le marché du logement continue de faire preuve de vitalité après l'essor survenu l'an dernier.

L'économie de la *Saskatchewan* s'est classée au deuxième rang au pays en 1997 avec une croissance de 6 %. On s'attend à ce que l'activité économique connaisse un tassement cette année, mais qu'elle demeure néanmoins robuste, grâce au dynamisme des secteurs de l'extraction minière, de la fabrication et de la construction. L'activité devrait se ralentir dans le domaine pétrolier étant donné la faiblesse des prix, mais la construction de pipelines (pour le pétrole et le gaz naturel) et du chantier d'exploitation de la mine d'uranium de McLean Lake viendra en partie compenser ce ralentissement. La contribution du secteur agricole à la croissance diminuera en 1998 en raison de la baisse des prix des grains et des subventions versées directement aux agriculteurs. Cependant, l'industrie agroalimentaire continuera de soutenir la production de biens manufacturés. La vive poussée de l'emploi depuis le début de 1997 — seule l'Alberta a devancé la Saskatchewan à ce chapitre — demeure à la base de la forte demande des ménages en biens de consommation et en logements.

La croissance économique au *Manitoba* a également été supérieure à la moyenne nationale l'an dernier et devrait se poursuivre à un rythme avoisinant celle-ci en 1998. Bien que l'expansion soit généralisée, le secteur manufacturier, qui a connu une importante diversification, reste particulièrement vigoureux, à la faveur de l'accroissement continu des capacités de production et du maintien de l'accent sur les exportations. La baisse des prix du blé a eu des répercussions sur le secteur agricole, mais la diversification au sein de celui-ci (l'essor de l'industrie porcine par exemple) a contribué à les atténuer. Le marché manitobain de l'emploi est l'un des plus dynamiques au pays. Au mois de mai, cette province affichait le plus bas taux de chômage au Canada, soit 5,3 %. Grâce aux gains substantiels enregistrés au chapitre de l'emploi, le volume des ventes au détail a continué de croître fortement au début de 1998, et l'activité sur le marché du logement, qui avait été intense l'an dernier, devrait conserver son élan.

Dans le centre du pays, le rythme de l'activité économique s'est accéléré en 1997, particulièrement en *Ontario*. La croissance de la production dans cette province, qui s'est établie à 4,5 % l'an dernier, devrait ralentir légèrement en 1998, mais demeurer tout de même au-dessus de la moyenne nationale. L'expansion a touché toutes les branches d'activité. Le secteur manufacturier (notamment les industries de pointe et les usines de montage de véhicules et de fabrication de pièces automobiles) est celui qui a montré le plus de vigueur, grâce à

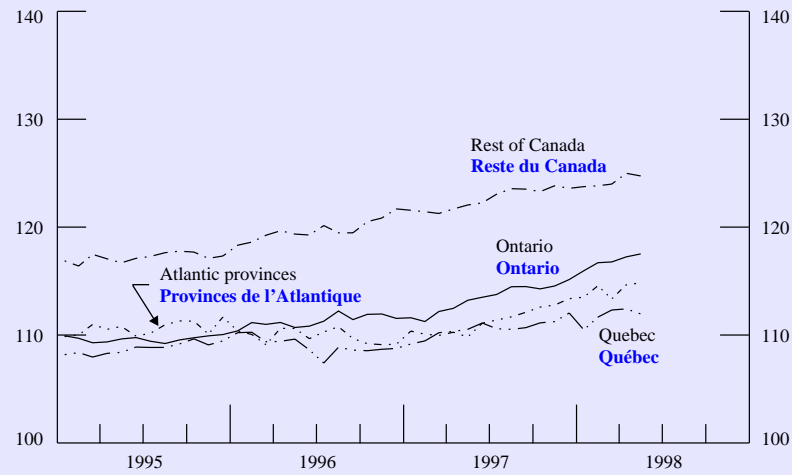
expand smartly through early 1998 and into the second quarter. Although demand for housing has been strong, construction activity has recently been affected by labour disputes. Non-residential construction is showing promise of healthy growth because of the rising demand for commercial, office, and industrial space.

The *Quebec* economy, which is still undergoing fiscal adjustment, is expected to maintain last year's expansion rate of about 2.5 per cent. Economic activity was affected in the first quarter by the ice storm but some of these losses are expected to be recouped subsequently. Moreover, the rebuilding of distribution lines by electric utilities should have a positive effect on growth over the course of the year. Manufacturers' shipments have resumed their upward trend after the ice storm, showing strong increases in transportation equipment, machinery, and primary metals. Retail sales, which had slowed in the second half of 1997, rebounded in early 1998 despite the effects of the ice storm. Activity in the housing sector appears well sustained so far but, to the extent that pent-up demand is gradually satisfied, growth this year may be slower than in 1997. There is also some concern that last January's increase in the provincial sales tax could dampen demand for housing. Conditions in the labour market are improving.

Economic growth in Atlantic Canada is expected to accelerate (to close to the national average) in 1998, even though activity in *Prince Edward Island* is still being held back by fiscal retrenchment and by the adjustment of the construction industry to the completion of the Confederation Bridge megaproject. In *Newfoundland*, output should be up significantly this year with the start of oil production from Hibernia and construction work on the Terra Nova platform later in 1998. *Nova Scotia* is expected to benefit from the launch of the Sable Island natural gas project and from several smaller private sector projects. The highway project between Fredericton and

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



l'essor de la demande aux États-Unis. Les secteurs du commerce de gros, des services informatiques, des services aux entreprises et du transport ont eux aussi vivement progressé. L'emploi n'a cessé de croître depuis le début de 1997. Près de 300 000 postes ont été créés, et le taux de chômage est tombé à 7,1 % en dépit d'une hausse sensible du taux d'activité. À la faveur de l'accroissement des revenus, le volume des ventes au détail a continué d'augmenter à un rythme rapide durant les trois premiers mois de 1998 ainsi qu'au début du deuxième trimestre. Bien que la demande de logements soit restée élevée, l'activité dans le secteur de la construction a été perturbée dernièrement par des conflits de

travail. La hausse de la demande de bureaux et de locaux commerciaux et industriels est de bon augure pour le secteur de la construction non résidentielle.

Le *Québec*, où l'assainissement des finances publiques se poursuit, devrait enregistrer le même taux de croissance que l'an dernier, soit environ 2,5 %. L'activité économique a été perturbée au premier trimestre par la tempête de verglas, mais une partie du recul observé devrait être effacée par la suite. De plus, la reconstruction des lignes de distribution par les services publics d'électricité devrait avoir des retombées positives sur l'économie québécoise dans le courant de l'année. Les expéditions de biens manufacturés ont repris leur tendance à la hausse après la tempête de verglas; celles de matériel de transport, de machines et de métaux de première fusion ont été particulièrement robustes. Les ventes au détail, qui avaient décéléré au deuxième semestre de 1997, se sont nettement redressées au cours des premiers mois de 1998 malgré les effets de la tempête de verglas. L'activité dans le secteur du logement semble s'être bien maintenue depuis le début de l'année, mais elle pourrait se ralentir à mesure que la demande refoulée sera absorbée. On craint également que le relèvement de la taxe de vente provinciale en janvier dernier ne vienne freiner la demande de logements. La situation de l'emploi s'améliore.

En 1998, la croissance économique dans les provinces de l'Atlantique devrait s'accélérer (pour s'approcher de la moyenne nationale), même si à l'Île-du-Prince-Édouard l'activité est toujours déprimée par les mesures d'austérité budgétaire et

Moncton will be the main source of economic stimulus for *New Brunswick*, but the province should also benefit from work on its segment of the Sable Island pipeline. Except in Prince Edward Island, employment growth across the region has been faster than the national average in the last 12 months. Employment gains and lower taxes—reflecting the general decline in consumption taxes with the introduction of the harmonized sales tax (HST) in April 1997, and income tax cuts in Nova Scotia and New Brunswick—have been supporting a generally positive trend in consumer spending. Housing starts have been subdued since the introduction of the HST but are expected to strengthen with improved economic conditions.

les répercussions dans l'industrie de la construction de la fin des grands travaux relatifs au pont de la Confédération. À *Terre-Neuve*, la production devrait s'accroître de façon appréciable cette année, avec la mise en service de la plateforme pétrolière Hibernia et la construction de la plateforme Terra-Nova, qui doit commencer dans les prochains mois. L'économie de la *Nouvelle-Écosse* bénéficiera du lancement du projet d'exploitation du gisement de gaz naturel à l'île de Sable ainsi que de projets de plus petite envergure dans le secteur privé. Au *Nouveau-Brunswick*, la construction de l'autoroute devant relier Fredericton et Moncton sera le principal moteur de l'activité. Toutefois, la province profitera également des retombées qu'aura la construction du segment du gazoduc qui traversera son territoire à partir de l'île de Sable. Au cours des douze derniers mois, l'emploi a progressé à un rythme supérieur à la moyenne nationale dans les provinces de l'Atlantique, à l'exception de l'Île-du-Prince-Édouard. Les gains réalisés au chapitre de l'emploi et les réductions d'impôt — lesquelles reflètent la diminution générale des taxes à la consommation consécutive à l'harmonisation des taxes de vente en avril 1997 de même que des baisses de l'impôt sur le revenu en Nouvelle-Écosse et au Nouveau-Brunswick — ont soutenu la tendance généralement favorable des dépenses de consommation. Les mises en chantier de logements ont été faibles depuis l'entrée en vigueur de la taxe de vente harmonisée, mais elles devraient s'accroître à mesure que la situation économique s'améliorera.

Prices and costs

Core inflation (measured by the 12-month rate of the CPI excluding food, energy, and the effect of changes in indirect taxes), which had slipped below the 1 to 3 per cent inflation-control target range late in 1997, has since moved back into the lower part of the range. This reflects the unwinding of the special factors that contributed to the decline in late 1997, particularly a limited-time cablevision promotion and an early seasonal reduction in hotel rates. In May, the 12-month rate of increase in core CPI inflation was 1.2 per cent.

Alternative measures of trend inflation, the CPIX and CPIW,⁷ have closely followed the path of core inflation, remaining slightly above

7. CPIX excludes the eight most volatile components from the CPI as well as the effect of indirect taxes on the remaining components. CPIW multiplies each CPI basket weight by an additional weight that is inversely proportional to the component's variability. For further details, see Technical Box 1 in the November 1997 *Monetary Policy Report*.

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 des impôts indirects), qui était tombée à la fin de 1997 au-dessous de la fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 %, est depuis remontée dans la moitié inférieure de celle-ci. Cette hausse découle de l'atténuation des facteurs spéciaux qui avaient entraîné la baisse de l'inflation à la fin de l'année dernière, en particulier une promotion offerte pour une période limitée dans le secteur de la câblodistribution et l'application hâtive de la réduction saisonnière des tarifs hôteliers. En mai, le taux d'augmentation sur douze mois de l'indice de référence se chiffrait à 1,2 %.

D'autres mesures de l'inflation tendancielle, soit IPCX et IPCP⁷, ont affiché une

7. La première mesure exclut les huit composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des impôts indirects sur les autres composantes. La seconde multiplie chacune des pondérations du panier de l'IPC par une pondération additionnelle qui est inversement proportionnelle à la variabilité de la composante. Pour plus de renseignements, voir la Note technique 1 de la livraison de novembre 1997 du *Rapport sur la politique monétaire*.

the latter within the target range. In May, both measures were at 1.3 per cent.

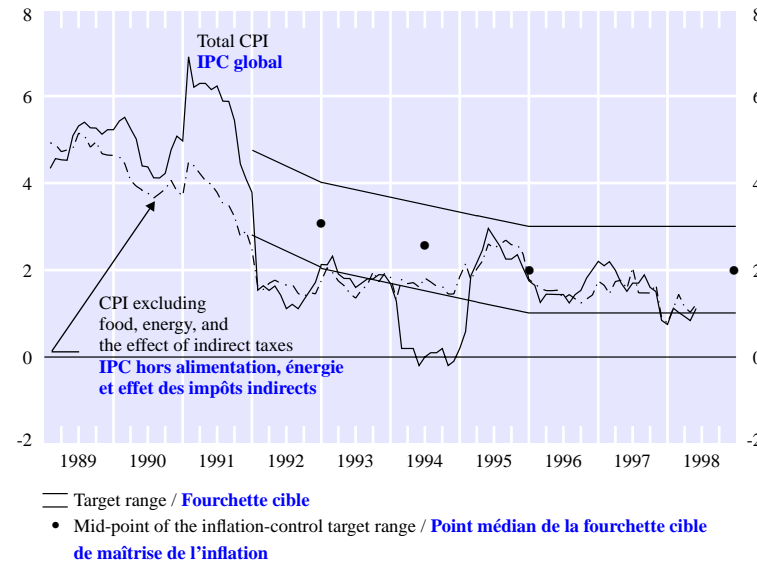
The total CPI inflation rate, which was under even more downward pressure than core inflation in recent months because of falling energy prices, returned to the lower end of the target range in May, with a year-over-year increase of 1.1 per cent. In April it was 0.8 per cent.

The core rate of inflation is expected to remain in the lower half of the target range through the remainder of the year.

Increased price discounting, prevalent since late 1997, indicates intensified competition in retail markets—especially for clothing and footwear, automobiles, and other durables—and is related to excess capacity, the low value of the Japanese yen, and the early effects of other currency depreciations in Asia. Some of these factors may persist for a time, with recent movements in Asian currencies likely contributing to some price cutting as retailers turn to cheaper sources of supply. Working in the opposite direction are the lagged effects on consumer prices from the recent depreciation of the Canadian dollar against the U.S. dollar, which may become more important later this year and into 1999. On balance, these factors will tend to raise core inflation

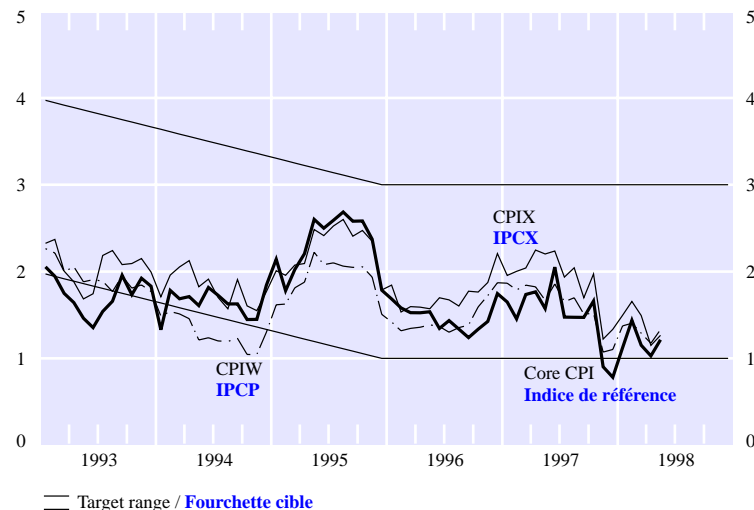
Consumer price index Indice des prix à la consommation

12-month percentage change
Taux de variation sur 12 mois



The core CPI and statistical measures of the trend inflation rate Indice de référence et autres mesures de l'inflation tendancielle

Year-over-year percentage change
Taux de variation sur 12 mois



évolution très similaire à celle de l'inflation mesurée par l'indice de référence, mais en demeurant légèrement au-dessus de cette dernière à l'intérieur de la fourchette cible. En mai, elles s'établissaient toutes deux à 1,3 %.

Le taux d'augmentation de l'IPC global, qui a subi au cours des derniers mois davantage de pressions à la baisse que celui de l'indice de référence en raison du recul des prix de l'énergie, est remonté près de la limite inférieure de la fourchette cible en mai, affichant une hausse de 1,1 % sur douze mois. En avril, il s'élevait à 0,8 %.

Le taux d'inflation mesuré par l'indice de référence devrait demeurer dans la moitié inférieure de la fourchette cible jusqu'à la fin de l'année.

Les rabais accrus pratiqués depuis la fin de 1997 témoignent de l'intensité de la concurrence dans le commerce de détail — en particulier dans les secteurs du vêtement et de la chaussure, de l'automobile et des autres biens durables — et s'expliquent par la présence de capacités excédentaires, la faiblesse du yen et les premiers effets de la dépréciation des autres monnaies asiatiques. Quelques-uns de ces facteurs risquent de persister un certain temps, les récentes fluctuations des monnaies asiatiques étant susceptibles d'entraîner une réduction des prix à mesure que les détaillants se tourneront vers des sources d'approvisionnement moins chères. L'incidence des facteurs en question pourrait être contrebalancée

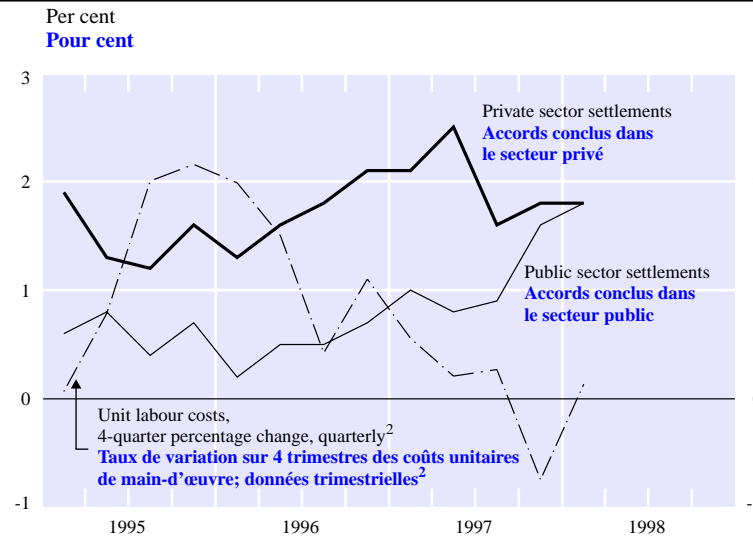
slightly through the remainder of the year. However, the remaining slack in product and labour markets and the lower prices of imports from Asia will be working to keep it below the 2 per cent mid-point of the target range.

This low-inflation scenario is supported by the absence of wage and cost pressures. Wage increases remain moderate. Annual wage settlements in the unionized private sector averaged 1.9 per cent in the first four months of 1998, compared with 2.1 per cent in all of 1997. With some relaxation of earlier restraint measures, wage settlements in the public sector appear to be catching up with those in the private sector. They also averaged 1.9 per cent in the first four months of the year, up from 1.2 per cent in 1997. Productivity gains, deriving mainly from the cyclical expansion of output, are helping to keep increases in unit labour costs very low.

Broad measures of inflation have also eased. Both the fixed-weight gross domestic product (GDP) deflator and the chain price index for GDP—which adjusts for shifts in the composition of spending—declined somewhat in the first quarter (by 0.1 and 0.2 per cent, respectively) from their year-earlier levels. As well as responding to the factors that affect CPI inflation, these broad measures, which include export prices, have been affected by the considerable decline in the prices of primary commodities.

Wage settlements¹ and unit labour costs

Accords salariaux¹ et coûts unitaires de main-d'œuvre

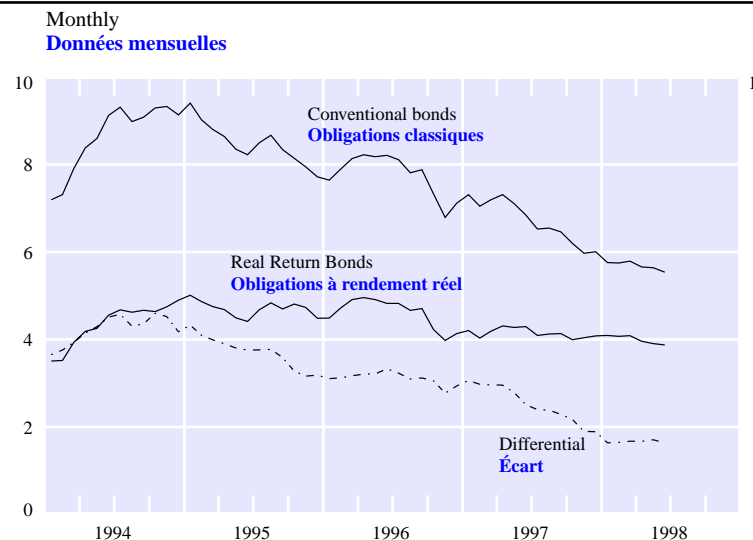


1. Effective annual increase in base wage rates for newly negotiated settlements
2. Ratio of total labour income to real GDP

1. Augmentation annuelle effective du taux de rémunération de base pour les accords nouvellement conclus
2. Ratio du revenu total du travail au PIB réel

30-year bond yields

Taux de rendement des obligations à 30 ans



par l'effet retardé sur les prix à la consommation du récent repli du dollar canadien vis-à-vis de la devise américaine, effet qui pourrait s'amplifier pendant le second semestre de 1998 et les premiers mois de 1999. Ce dernier facteur aura tendance à faire grimper légèrement l'inflation mesurée par l'indice de référence durant le reste de l'année. Cependant, la présence de capacités de production excédentaires et de ressources inutilisées sur le marché du travail ainsi que le recul des prix des produits importés d'Asie contribueront à maintenir cette mesure de l'inflation en deçà de 2 %, le point médian de la fourchette cible.

L'absence de pressions sur les salaires et les coûts corrobore ce pronostic. Les salaires ne progressent qu'à un rythme modéré. Les augmentations annuelles accordées aux employés syndiqués du secteur privé se sont chiffrées en moyenne à 1,9 % au cours des quatre premiers mois de 1998, comparativement à 2,1 % pour l'ensemble de 1997. Les mesures d'austérité budgétaire ayant été assouplies, les hausses négociées dans le secteur public semblent se rapprocher de celles consenties dans le secteur privé. En effet, elles se sont également élevées en moyenne à 1,9 % durant les quatre premiers mois de l'année, ce qui représente une augmentation par rapport à la moyenne de 1,2 % observée en 1997. Les gains de productivité, surtout attribuables à l'expansion cyclique de la production, aident à maintenir les hausses des coûts unitaires de main-d'œuvre à de très bas niveaux.

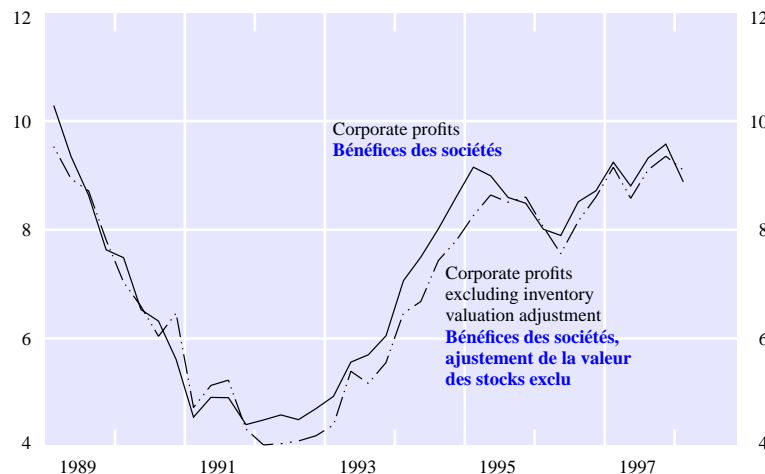
Les grandes mesures de l'inflation ont aussi fléchi. L'indice des prix à

Longer-term inflation expectations have continued to drift downwards, as indicated by recent surveys of business forecasters and by the record low yields on long-term government bonds. While longer-term inflation expectations are still somewhat above the current inflation rate, they remain close to the 2 per cent mid-point of the target range.

Corporate profits fell back sharply in the first quarter of 1998. Losses were concentrated in the oil and gas sectors because of lower crude oil prices, and in the property insurance sector reflecting unusually high insurance claims because of the ice storm. Also related to the latter were declines in profits of public enterprises, reflecting losses sustained by electric utilities in eastern Canada because of lower output and higher repair costs. The share of profits in nominal GDP fell to 8.9 per cent from 9.6 per cent in the fourth quarter of 1997.

Corporate profits Bénéfices des sociétés

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



pondération fixe du produit intérieur brut (PIB) et l'indice de prix en chaîne du PIB, qui tient compte des modifications de la composition de la dépense, ont légèrement baissé au premier trimestre (de 0,1 et 0,2 % respectivement) par rapport aux niveaux auxquels ils se situaient un an auparavant. Ces grandes mesures, qui comprennent les prix des biens exportés, ont été touchées non seulement par les facteurs qui influent sur l'IPC mais aussi par le recul considérable des cours des produits de base.

Le taux d'inflation attendu à long terme a continué de diminuer, comme en témoignent les enquêtes récentes des prévisionnistes du secteur privé et les rendements des obligations à long terme du gouvernement, qui sont tombés aux

plus bas niveaux jamais enregistrés. Même si le taux attendu dépasse un peu le taux d'inflation actuel, il demeure près du point médian de la fourchette cible, soit 2 %.

Les bénéfices des sociétés ont fortement chuté au premier trimestre de 1998. Le gros des pertes a été essuyé dans les secteurs du pétrole et du gaz naturel, à cause du repli des cours du pétrole brut, ainsi que dans le secteur de l'assurance des biens en raison du nombre exceptionnellement élevé de demandes d'indemnité adressées aux assureurs à la suite de la tempête de verglas. Celle-ci explique aussi la diminution des bénéfices des entreprises publiques, les sociétés productrices d'électricité de l'est du Canada ayant subi des pertes sous l'effet conjugué d'une baisse de la production et d'un accroissement des frais de réparation. La part que représentent les bénéfices dans le PIB nominal est passée de 9,6 % au quatrième trimestre de 1997 à 8,9 % au premier trimestre de 1998.

CANADIAN FINANCIAL MARKET DEVELOPMENTS AND MONETARY POLICY OPERATIONS

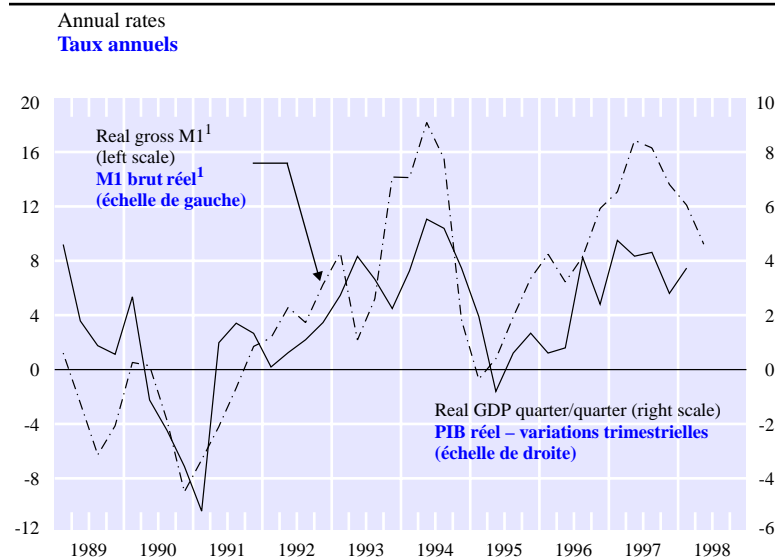
Monetary and credit developments

The recent growth of monetary and credit aggregates points to continued solid economic expansion in 1998 with low inflation.

the evolution of M1, complicating inferences about changes in output and about inflation. Two factors in particular seem to be distorting the current measure of M1. First, the distinction between demand deposits (included in M1) and chequable notice deposits (not included) has become less meaningful since the phasing out of reserve requirements in the early 1990s. Second, the growing use of debit cards, ATMs, and telephone or personal computer banking has enabled customers to use accounts that are classified as non-chequable (and are excluded from M1) to carry out certain transactions. Because of all this, movements in M1 must be interpreted with care. When these special factors are taken into consideration, it is probably fair to say that the recent growth of transactions money is broadly consistent with continued solid economic expansion and inflation inside the target range in

The 12-month rate of growth of M1 (the measure of money used for transactions) has been slower through the first part of 1998 than through the same period of 1997, although it remains at double-digit rates, hovering around 12 per cent. Special factors continue to affect

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



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 précédent le trimestre considéré

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

L'évolution de la masse monétaire et du crédit

La progression récente des agrégats de la monnaie et du crédit laisse présager la poursuite de l'expansion économique vigoureuse en 1998 et le maintien du bas taux d'inflation.

de cet agrégat, il est difficile de prédire à l'aide de celle-ci le comportement de la production et de l'inflation. Deux facteurs en particulier semblent fausser la mesure

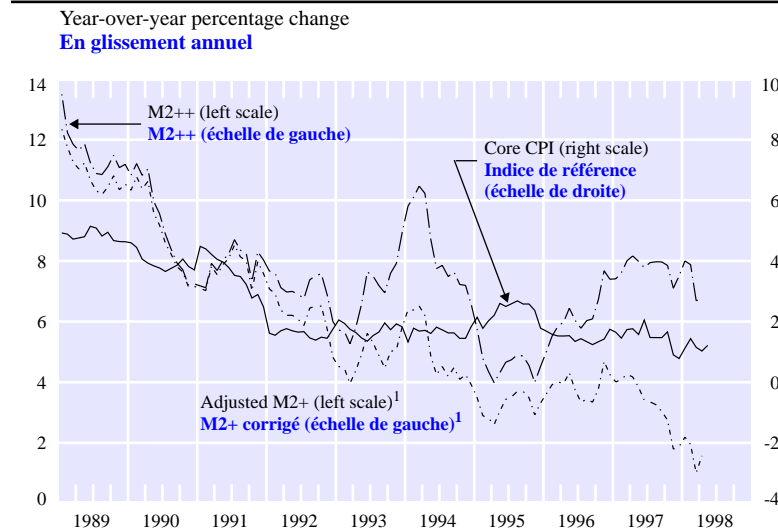
Le taux de croissance sur douze mois de M1 (la mesure de la monnaie utilisée pour régler les transactions) a été plus faible au cours des premiers mois de 1998 qu'à la même période l'an passé, mais il demeure dans les deux chiffres, oscillant aux alentours de 12 %. Comme des facteurs spéciaux continuent d'influencer l'évolution courante de M1. Premièrement, la distinction entre les dépôts à vue (qui sont inclus dans la composition de M1) et les dépôts à préavis transférables par chèque (qui eux ne le sont pas) s'est estompée depuis l'élimination progressive des réserves obligatoires durant la première moitié de la décennie. Deuxièmement, l'utilisation croissante des cartes de débit, des guichets automatiques et des services bancaires par téléphone ou ordinateur personnel permet aux consommateurs d'effectuer certaines transactions dans des comptes classés parmi les dépôts non transférables par chèque (qui n'entrent pas dans la composition de M1). C'est pourquoi les variations de M1 doivent être interprétées avec circonspection. Si l'on tient compte de ces facteurs spéciaux, il semble raisonnable d'affirmer que la croissance récente de la demande d'encaisses de

coming quarters. A slowing in M1 is to be expected as the economy approaches its sustainable pace of expansion. Indeed, M1 must continue to slow if inflation is to remain within the target range over the medium term.

The growth of broad money, M2+, which in the past was a good indicator of short-term nominal spending and core inflation, has continued to slow in recent months. One needs to keep in mind, however, that the previously accepted definitions of broad money have been materially affected by the unprecedented shift in recent years from deposits to higher-yielding mutual funds. An adjusted M2+ measure includes holdings of mutual funds sponsored by deposit-taking financial institutions, while a broader measure, M2++, incorporates all mutual fund holdings. These adjusted aggregates provide a range for the underlying growth of broad money which, over the past year, is estimated at between 1 and 7 per cent. The Bank is examining the behaviour of these and other broad money measures to provide a more reliable measure within this band. The growth of M2++, which we consider to be the best broad money aggregate at this point, has been stable in recent months and is generally in line with continued low inflation.

As discussed in the technical note “Changes to data series for credit aggregates and commercial paper,” on page 79 of this *Review*, credit aggregates have been recently affected by increased securitization activity at several banks, with the strongest impact being on consumer credit. When the data are adjusted for the effects of securitization, the recent growth of business and household credit continues to support a scenario of sustained economic activity in coming quarters.

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



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.**

transférées dans des fonds mutuels assortis d'un rendement plus élevé. Deux agrégats corrigés — M2+ corrigé, qui comprend les fonds mutuels offerts par les institutions de dépôt, et M2++, une mesure encore plus large qui englobe l'ensemble des fonds mutuels — permettent d'estimer une plage des valeurs que pourrait prendre le taux de croissance sous-jacent de la monnaie au sens large; ainsi calculé, ce taux se serait établi entre 1 et 7 % au cours de la dernière année. La Banque étudie le comportement de ces mesures, et celui d'autres encore, afin de définir une mesure plus fiable à l'intérieur de cette plage. La croissance de M2++, que nous considérons à l'heure actuelle comme la meilleure mesure de la monnaie au sens large, a été stable durant les derniers mois et est de façon générale compatible avec le maintien d'un bas taux d'inflation.

Comme en fait état la note technique traitant de la modification des données relatives aux agrégats du crédit et au papier commercial à la page 79 de la *Revue*, les agrégats du crédit se sont ressentis récemment de l'intensification des activités de titrisation au sein de plusieurs banques, l'agrégat le plus touché étant le crédit à la

transaction est généralement compatible avec une expansion économique soutenue et vigoureuse ainsi qu'avec le maintien dans les trimestres à venir du taux d'inflation à l'intérieur de la fourchette cible. Un ralentissement de M1 est à prévoir au fur et à mesure que l'économie se rapprochera du rythme d'expansion qu'elle peut soutenir à long terme. De fait, pour que l'inflation se maintienne dans la fourchette cible à moyen terme, la croissance de M1 doit continuer à ralentir.

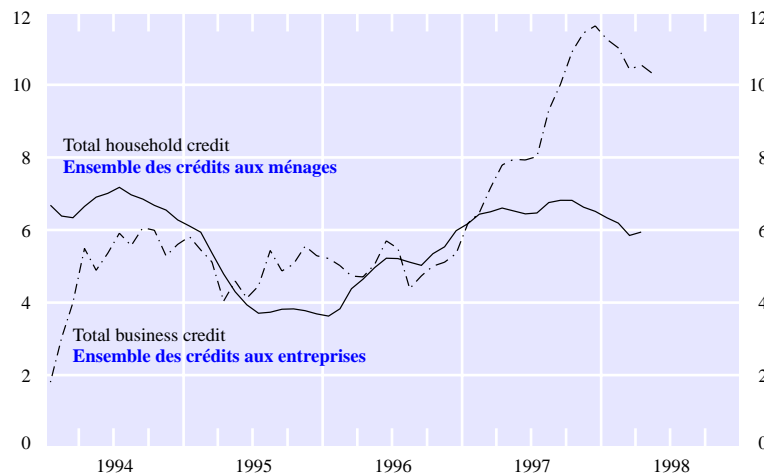
La croissance de la masse monétaire au sens large, M2+, qui dans le passé était un bon indicateur de la dépense nominale à court terme et de l'inflation tendancielle, a continué de ralentir au cours des derniers mois. Toutefois, il ne faut pas perdre de vue que les mesures de la monnaie au sens large acceptées antérieurement ont été beaucoup touchées au cours des dernières années par l'ampleur sans précédent des sommes que les titulaires de dépôts ont

The rapid acceleration of total business credit through the second half of 1997 seems to have levelled off. Nevertheless, borrowing remains at relatively high levels considering that the business sector has relatively little need for external financing, especially in light of a moderation of last year's very strong investment activity. Total household credit has also been expanding robustly, with rapid growth in consumer credit reflecting sustained demand for durables, and with a moderate expansion in residential mortgage credit that is generally in line with the level of activity in the housing market. With personal disposable income rising strongly in the first quarter, the ratio of outstanding personal debt to disposable income has declined for the first time since early 1995. The estimated ratio of interest rate payments to disposable income—the debt-service ratio—edged up but remains well below its recent peak in early 1990 and slightly below its average of the past 20 years.⁸

Credit aggregates

Agrégats du crédit

12-month percentage change
Taux de variation sur 12 mois



consommation. Une fois les données corrigées pour tenir compte de l'incidence de la titrisation, la récente augmentation des crédits accordés aux entreprises et aux ménages laisse toujours présager une activité économique soutenue au cours des trimestres à venir.

Après avoir connu une accélération rapide au deuxième semestre de 1997, la croissance de l'ensemble des crédits aux entreprises semble s'être stabilisée. Le niveau des emprunts demeure néanmoins relativement élevé si l'on songe que le secteur des entreprises a relativement peu besoin de financement externe, compte tenu surtout d'un ralentissement des investissements par rapport aux sommets atteints l'an dernier. L'ensemble des crédits aux ménages a aussi connu une progression vigoureuse grâce à une hausse rapide du crédit à la consommation, imputable à la demande soutenue de biens durables, et à une expansion modérée du crédit hypothécaire à l'habitation qui cadre avec le niveau d'activité observé sur le marché du logement. À la faveur de la forte augmentation du revenu disponible des particuliers au premier trimestre, le ratio d'endettement de ces derniers a baissé pour la première fois depuis le début de 1995. Le ratio estimatif des paiements d'intérêts au revenu disponible (ratio du service de la dette) s'est inscrit en hausse, mais il demeure nettement en deçà du sommet qu'il avait enregistré au début de 1990 et légèrement au-dessous de la moyenne des 20 dernières années⁸.

8. Beginning with this commentary, our analysis focuses on personal sector debt (including unincorporated businesses), rather than household debt, as previously. For an explanation, see the box on page 24.

8. À compter du présent commentaire, nos analyses mettront l'accent sur le niveau d'endettement du secteur des particuliers (entreprises individuelles comprises) plutôt que sur celui des ménages. Pour de plus amples explications, consulter la note figurant à la page 24.

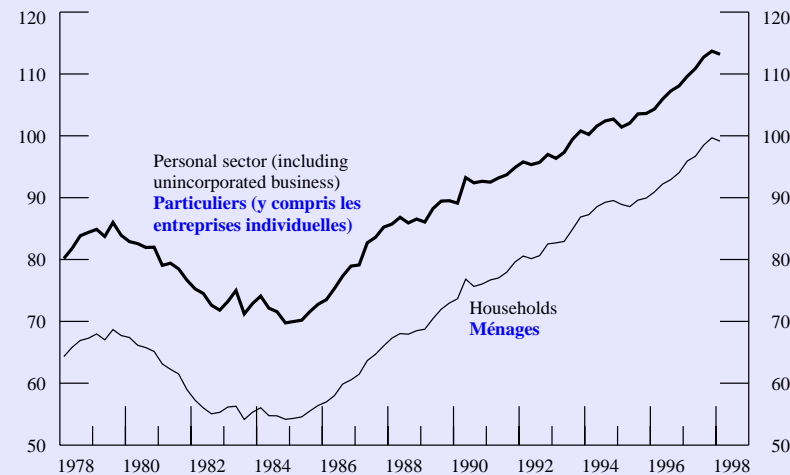
Debit and debt-service ratios

To gauge the financial situation of the household sector, the Bank has been using its own measure of household credit to calculate the debt ratio and the debt-service ratio. Henceforth, data used for these calculations will come from the National Balance Sheet Accounts, published by Statistics Canada. This will allow a more complete assessment of the financial health of the personal and unincorporated business sector (which includes households, unincorporated businesses, and non-profit institutions).¹ Use of these data results in an increase in the debt ratio of some 16 percentage points, on average, over the last 20 years. In the first quarter of 1998, the new ratio stood at 113.2 per cent compared with 99.1 per cent for the ratio calculated using the Bank's data. The trend in the two ratios, however, is similar, which means that the rate at which unincorporated businesses have been accumulating debt is about the same as that of households. The use of Statistics Canada data also raises the estimated debt-service ratio, but this results in little change to the profile over time.

1. Personal disposable income already includes earnings from unincorporated businesses.

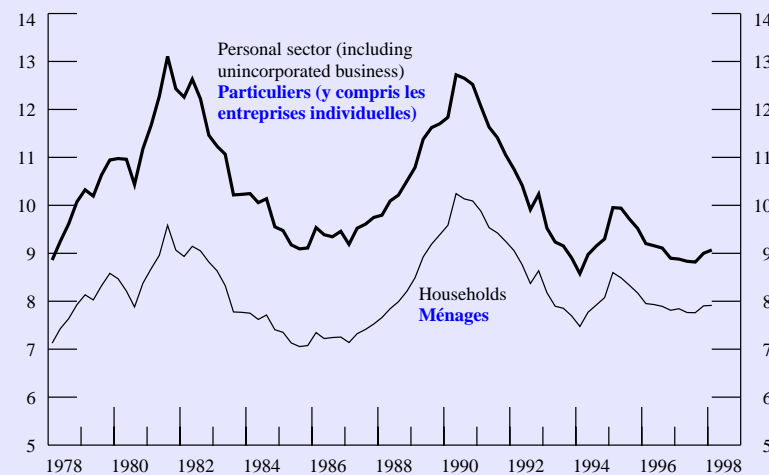
Debt ratios Ratios d'endettement

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



Debt-service ratios Ratios du service de la dette

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



1. Le revenu disponible des particuliers comprend déjà lui-même les revenus des entreprises individuelles.

Ratios d'endettement et du service de la dette

Depuis quelques années, la Banque exprime son agrégat des crédits aux ménages en proportion du revenu disponible pour calculer un ratio d'endettement et fait une estimation du ratio du service de la dette afin de jauger la situation financière du secteur des ménages. Dorénavant, elle utilisera à ces fins les données du Bilan national, publiées par Statistique Canada, qui nous permettent d'obtenir une évaluation plus complète de la santé financière du secteur des particuliers et des entreprises individuelles (qui comprend les ménages, les entreprises individuelles et les institutions à but non lucratif)¹. L'utilisation de ces données entraîne un relèvement du ratio de la dette de l'ordre de 16,0 points de pourcentage en moyenne pour les vingt dernières années. Ainsi, celui-ci se situait à 113,2 % au premier trimestre de 1998, comparativement à 99,1 % pour l'agrégat de la Banque. La tendance du ratio n'a toutefois pas changé, ce qui signifie que le rythme de progression de l'endettement des entreprises individuelles est semblable à celui des ménages. L'emploi des données de Statistique Canada fait augmenter également l'estimation du ratio du service de la dette, mais en modifie peu le profil d'évolution.

Monetary conditions and policy operations

Renewed volatility in international financial markets (stemming from a weaker outlook for growth in Asia and for commodity prices) and the attendant flight to U.S. assets have recently dominated Canadian financial markets. Against this background, the Canadian dollar has experienced further downward pressure, and monetary conditions have continued to fluctuate over a relatively wide range, easing somewhat on balance since the May *Monetary Policy Report*. In that *Report*, the Bank suggested that monetary conditions in Canada were likely to fluctuate more widely than usual, given the extent of uncertainty in the international economy.

With continued worldwide uncertainty and financial market volatility, monetary conditions in Canada have fluctuated widely, primarily reflecting exchange rate movements.

With U.S. economic growth continuing to outstrip expectations and with the renewed flight of funds to U.S. markets, the U.S. dollar recently strengthened further against all major currencies. In these circumstances, the exchange rate for the Canadian dollar in terms of the U.S. dollar reached a record low of 67.85 cents (U.S.) on 15 June, before recovering somewhat to a level just above 68 cents (U.S.) at the end of June. Overall, the Canadian dollar has depreciated by about 1.5 per cent

Les conditions monétaires et les mesures de politique monétaire

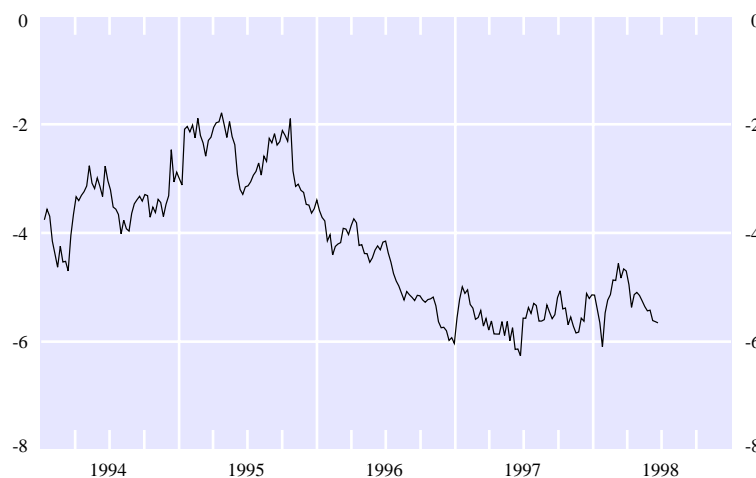
Les marchés financiers canadiens ont été dominés ces derniers temps par la résurgence de la volatilité sur les marchés financiers internationaux, provoquée par la détérioration des perspectives de croissance en Asie et d'évolution des prix des produits de base, ainsi que par la ruée sur les actifs libellés en dollars américains qui en a résulté. Dans ce contexte, le dollar canadien a subi de nouvelles pressions à la baisse, et les conditions monétaires ont continué de fluctuer passablement; celles-ci sont maintenant un peu plus souples qu'au moment de la parution, en mai dernier, du *Rapport sur la politique monétaire*. Dans le *Rapport*, la Banque mentionnait que les conditions monétaires au Canada étaient susceptibles de fluctuer plus qu'à l'habitude étant donné l'ampleur de l'incertitude entourant l'évolution de l'économie mondiale.

Avec la persistance de l'incertitude et de la volatilité sur les marchés financiers internationaux, les conditions monétaires au Canada ont connu des fluctuations importantes, attribuables surtout aux mouvements du taux de change.

Soutenu par la croissance de l'économie américaine, qui continue de dépasser toutes les attentes, et par une nouvelle ruée des capitaux vers les marchés américains, le dollar É.-U. s'est à nouveau raffermi récemment par rapport aux autres grandes monnaies. Le taux de change du dollar canadien exprimé en dollars É.-U. est tombé à un nouveau creux de 67,85 cents É.-U. le 15 juin 1998 avant de remonter à un peu plus de 68 cents à la fin du mois. Depuis la mi-mai, le dollar canadien a perdu 1,5 % vis-à-vis du dollar américain. Sur

Monetary conditions index
Indice des conditions monétaires

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

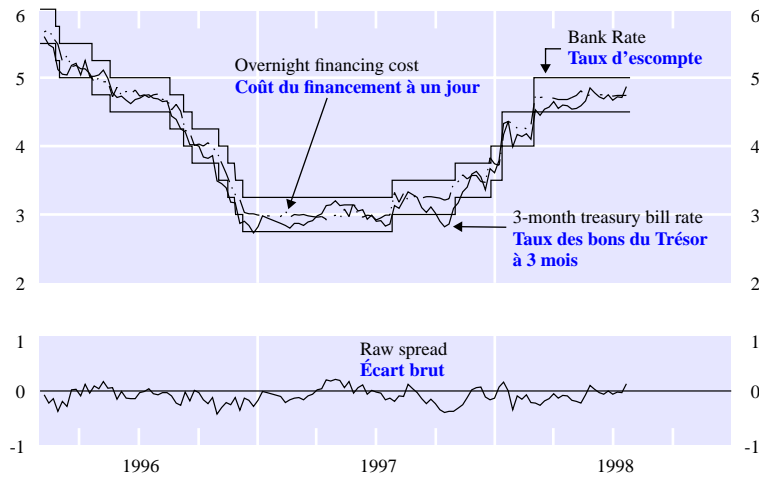


This index is calculated as the change in the 90-day commercial paper rate since January 1987 plus one-third of the percentage change in the effective exchange rate of the Canadian dollar against the other G-10 currencies since January 1987.

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.

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

Wednesdays
Données des mercredis

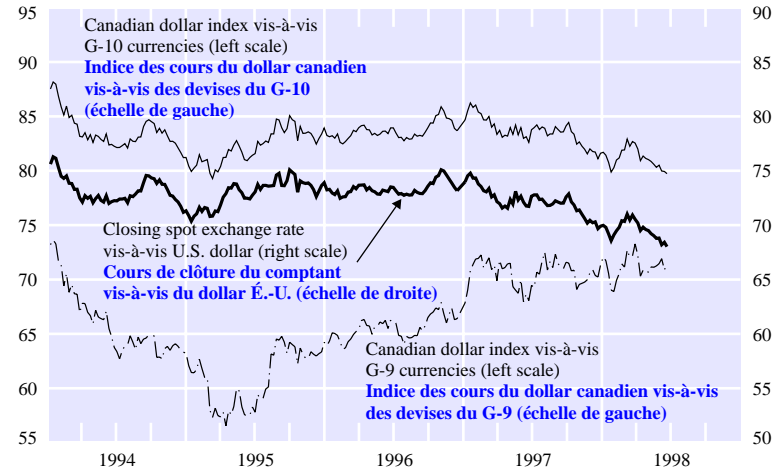


— The band indicates the Bank's operational target range for the overnight rate.
 — La bande représente la fourchette visée par la Banque pour le taux du financement à un jour.

Canadian dollar exchange rate
Taux de change du dollar canadien

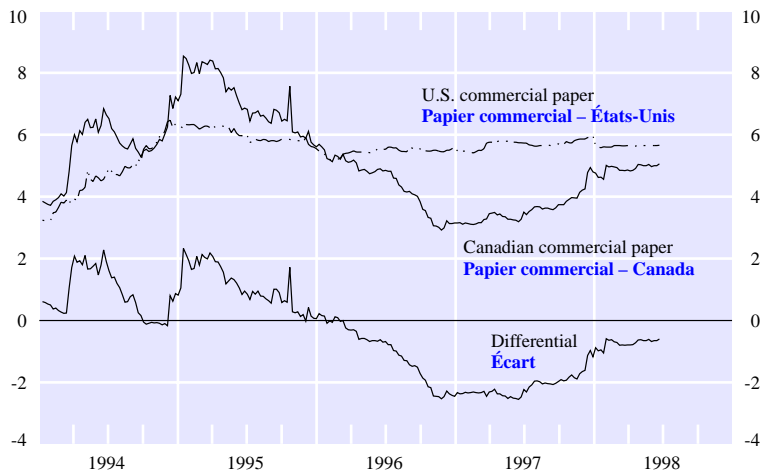
1981 = 100, Wednesdays
1981 = 100, données des mercredis

In U.S. cents
En cents É.-U.



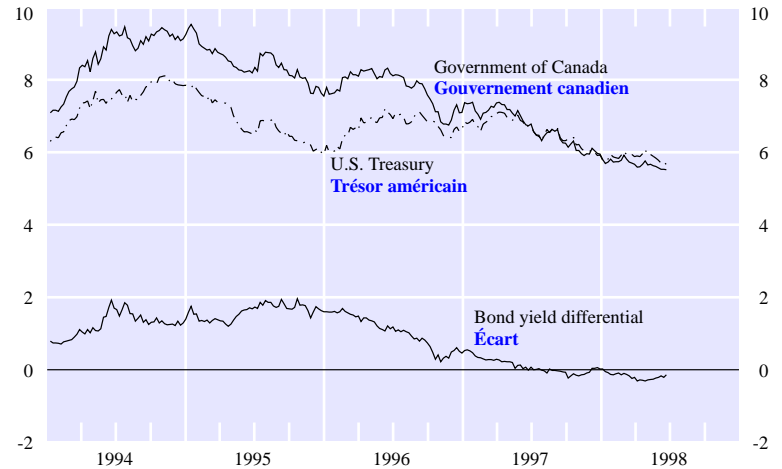
90-day interest rates—Canada and the United States
Taux d'intérêt à 90 jours — Canada et États-Unis

Wednesdays
Données des mercredis



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

Wednesdays
Données des mercredis



against the U.S. dollar since mid-May. On a trade-weighted basis against the major G-10 currencies, the Canadian dollar has depreciated by about half as much. This is because the value of the Canadian dollar vis-à-vis other major (G-9) currencies has appreciated slightly over this period.

Short-term interest rates have been stable while longer-term rates have touched new lows.

The Bank Rate has remained unchanged at 5.5 per cent. Short-term money market rates and three-month interest rate differentials with the United States have not changed much since the May *Monetary Policy Report*, and Canadian short-term rates remain about 60 basis points below their U.S. counterparts. Bond markets in Canada have continued to benefit from an easing of inflation expectations worldwide and from lower domestic risk premiums. Since mid-May, Canadian bond yields have changed little on medium-term maturities and have touched new lows at the longer end. Despite the strong “safe-haven” attraction of U.S. dollar investments, yields on Canadian government bonds remain below comparable U.S. yields, but the spreads have narrowed somewhat since mid-May. The decline in medium- and long-term borrowing costs over the past couple of years is particularly encouraging in that it stimulates economic activity while helping to reduce the cost of servicing government debt.

There has been no change in chartered banks’ administered rates since the last *Monetary Policy Report*.

la base de son cours pondéré en fonction des échanges commerciaux avec les pays du Groupe des Dix, le dollar canadien s’est déprécié d’environ la moitié moins. Cela s’explique par la légère appréciation de notre monnaie par rapport aux grandes devises autres que le dollar É.-U. durant cette période.

Les taux d’intérêt à court terme sont restés stables, et les taux à long terme ont touché de nouveaux creux.

Le taux officiel d’escompte est demeuré à 5,5 %. Les taux à court terme du marché monétaire et l’écart entre les taux d’intérêt à trois mois au Canada et aux États-Unis n’ont pas tellement changé depuis la parution du *Rapport sur la politique monétaire* en mai dernier; les taux à court terme canadiens sont toujours inférieurs d’environ 60 points de base à leurs pendants américains. Les marchés obligataires canadiens ont continué de bénéficier du recul des taux d’inflation attendus partout dans le monde et de la réduction des primes de risque au pays. Depuis la mi-mai, les rendements des obligations canadiennes à moyen terme ont peu varié alors que ceux des obligations à long terme ont touché de nouveaux creux. Malgré le fort attrait que les actifs libellés en dollars É.-U. offrent comme valeur refuge, les rendements des obligations du gouvernement canadien restent inférieurs à ceux des titres comparables du Trésor américain. Les écarts se sont toutefois quelque peu amenuisés depuis la mi-mai. La réduction du coût du financement à moyen et à long terme survenue ces dernières années est particulièrement encourageante car elle stimule l’activité économique tout en aidant à alléger le service de la dette publique.

Les taux administrés des banques à charte n’ont pas changé depuis la dernière livraison du *Rapport sur la politique monétaire*.

