
Recent economic and financial developments

L'évolution économique et financière récente

This commentary discusses economic and financial developments in Canada since the November 1998 *Monetary Policy Report*.

At that time, we noted that global uncertainties, which had been compounded by Japan's deteriorating economic situation, intensified following Russia's unilateral declaration of a debt moratorium in August. Many emerging-market economies, including some Latin American countries, suffered large capital outflows and widening interest rate spreads as investors sought safe havens and greater risk protection. Spreads on corporate debt relative to U.S. government debt also increased, and market liquidity tightened. Because of these adverse international developments, economic projections for Canada were lowered. However, based on a view of sustained U.S. demand and accommodative monetary conditions in Canada, the Bank expected that the Canadian economy would continue to expand over the next year.

While the global economic environment remains uncertain, conditions in financial markets have improved since November. Recent interest rate cuts by the U.S. Federal Reserve and other major central banks have reduced the likelihood of some of the more pessimistic scenarios envisaged earlier. The global rise in interest rate spreads on corporate prime debt has partially reversed, and the availability of credit has improved significantly.

Although most estimates of world economic growth for 1998 and 1999 have been revised downwards, the major industrialized economies (other than Japan) are expected to continue to expand reasonably well. These countries account for over half of world output. In Europe, the latest reductions in interest rates should help support domestic spending. In addition, the U.S. economy continues to grow vigorously with inflation remaining subdued. That economy, even if it slows in 1999 as expected, would likely continue to operate at high levels. Here in Canada, domestic demand indicators remain relatively firm, although the growth of monetary and business credit aggregates has recently moderated, perhaps reflecting the effects of the autumn financial turbulence. Sustained U.S. demand continues to

Le présent article traite de l'évolution économique et financière observée au Canada depuis la parution du *Rapport sur la politique monétaire* de novembre 1998.

Dans le *Rapport*, nous relevions que l'incertitude à l'échelle mondiale, aggravée par la détérioration de la situation économique au Japon, s'était intensifiée après la décision unilatérale prise en août par la Russie d'imposer un moratoire sur le remboursement de sa dette. De nombreux pays à marché émergent, dont quelques-uns d'Amérique latine, ont été aux prises avec d'importantes sorties de capitaux et un élargissement des écarts de taux d'intérêt, les investisseurs recherchant des valeurs refuges et une meilleure protection contre les risques. Les écarts de rendement entre les titres des sociétés et ceux du Trésor américain se sont également creusés, et les marchés sont devenus moins liquides. En présence de ces facteurs internationaux défavorables, les projections concernant l'économie canadienne ont été révisées à la baisse. Tablant sur la vigueur soutenue de la demande aux États-Unis et sur la présence de conditions monétaires expansionnistes au Canada, la Banque prévoyait cependant que notre économie continuerait de croître au cours de la prochaine année.

Bien que l'incertitude continue de caractériser la conjoncture mondiale, la situation s'est améliorée sur les marchés financiers depuis novembre. Les réductions récentes des taux d'intérêt décidées par la Réserve fédérale américaine et d'autres grandes banques centrales ont rendu moins probables certains des scénarios les plus pessimistes qui avaient été envisagés. L'élargissement, à l'échelle internationale, des écarts de taux d'intérêt entre les titres des sociétés de premier ordre et ceux du Trésor américain a été annulé en partie, et l'accès au crédit s'est nettement amélioré.

Si la plupart des estimations de la croissance économique mondiale pour 1998 et 1999 ont été révisées à la baisse, on prévoit néanmoins que l'expansion se poursuivra à un assez bon rythme dans les économies des grands pays industrialisés, à l'exception du Japon. Ces économies sont à l'origine de plus de la moitié de la production mondiale. En Europe, les récentes réductions des taux d'intérêt devraient alimenter la dépense intérieure. Aux États-Unis, la croissance est toujours robuste et l'inflation reste faible. Même si l'économie américaine devait décélérer en 1999 comme on s'y attend, elle continuera vraisemblablement de tourner à un régime élevé. Chez nous, au Canada, les indicateurs de la progression de la demande intérieure demeurent relativement vigoureux, bien que le rythme de croissance des agrégats de la monnaie et celui des crédits aux entreprises aient fléchi récemment, en raison peut-être des retombées de l'agitation financière de l'automne. La fermeté de la demande

provide an important offset to weak commodity prices and lower demand for Canadian products from Asia and Japan.

Much of the persisting global uncertainty revolves around Japan, which remains in recession. On the assumption that recent legislation to rehabilitate the country's banking sector and further fiscal measures to stimulate its economy are implemented in a systematic, effective manner, a gradual recovery should begin in 1999. Developments in Japan remain important to the overall health of the world economy and are crucial to the turnaround now beginning in some of the Asian countries most affected by the crisis. In Latin America, attention has recently focused on Brazil, where the devaluation of the *real* in mid-January rekindled concerns about pressures in that region and in emerging markets more broadly. Brazil's subsequent decision to let its currency float appears to have helped ease some of these pressures, while the authorities concentrate their efforts on passing the fiscal measures incorporated in their IMF-sponsored adjustment program.

With ongoing international uncertainties, monetary conditions¹ in Canada have continued to fluctuate, primarily reflecting exchange rate movements. On balance, they have tightened slightly since mid-November but remain accommodative.

New economic information and developments since the last *Monetary Policy Report* have not altered the Bank's outlook for continued economic expansion in Canada over the next year. Once again, however, it must be stressed that economic projections are more tentative than usual because of the considerable degree of global uncertainty that still remains. It should also be noted that the extent to which growth will be rapid enough to take up slack over the next year will depend on the stability of financial markets—both in Canada and abroad. As noted in the November *Report*, preserving confidence in Canadian financial markets is an important consideration for the Bank in the near term because financial stability is critical to household and business confidence. Over the medium term, the fundamental focus of monetary policy remains on keeping the trend of inflation within the target range of 1 to 3 per cent. Inflation is expected to stay in the lower half of that range over the next year.

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

américaine constitue toujours un important contrepoids à la faiblesse des cours des produits de base et au recul de la demande de produits canadiens en Asie et au Japon.

La situation de l'économie japonaise, qui demeure en récession, est la principale cause de l'incertitude qui persiste dans le monde. Si la législation adoptée récemment par le gouvernement du Japon pour remettre sur les rails le secteur bancaire de ce pays et d'autres mesures budgétaires visant à stimuler l'économie sont mises en œuvre de façon systématique et efficace, une reprise graduelle devrait débuter en 1999. Le redressement de l'économie japonaise demeure important pour la santé globale de l'économie mondiale et crucial pour la relance de l'activité qui est en train de s'amorcer dans certains des pays asiatiques les plus touchés par la crise. En Amérique latine, l'attention s'est portée récemment sur le Brésil, où la dévaluation du *real* à la mi-janvier a ravivé les craintes au sujet des pressions qui s'exercent sur cette partie du continent américain et sur les marchés émergents de façon générale. La décision prise ultérieurement par le Brésil de laisser flotter sa monnaie semble avoir contribué à atténuer certaines de ces pressions; par ailleurs, les autorités concentrent leurs efforts sur la mise en œuvre des mesures budgétaires prévues dans le programme d'ajustement parrainé par le FMI.

L'incertitude se maintenant à l'échelle internationale, les conditions monétaires¹ au Canada ont continué de fluctuer, principalement à cause des variations du taux de change. Dans l'ensemble, elles se sont légèrement resserrées depuis la mi-novembre mais elles demeurent expansionnistes.

Les nouvelles données économiques et l'évolution de la situation depuis la dernière livraison du *Rapport sur la politique monétaire* n'ont pas modifié le point de vue de la Banque sur les perspectives de l'économie canadienne : nous prévoyons toujours que l'expansion se poursuivra au Canada au cours des douze prochains mois. Il convient cependant de souligner encore une fois le caractère plus hypothétique qu'en temps normal des projections économiques actuelles en raison de l'incertitude considérable qui continue de régner sur la scène internationale. Il faut noter également que la réalisation d'un rythme de croissance suffisamment rapide pour absorber la marge de capacités inutilisées durant la prochaine année dépendra de la stabilité des marchés financiers, au Canada et à l'étranger. Comme nous l'indiquions dans notre rapport de novembre, la Banque doit s'attacher à court terme à préserver la confiance des investisseurs dans les marchés financiers canadiens, car la stabilité financière est déterminante dans la confiance des ménages et des entreprises. À moyen terme, la politique monétaire conserve pour objectif fondamental le maintien de la tendance de l'inflation à l'intérieur de la fourchette cible de 1 à 3 %. On prévoit que le taux d'inflation demeurera dans la moitié inférieure de cette fourchette au cours de la prochaine année.

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

INTERNATIONAL DEVELOPMENTS

Overseas economies

Economic growth in Europe has slowed somewhat, but recent interest rate cuts should help support domestic spending.

The pace of recovery in the major continental European economies slowed somewhat in recent months, as consumer and business confidence was dented by the worldwide financial volatility and by reduced expectations for exports. However, the recent easing of global financial strains, reductions in interest rates across Euroland and elsewhere, and the smooth introduction of the new euro currency should help improve confidence.² Economic growth in continental Europe is therefore expected to remain relatively well sustained in 1999, allowing some further progress in reducing persistently high unemployment rates.

In the United Kingdom, where capacity constraints were a concern until recently, the economic expansion has slowed considerably in response to the past tightening in monetary conditions and the weaker external environment. While the unemployment rate remains at its lowest level in 18 years (4.6 per cent in December), the possibility of a sharper slowdown than is required to contain inflation pressures has recently prompted a significant reduction in official interest rates. This should help to support domestic spending and promote continued moderate growth in the period ahead.

In Japan, the economic recovery will be slow.

The Japanese economy has slipped further into recession, recording its fourth successive quarterly decline in the third quarter of 1998. Measures to revive domestic demand have so far been ineffective, partly because of slow implementation. Consumer and business confidence remains depressed against a backdrop of growing employment uncertainty and lingering problems in the financial sector. The unemployment rate is at a record high of 4.4 per cent. In response to calls for further stimulus, the authorities recently announced another emergency fiscal package, this one totalling about 5 per cent of GDP. On the assumption that the latest package is duly implemented, and that further significant progress is made in the recapitalization of Japan's core banking system (see Box on page 6), confidence should improve, setting the stage for a modest recovery in 1999.

2. As of 1 January 1999, 11 of the 15 member countries of the European Union have joined in a currency union—the European Economic and Monetary Union (EMU). The 11 countries, collectively referred to as Euroland, are: Austria, Belgium, France, Finland, Germany, Ireland, Italy, Luxembourg, the Netherlands, Portugal, and Spain. For more on the EMU, see “The euro: Its economic implications and its lessons for Canada,” page 117 of this *Review*, and “European economic and monetary union: Background and implications,” in the Autumn 1997 issue of the *Review*.

L'ÉVOLUTION INTERNATIONALE

Les pays d'outre-mer

La croissance économique s'est légèrement ralentie en Europe, mais les récentes réductions des taux d'intérêt devraient alimenter la dépense intérieure.

La reprise s'est quelque peu ralentie ces derniers mois dans les principaux pays d'Europe continentale, la confiance des consommateurs et des entreprises ayant été entamée par la nervosité des marchés financiers à l'échelle mondiale et par la révision à la baisse des volumes attendus d'exportations. Cependant, l'atténuation récente des tensions financières à l'échelle internationale, les baisses des taux d'intérêt dans les pays de la zone euro et ailleurs et l'introduction en douceur de l'euro devraient contribuer à raffermir la confiance². On prévoit donc que la croissance demeurera relativement soutenue en Europe continentale en 1999, ce qui devrait faire fléchir encore un peu les taux de chômage, qui demeurent obstinément élevés.

Au Royaume-Uni, où les tensions s'exerçant sur l'appareil de production étaient jusqu'à dernièrement une source de préoccupation, l'expansion économique a beaucoup ralenti sous l'effet du resserrement passé des conditions monétaires et de la détérioration de la conjoncture extérieure. Bien que le taux de chômage se maintienne à son plus bas niveau en 18 ans (4,6 % en décembre), la perspective d'un repli de l'activité plus prononcé qu'il n'est nécessaire pour contenir les pressions inflationnistes a donné lieu récemment à une importante réduction des taux d'intérêt officiels. Celle-ci devrait contribuer à soutenir la dépense intérieure et favoriser la poursuite d'une expansion modérée au cours des prochains mois.

Au Japon, la reprise de l'activité économique sera lente.

L'économie japonaise, qui a connu au troisième trimestre de 1998 un quatrième recul d'affilée, s'enfonce un peu plus dans une récession. Les mesures visant à raviver la demande intérieure ont été inefficaces jusqu'à maintenant, en partie à cause de la lenteur avec laquelle elles ont été mises en œuvre. La confiance des ménages et des entreprises demeure faible face à l'incertitude croissante au chapitre de l'emploi et à la persistance des difficultés du secteur financier. Le taux de chômage se situe au sommet record de 4,4 %. En réponse aux pressions en faveur de stimulants additionnels, les autorités ont annoncé récemment un nouveau train de mesures budgétaires exceptionnelles, représentant celui-là quelque 5 % du PIB. Si ces nouvelles mesures sont mises en place comme prévu et que d'autres progrès substantiels sont réalisés dans le renflouement du capital des principales banques japonaises (voir l'encadré à la page 6), la confiance devrait s'améliorer, ce qui pourrait engendrer une modeste reprise en 1999.

2. Depuis le 1^{er} janvier 1999, onze des quinze pays membres de l'Union européenne forment une union monétaire, l'Union économique et monétaire européenne (UEM). Les onze pays de la zone euro sont l'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, l'Espagne, la Finlande, la France, l'Irlande, l'Italie, le Luxembourg, les Pays-Bas et le Portugal. Pour de plus amples renseignements sur l'UEM, voir le texte de l'allocation intitulée « L'avènement de l'euro : son incidence économique et les leçons à tirer de cette expérience » à la page 117 de la présente livraison de la *Revue de la Banque du Canada* ainsi que l'article intitulé « L'union économique et monétaire européenne : Généralités et implications » de la livraison de l'automne 1997 de la *Revue*.

Recent policy initiatives in Japan

Restoration of an effective process for financial intermediation is one of the challenges currently facing the Japanese authorities. A positive move in this regard was the adoption last October of a framework to deal with bank failures and to recapitalize the banking sector with injections of public funds. Under the new approach, the Long-Term Credit Bank and the Nippon Credit Bank were recently nationalized. Moreover, public funds (equivalent to about 9 per cent of GDP) were made available to the banking sector to write off a significant portion of their bad loans (which some market estimates put as high as 30 per cent of GDP). Most of Japan's largest banks have applied for funds, although the total amount requested so far is relatively modest.

Last September, the Bank of Japan lowered its target rate for call loans from 0.45 per cent (slightly below its discount rate) to 0.25 per cent. More importantly, however, it undertook to provide ample liquidity to maintain the stability of financial markets and to prevent the economy from falling into a deflationary spiral. In mid-November, the Bank of Japan announced additional measures to expand the liquidity available to Japanese financial institutions and to help ease the financing difficulties faced by non-financial firms. The Bank of Japan, which over the past year had become an important buyer of Japanese short-term commercial paper with maturities of up to three months, extended the range of eligible commercial paper to include maturities of up to one year. It also announced its intention to purchase bills issued by financial institutions that would be backed by corporate debt obligations. To encourage financial institutions to make loans to businesses, the Bank of Japan also pledged to refinance, at the official discount rate (0.5 per cent), half of the increase in bank loans during the fourth quarter of 1998.

On the fiscal side, the stimulative measures adopted by the Japanese government last April and November will support economic activity—but by less than their face value might indicate.¹ In this regard, OECD estimates suggest that the loosening of the fiscal stance in Japan during 1998 only offset the tightening that took place in 1997. The impact of the permanent tax cuts and spending measures announced last fall will be felt mainly in 1999. In addition, early in 1999, the Japanese government is expected to submit to the parliament a budget for the fiscal year starting this April. This budget would include further tax cuts and spending on public works.

1. For instance, a significant part of these fiscal measures will likely have a relatively modest direct impact on activity (e.g., extending government loan programs). Moreover, infrastructure spending will likely fall short of expectations because local authorities—which are responsible for a portion of the additional public spending—will probably not contribute as much as expected, given their own serious financial difficulties.

Les mesures prises récemment par les pouvoirs publics au Japon

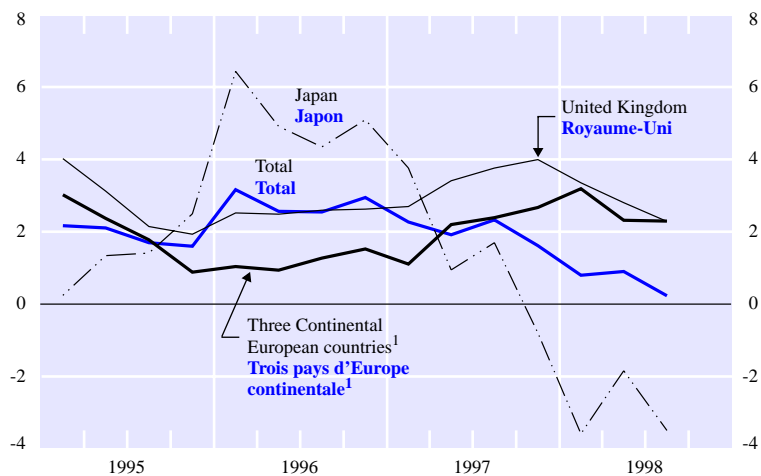
Le rétablissement d'un processus efficace d'intermédiation financière est l'un des défis que les autorités japonaises doivent maintenant relever. L'adoption en octobre dernier d'un plan d'action visant à régler le problème des banques en difficulté et à renflouer leur capital au moyen de l'injection de fonds publics constitue un pas dans la bonne direction. C'est en vertu de ce plan que la Long-Term Credit Bank et la Nippon Credit Bank ont récemment été nationalisées. De plus, des fonds publics (dont le montant équivaut à environ 9 % du PIB nippon) ont été mis à la disposition des banques afin de leur permettre de radier une partie importante de leurs créances douteuses (qui pourraient représenter l'équivalent de 30 % du PIB japonais selon certaines estimations). La plupart des grandes banques du Japon ont fait appel à ce mécanisme, mais le total de l'aide demandée demeure relativement modeste pour l'instant.

En septembre dernier, la Banque du Japon a ramené son taux cible pour les prêts à vue de 0,45 % (soit un niveau légèrement inférieur à son taux d'escompte) à 0,25 %. Ensuite, et cela est encore plus important, elle s'est mise à injecter d'abondantes liquidités dans le système pour assurer le maintien de la stabilité des marchés financiers et éviter que l'économie ne s'engage dans une spirale déflationniste. À la mi-novembre, elle a annoncé de nouvelles mesures pour accroître les liquidités mises à la disposition des institutions financières japonaises et pour aider à alléger les difficultés de financement des sociétés non financières. La Banque du Japon, qui était devenue durant la dernière année un important acheteur de papier commercial japonais à trois mois ou moins, a décidé d'acquérir aussi du papier dont l'échéance pourrait aller jusqu'à un an. Elle a également annoncé son intention d'acheter les effets émis par les institutions financières à condition qu'ils soient adossés à des créances détenues sur les avoirs de sociétés. Par ailleurs, afin d'inciter les institutions financières à prêter aux entreprises, la Banque du Japon s'est engagée à refinancer, au taux officiel d'escompte (0,5 %), la moitié de l'accroissement de l'encours des prêts bancaires au cours du quatrième trimestre de 1998.

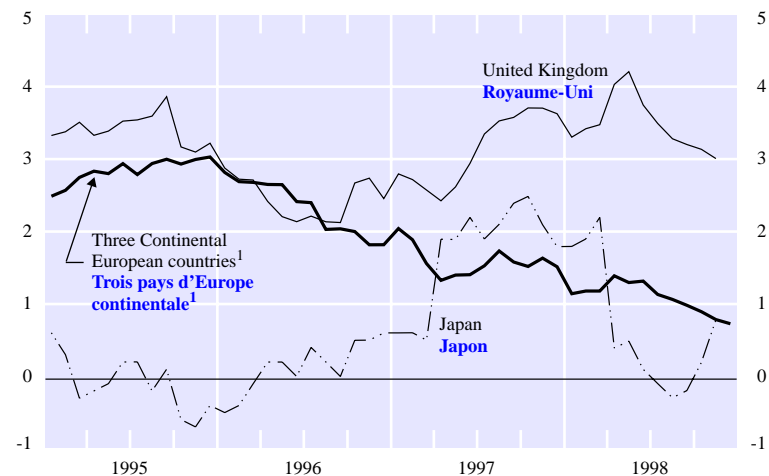
Sur le plan budgétaire, les mesures de relance adoptées par le gouvernement japonais en avril et en novembre soutiendront l'activité économique — mais dans une mesure moindre que ne le laisserait croire l'ampleur des sommes concernées¹. À cet égard, les prévisions de l'OCDE indiquent que le relâchement de la politique budgétaire en 1998 n'a fait que compenser les effets du durcissement survenu en 1997. L'incidence des baisses permanentes d'impôt et des nouvelles dépenses annoncées l'automne dernier se fera surtout sentir en 1999. En outre, le gouvernement japonais devrait déposer au Parlement au début de cette année son budget pour l'exercice financier débutant en avril. Ce budget comporterait des réductions supplémentaires d'impôt et l'affectation de deniers publics à des travaux d'infrastructure.

1. Par exemple, une part importante des mesures budgétaires (comme la reconduction des programmes de prêt) n'aura selon toute vraisemblance qu'une incidence directe relativement mineure sur l'activité. Les investissements en infrastructures n'auront sans doute pas non plus les retombées escomptées car l'apport financier des administrations locales — qui doivent assumer une partie des investissements publics additionnels — ne sera probablement pas aussi élevé que prévu à cause des graves difficultés financières qu'elles éprouvent elles-mêmes.

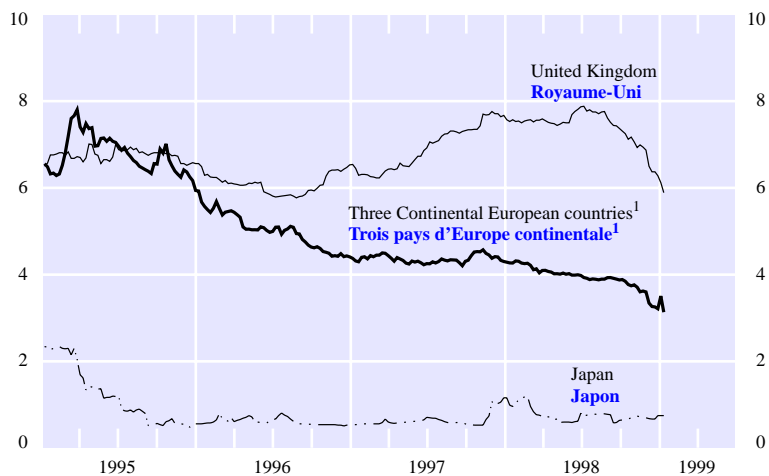
Real gross domestic product in overseas countries

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

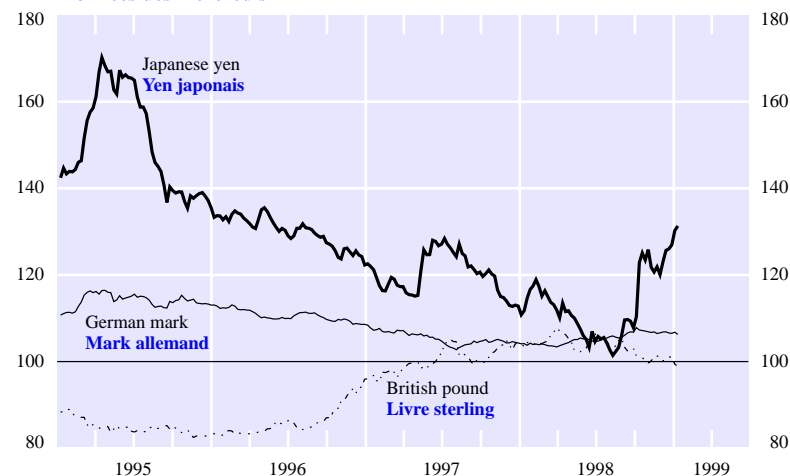
Consumer price index in overseas countries

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 monnaies d'outre-merNominal effective index vis-à-vis G-10 currencies, 1987 = 100, Wednesdays
Taux effectif nominal vis-à-vis des monnaies du G-10, 1987 = 100
Données des mercredis

The situation in Japan is a major source of uncertainty in the current outlook, because Japan is the world's second-largest economy and a key export market for the countries at the centre of the Asian crisis—Indonesia, Malaysia, the Philippines, Thailand, and South Korea. All of these economies suffered deep recessions in 1998, notwithstanding sizable improvements in their trade balances resulting from import compression and sharp currency depreciations. There are now signs of improvement in some of these economies, notably South Korea and Thailand where financial conditions have improved and output appears to have stabilized. However, a broad-based economic recovery has yet to take hold in the region, and the situation in Indonesia remains particularly difficult. While easier fiscal and monetary policies should help support economic activity, restructuring, especially in the financial sectors of these countries, will continue to act as a drag on growth. Moreover, the extent to which these economies recover will depend to an important degree on the external environment, notably economic conditions in Japan.

In the major industrial economies, consumer price inflation remains subdued. In some countries, headline inflation continues to be affected by special factors such as increases in indirect taxes and volatile food prices. The underlying rate of inflation, which excludes such effects, is very low in continental Europe and zero to negative in Japan. Persistent excess supply, falling world commodity prices, and lower prices of imports from emerging markets are holding consumer prices down and will continue to do so in the near future. In the United Kingdom, inflation excluding mortgage rates has been on target since August (2.5 per cent), while inflation excluding mortgage rates and indirect taxes now stands below 2 per cent.

Concerns that the global financial volatility and tightening credit conditions would dampen economic growth have led to an easing of monetary conditions across the industrial countries, except in Japan. There, monetary conditions have tightened considerably because of the strengthening of the yen against the G-10 currencies. In the United Kingdom, the authorities have cut official rates four times since the autumn, in response to the slowing pace of economic expansion. Interest rates have also declined in Italy with falling inflation, receding budget concerns, and the convergence towards a single interest rate (currently 3 per cent) under the common European currency. Both France and Germany have moved to a slightly more accommodative stance recently, lowering official interest rates ahead of the introduction of the euro in January 1999, evidently in response to concerns about weakening economic prospects.

Les difficultés que connaît le Japon jettent actuellement beaucoup d'incertitude sur les perspectives mondiales de croissance, car l'économie de ce pays est la seconde en importance au monde et constitue un marché d'exportation clé pour les pays les plus éprouvés par la crise asiatique, à savoir l'Indonésie, la Malaisie, les Philippines, la Thaïlande et la Corée du Sud. Une dure récession a frappé chacun de ces pays en 1998, malgré un redressement notable de leurs balances commerciales dû à une compression des importations et à de fortes dépréciations de leurs monnaies. L'économie de certains d'entre eux semble s'être ressaisie, notamment en Corée du Sud et en Thaïlande où l'on note une amélioration des conditions financières et où la production paraît s'être stabilisée. Cependant, on ne voit poindre aucune reprise généralisée pour l'ensemble de la région, et l'Indonésie demeure en butte à de graves problèmes. Bien que les assouplissements apportés aux politiques budgétaires et monétaires soient de nature à soutenir l'activité économique, les réformes structurelles, particulièrement dans les secteurs financiers de ces pays, continueront de freiner la croissance. En outre, l'ampleur de la reprise dans ces pays est en grande partie tributaire de la conjoncture extérieure, notamment de l'évolution de la situation économique au Japon.

La hausse des prix à la consommation reste faible dans les grandes économies industrielles. Dans certains pays, des facteurs spéciaux tels que les relèvements des impôts indirects et la volatilité des prix des aliments continuent de se répercuter sur le taux d'inflation affiché. Le taux de l'inflation tendancielle, qui fait abstraction de ces effets, est très bas en Europe continentale et il est nul sinon négatif au Japon. Une offre excédentaire persistante, la chute des cours mondiaux des produits de base et la baisse des prix des biens importés des marchés émergents contiennent l'augmentation des prix à la consommation et continueront de le faire au cours des prochains mois. Au Royaume-Uni, le taux d'inflation hors taux hypothécaires se maintient depuis août au taux visé, soit 2,5 %, et l'inflation hors taux hypothécaires et impôts indirects se situe maintenant sous les 2 %.

Les craintes que la volatilité des marchés financiers mondiaux et le resserrement des conditions du crédit ne ralentissent l'expansion économique ont entraîné un assouplissement des conditions monétaires dans tous les pays industriels, sauf au Japon, où celles-ci se sont considérablement durcies dans la foulée du raffermissement du yen vis-à-vis des monnaies des pays du Groupe des Dix. Au Royaume-Uni, la décélération du rythme de l'expansion a incité les autorités à abaisser les taux directeurs à quatre reprises depuis l'automne. Les taux d'intérêt se sont aussi repliés en Italie, à la faveur du recul de l'inflation, de l'atténuation des préoccupations soulevées par la situation budgétaire et de la convergence vers un taux d'intérêt unique (qui est actuellement de 3 %) résultant de l'adoption d'une monnaie européenne commune. La France et l'Allemagne ont toutes deux adopté une orientation un peu plus expansionniste récemment, abaissant leurs taux officiels à l'approche du lancement de l'euro en janvier 1999, manifestement en réaction aux craintes d'un assombrissement des perspectives économiques.

United States and Mexico

The U.S. economy continues to outstrip expectations.

While inflation remains subdued, recent data provide evidence of renewed strong momentum in the U.S. economy, confounding earlier expectations of a slowdown.

Real GDP growth accelerated from an annual rate of 1.8 per cent in the second quarter of 1998 to 3.7 per cent in the third quarter—well above the estimated growth of potential output. Driving the expansion was a strong increase in consumer spending, housing, and inventory accumulation. Solid gains in employment and real personal incomes, together with low interest rates, continued to play a key role in stimulating spending. The drag on output from real net exports was smaller than in previous quarters, partly reflecting a spike in aircraft exports. Even without this factor, however, declines in exports were relatively modest, suggesting that the dampening effects of reduced demand from Asia may be moderating.

While the expansion is expected to moderate, the economy will likely continue to operate at high levels.

All indications are that the pace of economic expansion accelerated in the final quarter of 1998. Supported by continued robust employment gains, the recent strength of retail sales (especially motor vehicles, which were buoyed by special incentives) suggests that growth in consumer spending will exceed that of the third quarter. Construction has been very strong, boosted by mild weather, and shipments of capital goods point to renewed expansion in business investment. At the same time, U.S. equity markets have rebounded strongly following declines in interest rates, although there is still some uncertainty as to the sustainability of current levels. As we look further ahead into 1999, the reversal of some of the special factors now at play, as well as moderating employment growth and the low level of personal savings, all suggest slower output growth. Even so, the U.S. economy should continue to operate at high levels.

Despite high resource utilization, inflation remains low and stable.

U.S. inflation remains stable and subdued in the face of high resource utilization. Core consumer price inflation (measured by the 12-month rate of increase in the CPI excluding food and energy) has been in a range of 2 1/4 to 2 1/2 per cent in recent months. The past appreciation of the U.S. dollar and declines in

Les États-Unis et le Mexique

L'économie américaine continue de faire mieux que prévu.

Les plus récentes données font état d'un regain de vigueur au sein de l'économie américaine dans un climat où l'inflation reste faible, démentant ainsi les précédentes attentes d'un ralentissement.

La croissance du PIB en termes réels s'est accélérée, passant de 1,8 % (en taux annualisé) au deuxième trimestre de 1998 à 3,7 % au troisième, ce qui est nettement supérieur au taux d'accroissement estimatif de la production potentielle. Cette croissance a été alimentée par une forte progression des dépenses de consommation, du logement et des stocks. Les gains solides affichés par l'emploi et le revenu réel des particuliers, conjugués à la faiblesse des taux d'intérêt, ont continué de jouer un rôle déterminant dans l'essor des dépenses. L'effet de la baisse du volume net des exportations sur la production a été moindre que lors des trimestres précédents, en raison notamment d'une poussée des exportations d'aéronefs. Toutefois, même abstraction faite de cette influence positive, le recul des exportations a été relativement léger, ce qui donne à penser que l'effet modérateur tenant au fléchissement de la demande asiatique se serait atténué.

Même si l'on prévoit un ralentissement de l'expansion, l'économie américaine devrait continuer de tourner à un haut régime.

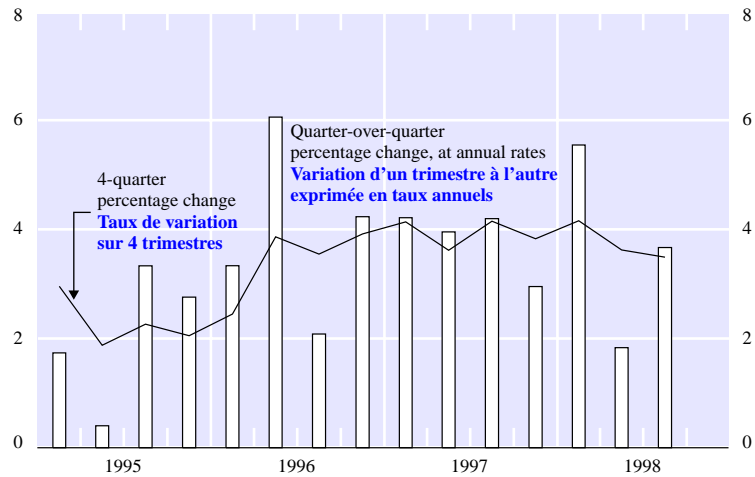
Tout semble indiquer que le rythme d'expansion de l'économie américaine s'est accéléré durant les trois derniers mois de 1998. Soutenu par la poursuite de la progression robuste de l'emploi, le dynamisme récent du commerce de détail — en particulier les ventes de véhicules automobiles, stimulées par la mise en place de mesures d'incitation à l'achat — laisse croire que la croissance des dépenses de consommation dépassera celle observée au troisième trimestre. Le secteur de la construction a été très actif à la faveur du temps doux, et les expéditions de biens d'équipement témoignent d'une accélération de la croissance des investissements des entreprises. Parallèlement, les bourses américaines se sont fortement redressées après l'abaissement des taux d'intérêt, encore que le maintien des niveaux actuels demeure incertain. La disparition de certaines des forces qui sont actuellement à l'œuvre ainsi que la perte de vitesse de la progression de l'emploi et le bas niveau du taux d'épargne personnelle laissent présager un ralentissement de la croissance de la production en 1999. Néanmoins, l'économie américaine devrait continuer de tourner à un haut régime.

L'inflation reste faible et stable malgré le niveau élevé d'utilisation des ressources.

L'inflation demeure stable et faible malgré le niveau élevé d'utilisation des ressources. L'inflation fondamentale (mesurée par le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC hors aliments et énergie) s'est située entre 2 1/4 % et 2 1/2 % durant les derniers mois. L'appréciation passée du dollar É.-U. et le fléchissement des cours des produits de base constituent quelques-uns des facteurs temporaires spéciaux qui ont contribué à modérer l'inflation. Par ailleurs, des gains de productivité substantiels ont eu pour effet de limiter les

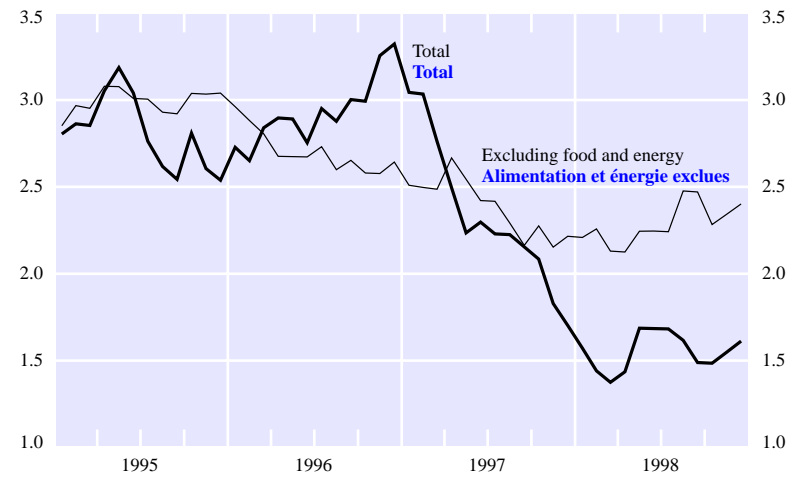
U.S. real gross domestic product
Produit intérieur brut des États-Unis en termes réels

Quarterly
Données trimestrielles



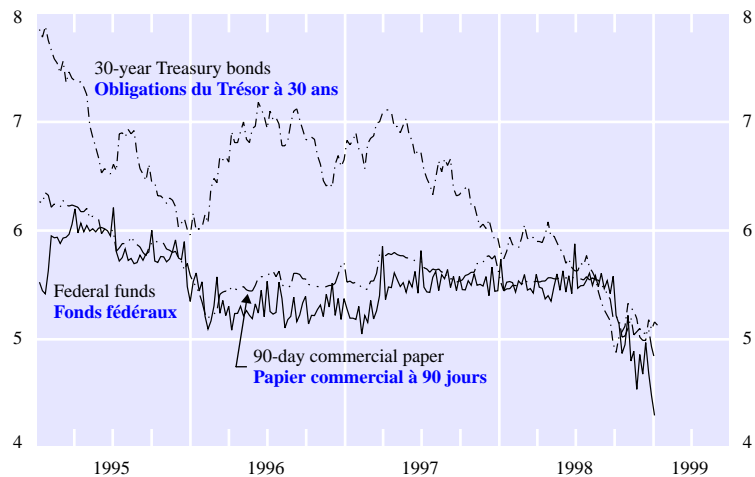
U.S. consumer price index
Indice des prix à la consommation aux États-Unis

12-month percentage change
Taux de variation sur 12 mois



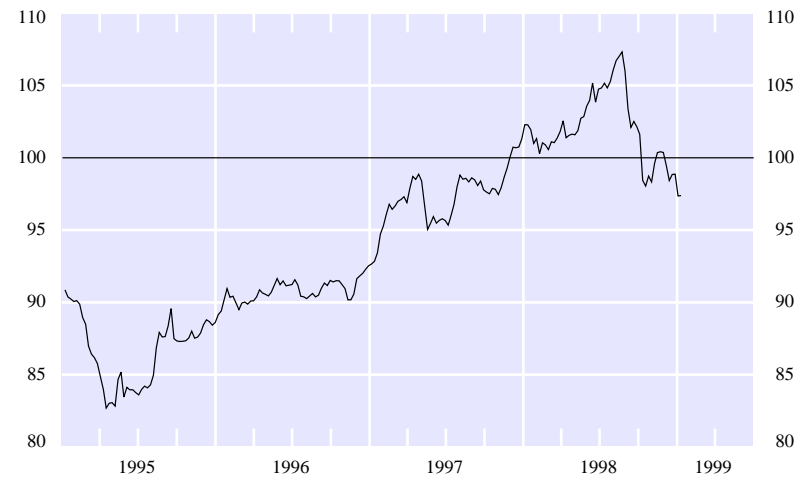
Selected U.S. interest rates
Quelques taux d'intérêt pratiqués aux États-Unis

Wednesdays
Données des mercredis



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

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



commodity prices are some of the special, transitory factors that have helped to dampen inflation. In addition, solid gains in productivity have limited increases in unit labour costs, despite a pickup in wage growth reflecting tight labour markets (the unemployment rate was 4.3 per cent in December). Some of the temporary forces restraining inflation, in particular the appreciation of the U.S. dollar, have started to reverse, however. The overall upward pressure on inflation will depend on the strength of aggregate demand in coming months.

With inflation contained for now, and with concerns about the consequences of international developments and credit availability at home and abroad, the U.S. monetary authorities recently concentrated on stabilizing financial markets and promoting sustained expansion in domestic spending. Between late September and mid-November, the U.S. Federal Reserve lowered its target rate for federal funds three times, by a total of 75 basis points, to 4 3/4 per cent. Short-term money market rates have also declined. Longer-term rates have fluctuated with shifting expectations about the U.S. economy and, more recently, with developments in Latin America. On balance, they have moved slightly below their mid-November levels. Credit conditions in the United States have improved, as evidenced by the narrowing of the interest rate spread between commercial paper and Treasury bills and, to a lesser extent, between corporate bonds and U.S. government bonds, from their unusually wide levels of last autumn.

Recent stronger-than-anticipated economic growth and improved financial conditions have stayed further policy rate cuts.

Monetary conditions have eased significantly since the autumn, reflecting the decline in interest rates and the depreciation of the U.S. dollar against the major G-10 currencies, particularly the yen.

Economic activity in *Mexico* remains strong but is expected to moderate owing to low oil prices, a tight monetary policy, reduced capital flows into emerging markets, and the projected slowing in the U.S. economy in 1999.

hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre, malgré la montée un peu plus rapide des salaires résultant des tensions qui s'exercent sur les marchés du travail (le taux de chômage était de 4,3 % en décembre). Certaines des influences temporaires aidant à contenir l'inflation, en particulier l'appréciation du dollar américain, ont cependant commencé à se dissiper. La pression à la hausse qui en résultera sur l'inflation dépendra de la vigueur de la demande globale durant les mois à venir.

Compte tenu de la faiblesse actuelle de l'inflation, de l'inquiétude suscitée par les retombées possibles de la situation internationale et de la crainte d'un resserrement de l'offre de crédit aux États-Unis et à l'étranger, les autorités monétaires américaines se sont efforcées de stabiliser les marchés financiers et de favoriser une expansion soutenue de la demande intérieure. Entre la fin septembre et la mi-novembre, la Réserve fédérale a réduit son taux cible pour les fonds fédéraux à trois reprises, de 75 points de base au total, pour le ramener à 4 3/4 %. Les taux à court terme du marché monétaire sont aussi descendus. Les taux à long terme ont fluctué au gré des modifications des attentes relatives à la croissance aux États-Unis et, plus récemment, de l'évolution de la situation en Amérique latine. Ils se situent maintenant légèrement au-dessous des niveaux où ils s'établissaient à la mi-novembre. Les conditions du crédit se sont améliorées aux États-Unis, comme en témoignent le rétrécissement de l'écart de taux entre le papier commercial et les bons du Trésor et, dans une moindre mesure, celui de l'écart entre les obligations des sociétés et du gouvernement américain par rapport aux niveaux exceptionnellement élevés atteints l'automne dernier.

La croissance économique qui a été plus rapide récemment que prévu et l'amélioration des conditions du crédit ont permis d'écarter de nouvelles baisses des taux directeurs.

Les conditions monétaires se sont assouplies de façon appréciable depuis l'automne, à la faveur du repli des taux d'intérêt et de la dépréciation de la devise américaine par rapport aux autres grandes monnaies des pays du Groupe des Dix, notamment le yen.

L'activité économique demeure vigoureuse au *Mexique*, mais elle devrait se modérer en raison du bas niveau des cours du pétrole, d'une politique monétaire restrictive, de la diminution des flux de capitaux vers les marchés émergents et du ralentissement attendu de l'économie américaine en 1999.

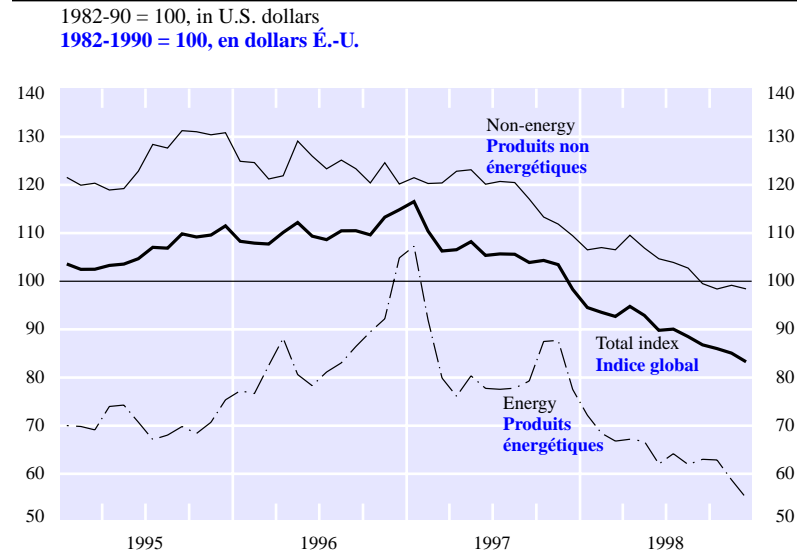
Commodity prices

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) declined by 15 per cent in 1998. This was a sharper decline than the Bank had anticipated, reflecting weaker world demand coupled with excess commodity supplies. Since the beginning of 1999, average commodity prices have been somewhat more stable, mainly because of higher oil prices related to stronger seasonal demand.

Prices of grains and oilseeds remain low, despite some temporary support from lower estimates of world wheat production and the provision of food aid to Russia. Livestock prices declined sharply in 1998. Hog prices in particular plummeted because of increased supplies and poor demand. With severe weather conditions limiting the supply of hogs in recent weeks, prices have improved but, nevertheless, they remain significantly below the levels of a year ago. Metals prices continue to be weighed down by excess world supply and estimates of reduced demand, as are pulp prices. Newsprint prices have been relatively well sustained through 1998, but have declined somewhat following the resolution of the Abitibi-Consolidated strike. After falling sharply in 1997, lumber prices have changed little, on balance, through 1998.

In the face of slumping global demand, production cutbacks have been insufficient to prevent a world oil glut and continuing declines in energy prices in 1998. Demand for oil is expected to rise sufficiently over the coming year and to gradually reduce current excess inventories. The outlook for a significant recovery in prices remains poor, however, given rising non-OPEC production and no expectations of further cutbacks by OPEC. The price of natural gas fell in the second half of 1998 because of high inventory levels and unusually warm weather.

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 principaux produits de base canadiens (mesuré par l'indice en dollars É.-U. établi par la Banque du Canada) a diminué de 15 % en 1998. Ce recul est supérieur à ce que la Banque prévoyait et reflète la baisse de la demande mondiale et l'offre excédentaire de produits de base. Depuis le début de 1999, les prix moyens de ces produits ont été un peu plus stables, grâce principalement au renchérissement du pétrole consécutif à la hausse saisonnière de la demande.

Les prix des céréales et des oléagineux restent faibles, malgré le soutien temporaire fourni par la correction à la baisse des estimations de la production mondiale de blé et par l'aide alimentaire apportée à la Russie. Les prix du bétail ont fortement chuté en 1998.

Ceux du porc en particulier ont dégringolé à cause de l'accroissement des approvisionnements et de l'atonie de la demande. Le mauvais temps des dernières semaines ayant limité les approvisionnements en viande de porc, les prix sont remontés, mais ils sont encore bien inférieurs aux niveaux où ils se situaient un an auparavant. Les cours des métaux, tout comme ceux de la pâte à papier, demeurent déprimés par l'offre mondiale excédentaire et une réduction des estimations de la demande. Les prix du papier journal se sont avérés relativement fermes tout au long de 1998, mais ils ont légèrement fléchi dans la foulée de la résolution du conflit de travail à la société Abitibi-Consolidated. Les cours du bois d'œuvre, qui avaient accusé une forte baisse en 1997, ont peu varié dans l'ensemble en 1998.

Étant donné l'affaissement de la demande mondiale, les réductions de la production n'ont pas suffi à prévenir une surabondance de l'offre de pétrole à l'échelle planétaire et la poursuite du repli des prix de l'énergie en 1998. La demande de pétrole devrait augmenter suffisamment au cours de la prochaine année pour que l'excédent des stocks se résorbe graduellement. Les perspectives d'un redressement sensible des cours du pétrole demeurent ternes toutefois, les pays qui ne font pas partie de l'OPEP comptant accroître leur production tandis que les pays membres de l'OPEP n'envisagent aucune nouvelle réduction. Le prix du gaz naturel a chuté au second semestre de 1998 en raison du niveau élevé des stocks et du temps exceptionnellement doux.

CANADIAN ECONOMIC DEVELOPMENTS

Aggregate demand, output, and employment

Major labour disruptions and heightened global financial strains continued to affect economic activity in the third quarter . . .

Real GDP in Canada advanced by 1.8 per cent, at an annual rate, in the third quarter after rising 1.4 per cent in the previous quarter. While the external sector made a strong, net positive contribution to growth, final domestic demand eased, and inventory investment fell sharply. As in the second quarter, real GDP growth was reduced by about half a percentage point (annual rate) because of major labour disruptions in the automotive, pulp and paper, construction, education, and transportation sectors.

Consumer spending, after a surge in the second quarter boosted by special financing incentives on motor vehicle sales, increased more moderately in the third quarter. Spending was dampened by the effect on personal incomes of past declines in commodity prices and of labour disruptions, as well as by the impact of heightened global financial strains on consumer confidence. With real personal disposable income declining, the personal savings rate fell and turned negative. Residential construction declined considerably in the third quarter, partly because of strikes in the Toronto area. After a very strong gain in the preceding quarter, business outlays on machinery and equipment rose only moderately overall, even though spending on computers and other high-technology equipment continued to increase considerably. Government expenditures were also up, with the increase concentrated in outlays on machinery and equipment.

The volume of exports increased strongly in the third quarter, mainly because of buoyant U.S. demand for machinery and equipment (especially computers) and for consumer goods other than automotive products. Exports of automotive products were

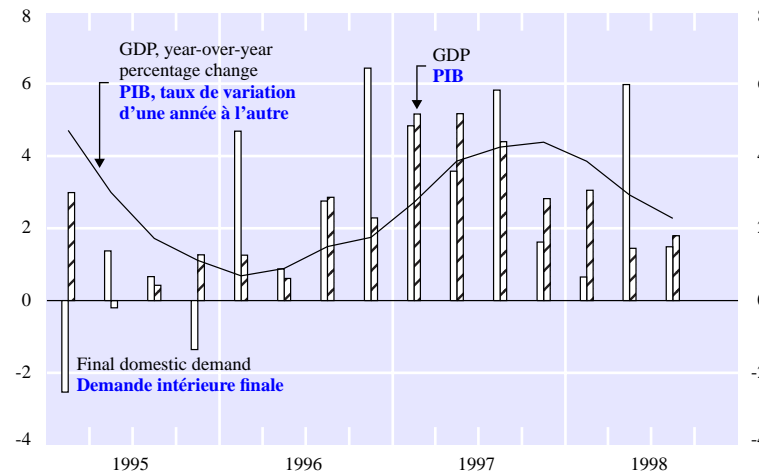
Real GDP in Canada advanced by 1.8 per cent, at an annual rate, in the third quarter after rising 1.4 per cent in the previous quarter. While the external sector made a strong, net positive contribution to growth, final domestic demand eased, and inventory investment fell sharply. As

in the second quarter, real GDP growth was reduced by about half a percentage point (annual rate) because of major labour disruptions in the automotive, pulp and paper, construction, education, and transportation sectors.

Output and final domestic demand

Production et demande intérieure finale

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



L'ÉVOLUTION ÉCONOMIQUE AU CANADA

La demande globale, la production et l'emploi

D'importants arrêts de travail et l'aggravation des tensions financières de par le monde ont à nouveau pesé sur l'activité économique au troisième trimestre...

Au troisième trimestre de 1998, le PIB réel au Canada a progressé de 1,8 % en taux annuel, contre 1,4 % au trimestre précédent. La contribution nette du secteur extérieur à la croissance a été fortement positive, mais la demande intérieure finale a fléchi et les investissements en stocks ont baissé de façon marquée. Comme cela s'était produit au deuxième trimestre, d'importants arrêts de travail dans les secteurs de l'automobile, de la pâte et du papier, de la construction, de l'éducation et du transport sont venus retrancher environ un demi-point de pourcentage au taux annuel de croissance du PIB réel.

Après avoir bondi au deuxième trimestre à la faveur des modalités de financement particulièrement avantageuses consenties sur les achats de véhicules automobiles, les dépenses de consommation ont augmenté de façon plus modeste au trimestre suivant. Elles ont été freinées par l'effet du repli passé des prix des produits de base et des arrêts de travail sur les revenus des ménages ainsi que par l'incidence de l'aggravation des tensions financières observée de par le monde sur la confiance des consommateurs. Dans la foulée de la baisse du revenu disponible réel des particuliers, le taux d'épargne de ces derniers

est devenu négatif. La construction résidentielle a considérablement diminué au troisième trimestre, en partie à cause des grèves qui ont touché la région de Toronto. Les investissements des entreprises en machines et matériel, qui avaient connu un important essor au trimestre précédent, n'ont progressé qu'à un rythme modéré dans l'ensemble, bien que les dépenses en ordinateurs et autre équipement de haute technicité aient continué de croître très rapidement. Les dépenses publiques ont aussi augmenté, en particulier au chapitre des machines et du matériel.

Le volume des exportations s'est vivement accru au troisième trimestre, en grande partie sous l'impulsion de la forte demande américaine de machines et de matériel (surtout d'ordinateurs) et de biens de consommation autres que les produits automobiles. Les exportations de

held back by the disruption of operations at General Motors. Foreign sales of non-energy commodities contracted further because of reduced demand from Japan and other Asian countries and, in the case of wheat, because of short supplies. Exports of services were also down significantly. The rate of accumulation of non-farm business inventories fell sharply, with the reduction concentrated in the retail sector, especially automobiles. This likely reflected the temporary unavailability of certain motor vehicle models (because of the GM strike) and unusual caution on the part of retailers more generally about sales prospects. To the extent that the actual slowdown of final sales (domestic and foreign) turned out to be less pronounced than expected, some of the rundown of stocks was probably unintended.

The volume of imports fell back considerably in the third quarter, with declines concentrated in energy products, industrial and construction materials, and automotive products—the latter related to the closing of GM plants in July. Travel outside Canada was also down, partly because of the depreciation of the Canadian dollar.

The substantial improvement in the real foreign trade balance more than offset another reduction in the terms of trade (stemming from further declines in commodity prices) and led to a considerable increase in the merchandise surplus in current dollar terms. In turn, this contributed to a narrowing of the current account deficit—to 2.0 per cent of GDP from 2.4 per cent in the second quarter of 1998—despite a larger deficit on investment income, mainly because of sharp declines in the foreign earnings of Canadian multinationals.

... but all indications are that the pace of expansion accelerated in the closing months of 1998, resulting in solid gains in employment.

Several factors point to an acceleration of the pace of economic expansion in the final quarter of 1998. For example, there is the return to normal operations in sectors affected by labour disruptions in the preceding quarters. This alone should add about 1 percentage point (annual rate) to output growth in the fourth quarter. Indeed, the robustness of manufacturers' shipments and exports in October partly reflects a return to normal production levels. But it also reflects the ongoing buoyancy of U.S. demand and Canada's favourable competitive position. In addition, there is the recent strong growth in employment.

After moderate gains through the summer, total employment has risen strongly since the autumn, growing by 5.6 per cent (annual rate) in the fourth quarter. Substantial increases were recorded in paid, full-time jobs. Self-employment expanded considerably, continuing its upward trend of the past several months. There were also significant gains in youth

produits automobiles ont été freinées par l'interruption des opérations dans les usines de General Motors. Les ventes à l'étranger de produits non énergétiques se sont de nouveau contractées à cause de la diminution de la demande en provenance du Japon et d'autres pays asiatiques et, dans le cas du blé, de la faiblesse de l'offre. Les exportations de services ont également accusé un net recul. Le rythme d'accumulation des stocks des entreprises non agricoles a beaucoup fléchi. La baisse est particulièrement manifeste dans le secteur du commerce de détail, surtout chez les concessionnaires automobiles; elle reflète probablement le tarissement temporaire de l'offre de certains modèles (imputable à la grève chez GM) et une prudence inhabituelle des détaillants en général face à leurs perspectives de ventes. Le ralentissement des ventes finales (au pays et à l'étranger) s'étant révélé moins prononcé que prévu, une partie de la réduction des stocks n'était probablement pas intentionnelle.

Quant aux importations, elles ont considérablement diminué en volume au troisième trimestre, principalement celles de produits énergétiques, de matières industrielles, de matériaux de construction et de produits automobiles — ce qui s'explique, dans ce dernier cas, par les fermetures d'usines de GM en juillet. Par ailleurs, le nombre de voyages à l'étranger a diminué, en partie à cause de la dépréciation du dollar canadien.

Le redressement substantiel de la balance commerciale en termes réels a amplement annulé le nouveau recul des termes de l'échange (provoqué par d'autres replis des prix des produits de base) et s'est traduit par une forte hausse de l'excédent commercial en dollars courants. Celle-ci a contribué à son tour à réduire le déficit de la balance courante — qui est tombé à 2,0 % du PIB après avoir atteint 2,4 % au second trimestre — malgré l'aggravation du déficit au titre des revenus de placement, attribuable essentiellement aux baisses marquées des bénéfices réalisés à l'étranger par les multinationales canadiennes.

... mais tout semble indiquer que le rythme d'expansion s'est accéléré durant les derniers mois de 1998, et l'emploi a vivement progressé.

Plusieurs facteurs indiquent que l'expansion économique s'est accélérée durant les trois derniers mois de 1998. L'un d'eux est le retour à la normale dans les secteurs d'activité touchés par des conflits de travail au cours des trimestres précédents. À lui seul, ce facteur pourrait faire augmenter de 1 point de pourcentage environ le taux annualisé de croissance de la production au quatrième trimestre. De fait, la vigueur des expéditions et des exportations de biens manufacturés au mois d'octobre reflète en partie le retour à la normale des niveaux de production. Elle tient également au dynamisme soutenu de la demande aux États-Unis et à la position concurrentielle favorable du Canada. En outre, on a assisté récemment à une forte reprise de l'emploi.

Après s'être accru de façon modérée durant l'été, le niveau global de l'emploi a connu une vive progression de 5,6 % (en taux annuel) au quatrième trimestre. Des gains substantiels ont été enregistrés au chapitre de la création d'emplois salariés à plein temps. Le travail autonome s'est considérablement développé, poursuivant son élan des derniers mois. De plus, l'emploi a augmenté sensiblement chez les jeunes. En tout, un nombre record de 450 000 emplois ont été créés en 1998, ce qui ne s'était pas vu depuis 20 ans. Le nombre total d'emplois créés depuis la mi-1996 atteint maintenant 940 000, dont

employment. In all, 450,000 new jobs were created in 1998—the strongest performance in 20 years. This brings the total number of new jobs since mid-1996 to 940,000—of which 934,000 were in the private sector. Recent employment gains have been fairly well spread across industries, with growth particularly strong in manufacturing, trade, and community and business services. Substantial increases were also reported in construction in the fourth quarter, partly because of unusually mild weather. Even though the improvement in labour market conditions has drawn more workers into the labour force recently, raising the participation rate, the unemployment rate has fallen as employment has increased. In December, the unemployment rate stood at 8 per cent, down from 8.6 per cent a year ago. This is the lowest it has been since July 1990.

The underlying momentum in our domestic economy and strong U.S. demand should continue to support output growth in Canada.

Based on the latest available information, the Bank now sees real GDP expanding by between 3 and 4 per cent (at an annual rate) in the fourth quarter of 1998. Thus, the expected pickup in economic activity, following the weakness through the summer, is materializing.

Nonetheless, as we look ahead, we must continue to stress that with world economic and financial conditions still fragile and with considerable uncertainty as to when the downturn in commodity prices will end, all projections have a wider-than-usual confidence band around them.

934 000 dans le secteur privé. Les gains récents se sont répartis de manière relativement uniforme entre les différentes branches d'activité; ils ont été particulièrement importants dans les secteurs de la fabrication, du commerce et des services aux collectivités et aux entreprises. La construction a également connu un essor marqué au quatrième trimestre, à la faveur notamment du temps exceptionnellement clément. Si l'amélioration de la situation sur le marché du travail a incité récemment des travailleurs à se joindre à la population active, d'où une montée du taux d'activité, le taux de chômage a quand même baissé grâce à la croissance de l'emploi. En décembre, il se situait à 8 %, comparativement à 8,6 % un an auparavant. Le taux de chômage n'a pas été aussi bas depuis juillet 1990.

La vigueur fondamentale de l'économie canadienne et la fermeté de la demande aux États-Unis devraient continuer de soutenir la croissance de la production au pays.

À la lumière des dernières données disponibles, la Banque estime que le PIB réel a crû de 3 à 4 % (en taux annuel) au dernier trimestre de 1998. Après l'atonie observée durant les mois d'été, la reprise de l'activité économique semble enfin se concrétiser. En ce qui concerne l'avenir toutefois, nous devons insister à nouveau sur le fait que toutes les projections s'inscrivent dans un intervalle de confiance plus large que la normale

compte tenu de la conjoncture économique et financière mondiale encore fragile et de l'impossibilité de déterminer avec précision quand les prix des produits de base se redresseront.

Regional developments

Ontario, Alberta, and Newfoundland are expected to have recorded the strongest economic performances in 1998, surpassing the national average. Growth at, or somewhat below, the national average is likely everywhere else, except British Columbia. In that province, output may have contracted slightly reflecting the impact of the Asian crisis on a heavily resource-based economy.

Developments in Japan and the rest of Asia have been especially onerous for *British Columbia* since about one-third of its exports go to that part of the world. In addition to depressed Asian demand and lower commodity prices, especially for forest products and base metals, economic activity has been affected by heightened global competition stemming from significant depreciations of many commodity-sensitive currencies. Declining population growth, because of reduced immigration, and other long-term structural problems in the resource sector have also been constraining economic activity. However, the high-tech sector (including software, biotechnology, and electronics) and the services sector (notably telecommunications and finance) have contributed positively to growth. Tourism has also been growing, despite a marked decline in the number of visitors from Asia. Employment has been surprisingly strong, particularly in the services sector. Nonetheless, prolonged sluggishness in economic growth and low consumer and business confidence continue to depress household and business spending. The government has begun to implement a number of initiatives designed to improve the province's investment climate by streamlining the tax and regulatory systems.

Across the Prairies, the economic picture remains relatively robust despite weak prices for grains and especially for crude oil. After leading the provinces in 1997, with growth of 7.5 per cent (nearly twice the national average), *Alberta's* economy is expected to have cooled down in 1998 because of persistently weak oil prices. Even so, it probably continued to be one of the country's top

L'évolution économique régionale

C'est en Ontario, en Alberta et à Terre-Neuve que les croissances les plus fortes, supérieures à la moyenne nationale, devraient avoir été enregistrées en 1998. On s'attend à ce que l'activité ailleurs au pays ait progressé à un rythme égal ou un peu inférieur à la moyenne canadienne, sauf en Colombie-Britannique. En effet, cette province a peut-être connu un léger recul de la production par suite des retombées de la crise asiatique sur son économie, fortement tributaire des ressources naturelles.

L'évolution de la situation au Japon et dans le reste de l'Asie a eu des conséquences particulièrement pénibles pour la *Colombie-Britannique*, qui écoule environ le tiers de ses exportations dans cette région du globe. L'activité économique dans la province s'est ressentie non seulement de la chute de la demande asiatique et des prix des produits de base (surtout les produits de la forêt et les métaux communs), mais aussi de l'intensification de la concurrence mondiale attribuable à la dépréciation marquée d'un grand nombre de monnaies dont l'évolution est sensible à celle des cours des produits de base. L'activité économique a également été freinée par le recul de la croissance démographique, dû à une diminution de l'afflux de nouveaux résidents, et d'autres problèmes structurels de plus long terme qu'éprouve le secteur des ressources naturelles. Toutefois, les industries de pointe (notamment dans le domaine de l'informatique, de la biotechnologie et de l'électronique) ainsi que le secteur des services (tout particulièrement les télécommunications et la finance) ont contribué à soutenir la croissance. De plus, l'industrie touristique poursuit son essor malgré une baisse prononcée du nombre de visiteurs en provenance d'Asie. Les gains

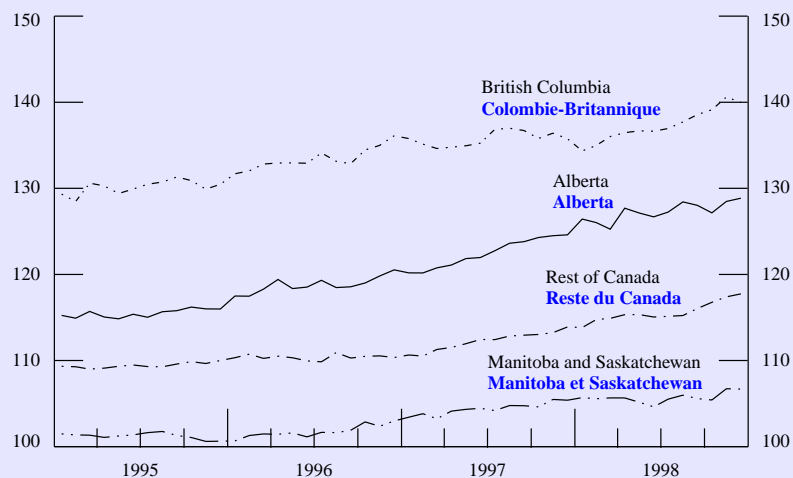
au chapitre de l'emploi ont été étonnamment solides, particulièrement dans le secteur des services. Quoi qu'il en soit, l'atonie prolongée de la croissance économique et le bas niveau de confiance des consommateurs et des entreprises continuent de déprimer les dépenses des ménages et du secteur privé. Le gouvernement a commencé à mettre en œuvre un certain nombre d'initiatives visant à favoriser un climat plus propice à l'investissement par la rationalisation des systèmes fiscal et réglementaire.

En dépit du faible niveau des prix des grains et surtout du pétrole brut, la situation économique des provinces des Prairies se caractérise toujours par une assez grande vigueur. Après avoir devancé toutes les autres provinces en 1997 avec une croissance de l'ordre de 7,5 % (presque deux fois la moyenne

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



performers, thanks to vigorous construction activity related to pipeline expansion, natural gas exploration, and the development of commercial space. Impressive broad-based employment gains (resulting in a 5.7 per cent unemployment rate in December, the lowest in Canada) and strong population growth (bolstered by record levels of in-migration) have been fuelling the expansion in household demand. Retail sales remain robust, and the housing market, which experienced a boom in 1997, posted further healthy gains in 1998.

After turning in the second-highest performance in 1997 (6.0 per cent), *Saskatchewan's* economy is expected to have moderated in 1998, because of weak prices for many natural resources. Still, with some of the slack in the oil patch taken up by highway, pipeline, and mine construction, overall growth appears to be healthy, although somewhat below the national average. Employment remains at high levels (with growth resuming recently after a flat profile earlier), and the unemployment rate was below the national average in December at 6.3 per cent. Growth in retail sales has eased off, and housing starts have plateaued (after rising sharply in the first half of 1998), but levels remain generally high.

Manitoba's economy is expected to have expanded at a rate close to the national average in 1998, after a very strong performance the year before. Although growth remains broadly based, the manufacturing sector, where there has been significant diversification, stands out as a source of particular strength, buoyed by U.S. demand and a favourable competitive position. The strength in manufacturing is estimated to have more than offset the weakness in the agricultural sector stemming from depressed demand and prices for commodities. Manitoba's employment record has been among the best in Canada in recent years, and the unemployment rate in December was the second-lowest in the country at 5.9 per cent. With solid employment gains, the volume of retail sales continues to expand (albeit more moderately after several years of strong growth), and conditions in the housing market are healthy.

In central Canada, the pace of economic expansion is expected to have moderated in 1998. Output growth in *Ontario* may have slowed somewhat from the 4.4 per cent growth rate achieved in 1997 but is nevertheless estimated to have remained well above the national average. With the resolution of several labour disputes that had curtailed activity in the manufacturing, construction, and transportation sectors over the summer, economic activity has since rebounded. The manufacturing sector, in particular, continues to benefit from a favourable competitive position and sustained strong U.S. demand. Employment has risen steadily since mid-1996, with close to 420,000 jobs created, and the unemployment rate has fallen to 6.9 per cent

nationale), l'économie de l'*Alberta* devrait s'être ralentie en 1998 en raison de la faiblesse persistante des cours du pétrole. Malgré tout, l'*Alberta* a probablement continué d'afficher l'une des meilleures tenues économiques au pays, grâce à la vitalité du secteur de la construction, où l'on s'affaire à accroître les capacités de transport par pipeline, à soutenir les activités d'exploration et de mise en valeur du gaz naturel et à bâtir des immeubles à vocation commerciale. La progression spectaculaire et généralisée de l'emploi (le chômage se situait à 5,7 % en décembre, le plus bas taux au Canada) ainsi qu'une forte poussée démographique (liée à l'arrivée dans la province d'un nombre record de nouveaux résidents) ont alimenté la croissance de la demande des ménages. Les ventes au détail se maintiennent à des niveaux élevés et le marché du logement, qui a connu un vif essor en 1997, a continué de faire montre de dynamisme en 1998.

L'économie de la *Saskatchewan*, qui s'était classée au deuxième rang au pays en 1997 avec une croissance de 6 %, devrait avoir progressé à un rythme moins rapide en 1998, en raison de la faiblesse des prix de nombreuses ressources naturelles. La baisse de l'activité dans le domaine pétrolier ayant été compensée par la vigueur affichée dans le secteur de la construction d'autoroutes, de pipelines et de chantiers d'exploitation minière, la croissance globale semble robuste, bien que légèrement au-dessous de la moyenne nationale. L'emploi se maintient à des niveaux élevés — ayant récemment repris sa progression après une période de stagnation — et le taux de chômage était de 6,3 % en décembre, ce qui est inférieur à la moyenne canadienne. La croissance des ventes au détail a décéléré et les mises en chantier de logements ont plafonné (après avoir beaucoup grimpé au cours du premier semestre de 1998), mais les niveaux enregistrés demeurent généralement élevés.

On s'attend à ce que l'économie du *Manitoba* ait connu un taux de croissance voisin de la moyenne canadienne en 1998, après avoir affiché une très belle tenue l'année précédente. Bien que l'expansion soit généralisée, le secteur manufacturier, qui s'est largement diversifié, reste particulièrement vigoureux à la faveur de la forte demande aux États-Unis et d'une position concurrentielle enviable. On estime que la vitalité de ce secteur a amplement contrebalancé le ralentissement de l'activité dans le secteur agricole imputable à la diminution tant de la demande que des prix des produits de base. Depuis quelques années, le marché manitobain de l'emploi est l'un des plus dynamiques au pays. En décembre, cette province affichait le plus bas taux de chômage au Canada après l'*Alberta*, soit 5,9 %. Grâce aux gains solides enregistrés au chapitre de l'emploi, le volume des ventes au détail continue de s'accroître — quoique le rythme rapide auquel il avait progressé ces dernières années se soit ralenti — et l'activité sur le marché du logement conserve son élan.

Dans le centre du pays, on s'attend à ce que le rythme de l'activité économique se soit modéré en 1998. La croissance de la production en *Ontario* s'est peut-être ralentie un peu par rapport au taux de 4,4 % enregistré en 1997, mais on estime tout de même qu'elle est demeurée bien au-dessus de la moyenne nationale. Une fois réglés plusieurs conflits de travail qui avaient déprimé l'activité dans les secteurs de la fabrication, de la construction et du transport au cours de l'été, l'économie ontarienne s'est ressaisie. Le secteur de la fabrication en particulier continue de tirer profit de sa position concurrentielle favorable et

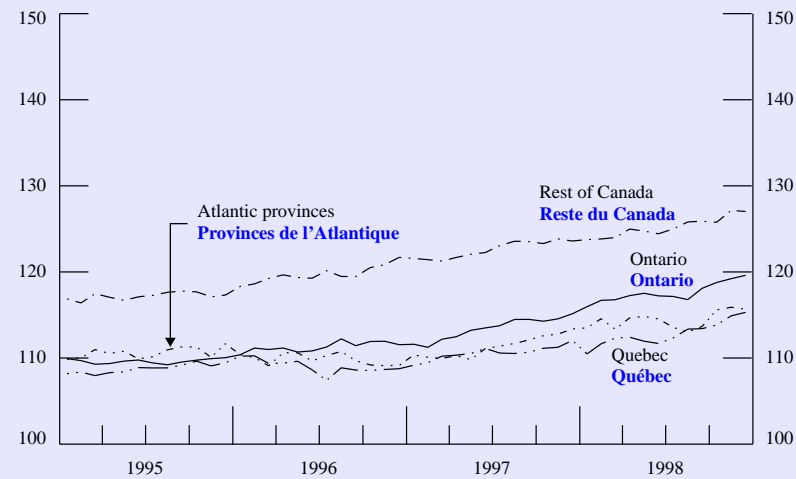
despite a significant rise in the participation rate. Even with some softening through the autumn because of declining confidence, consumer spending has been solid in 1998, boosted by rising incomes, tax cuts, and special incentives on motor vehicle sales. However, housing starts, even though they have rebounded since the conclusion of the strikes in the Toronto area, remain largely unchanged from last year's levels.

The *Quebec* economy has probably expanded at about the same rate in 1998 as the year before—close to 2.5 per cent. Despite the effects of the ice storm in early 1998 and work stoppages over the summer, economic activity was relatively healthy, supported by domestic and U.S. demand. The driving force behind the expansion has been a sharp increase in investment outlays by the private sector to increase capacity and improve productivity, and by electric utilities to rebuild distribution lines after the ice storm. Consumer spending, while slowing from the very rapid growth rates of the previous two years, has also been an important source of strength. Activity in the housing sector has softened after a strong performance in 1997. Conditions in the labour market continue to improve, with significant employment gains, particularly in manufacturing and some of the services industries, and with the unemployment rate falling under 10 per cent for the first time since 1990.

Economic growth in Atlantic Canada was likely close to the national average in 1998, despite a slowdown in activity in Prince Edward Island following the completion of the Confederation Bridge. Growth in *Newfoundland* is expected to have exceeded that of most other provinces, supported by the construction of the Terra-Nova oil platform, other mining projects, and the first full year of production from Hibernia. In *Nova Scotia* the launch of the Sable Island natural gas project, several smaller private sector projects, and tourism provided the main source of stimulus. *New Brunswick* benefited from construction of the highway between Fredericton and Moncton, a major expansion of

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



de la vigueur soutenue de la demande aux États-Unis. L'emploi a crû de façon continue depuis le milieu de 1996 : près de 420 000 postes ont été créés et le taux de chômage est tombé à 6,9 % en dépit d'une nette hausse du taux d'activité. Malgré un certain ralentissement à l'automne tenant à un recul de la confiance, les dépenses des ménages sont restées robustes en 1998, à la faveur de l'accroissement des revenus, des réductions d'impôt et de la mise en place de programmes spéciaux d'incitation à l'achat de véhicules automobiles. Par contre, si le nombre de mises en chantier de logements a augmenté depuis la fin des grèves dans la région de Toronto, il reste pratiquement inchangé par rapport à l'année antérieure.

Au *Québec*, la production s'est probablement accrue en 1998 au même rythme environ que l'année précédente, soit de près de 2,5 %. Malgré les effets de la tempête de pluie verglaçante ayant sévi au début de 1998 et des arrêts de travail survenus l'été dernier, l'activité économique s'est relativement bien maintenue, sous la poussée de la demande intérieure et des exportations vers les États-Unis. Le moteur de cette expansion a été un accroissement marqué des investissements effectués par le secteur privé en vue d'accroître les capacités de production et d'améliorer la productivité et par Hydro-Québec dans le but de reconstruire les lignes de distribution d'électricité endommagées par la tempête de pluie verglaçante. La progression des dépenses de consommation s'est ralentie comparativement à la croissance très rapide enregistrée les deux années précédentes, mais elle a également compté pour beaucoup dans la relance. L'activité dans le secteur du logement a fléchi après avoir été très soutenue en 1997. La situation sur le marché du travail continue de s'améliorer; de solides gains ont été réalisés au chapitre de l'emploi, particulièrement dans le secteur manufacturier et dans certaines branches du secteur des services, et le taux de chômage est passé sous la barre des 10 % pour la première fois depuis 1990.

En 1998, la croissance économique dans les provinces de l'Atlantique devrait être restée aux alentours de la moyenne nationale, même si à l'Île-du-Prince-Édouard l'activité s'est ressentie de la fin des travaux de construction du pont de la Confédération. Le taux de croissance à *Terre-Neuve* devrait avoir dépassé celui de la plupart des autres provinces, en raison de la construction de la plateforme pétrolière Terra-Nova, de la mise en œuvre de nouveaux projets d'extraction minière et de l'exploitation de la plateforme

the Saint John oil refinery, and growth in the high-tech sector. A surge in tourism, reflecting the depreciation of the Canadian dollar and greater access via the Confederation Bridge, supported the economy of *Prince Edward Island* in 1998, partly offsetting poor agricultural performance. With the exception of New Brunswick, employment growth across the region was below the national average over the past year. New Brunswick recorded the strongest gains, led by strong job creation in the services sector (notably business and personal services). Employment growth and lower taxes have been supporting a generally positive trend in consumer spending and a recovery in housing starts since last spring, particularly in Nova Scotia.

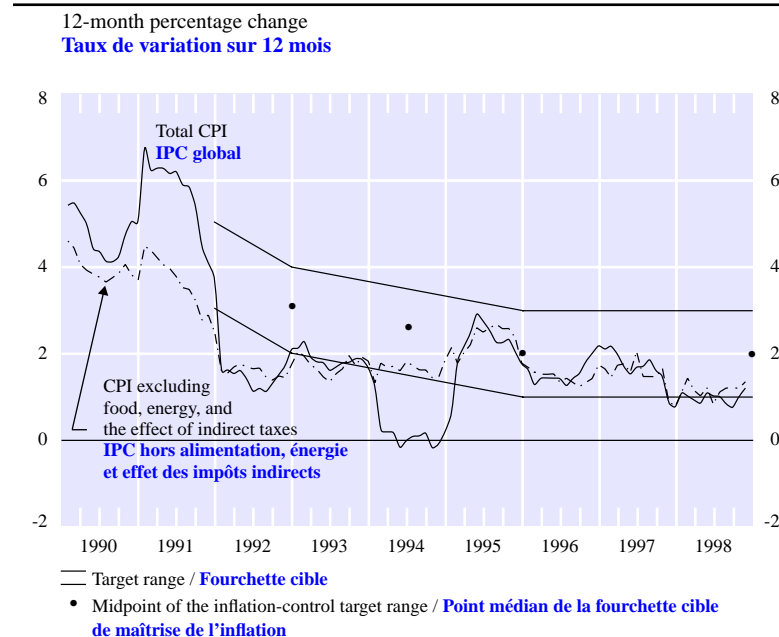
Hibernia pour la première année complète. En *Nouvelle-Écosse*, le lancement du projet de mise en valeur du gisement de gaz naturel à l'île de Sable et de plusieurs autres projets de plus petite envergure dans le secteur privé ainsi que l'essor du tourisme ont été les principales sources de vigueur. L'économie du *Nouveau-Brunswick* a bénéficié des activités de construction de l'autoroute devant relier Fredericton et Moncton, des travaux majeurs d'agrandissement de la raffinerie de pétrole de Saint-John ainsi que de la croissance dans les industries de pointe. La forte augmentation du nombre de touristes, qui tient à la dépréciation du dollar canadien et au meilleur accès de la province depuis l'ouverture du pont de la Confédération, a contribué à soutenir l'économie de l'*Île-du-Prince-Édouard* en 1998 et compensé en partie les mauvais résultats obtenus dans le secteur agricole. Dans l'ensemble de la région — abstraction faite du Nouveau-Brunswick —, l'emploi a progressé en 1998 à un rythme inférieur à la moyenne nationale. C'est le Nouveau-Brunswick qui a enregistré les gains les plus importants, la création d'emplois ayant été très forte dans le secteur des services (en particulier les services aux entreprises et aux particuliers). La croissance de l'emploi et les réductions d'impôt ont alimenté la tendance généralement favorable des dépenses de consommation et la reprise des mises en chantier de logements depuis le printemps dernier, particulièrement en Nouvelle-Écosse.

Prices and costs

Core inflation (measured by the 12-month rate of increase in the CPI excluding food, energy, and the effect of changes in indirect taxes) edged up to 1.4 per cent in November from 1.2 per cent in the previous three months. This mainly reflected price-level effects from the depreciation of the Canadian dollar and the elimination of rebates on motor vehicle sales. Two other statistical measures of the trend rate of inflation, the CPIX and CPIW,³ have closely followed the recent path of core inflation, remaining slightly

3. 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*.

Consumer price index Indice des prix à la consommation



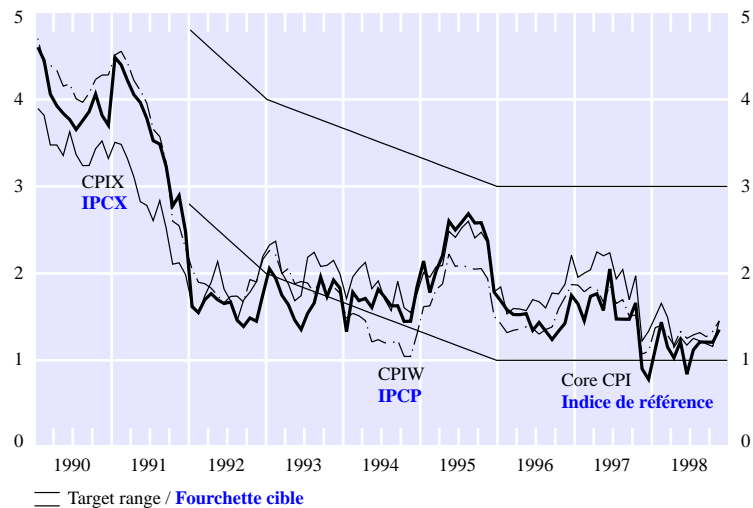
Les prix et les coûts

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) est remontée à 1,4 % en novembre après s'être maintenue à 1,2 % pendant les trois mois précédents. Cette hausse est principalement imputable à l'incidence sur le niveau des prix de la dépréciation du dollar canadien et à l'élimination des rabais offerts sur le prix des véhicules automobiles. Deux autres mesures statistiques du taux de l'inflation tendancielle, soit IPCX et IPCP³, ont affiché une évolution très semblable à celle

3. 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 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



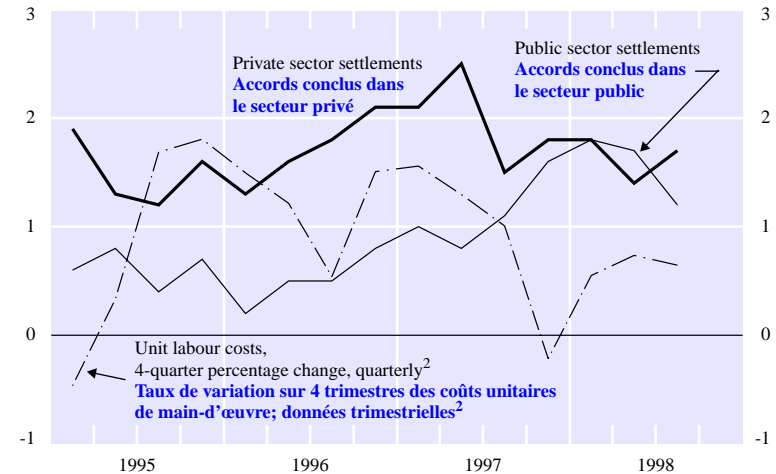
above the core measure but still in the lower half of the 1 to 3 per cent inflation-control target range.

Total CPI inflation, which had slipped below the target range in recent months under downward pressure from falling oil prices, moved back into the lower end of the range in October and rose to 1.2 per cent in November.

Over the past year, excess capacity in the economy and pressures from Asian suppliers have intensified competition in retail markets, as evidenced by greater-than-normal price discounting, particularly for automobiles and furniture. In addition, long-distance telephone rates and computer prices have fallen because of deregulation, technological advances, and lower component costs owing to currency depreciations in Asia. Some of these factors may persist for a time, as retailers turn to cheaper Asian suppliers. Working in the opposite direction have been the effects on consumer prices of the past depreciation of the Canadian dollar against the U.S. dollar. On balance, the depreciation effects will tend to raise core inflation slightly in coming months. However, the remaining slack in product and labour markets and the lower prices of imports from Asian countries will work to keep core inflation below the 2 per cent midpoint of the target range over the coming year.

Wage settlements¹ and unit labour costs Accords salariaux¹ et coûts unitaires de main-d'œuvre

Per cent
Pour cent



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

de l'inflation mesurée par l'indice de référence; en effet, elles se sont maintenues légèrement au-dessus de celle-ci tout en restant dans la moitié inférieure de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 %.

Le taux d'augmentation de l'IPC global, qui avait glissé au-dessous de la fourchette cible ces derniers mois sous l'effet de pressions à la baisse attribuables au fléchissement des prix du pétrole, est retourné à la limite inférieure de la fourchette cible en octobre et s'est à nouveau inscrit en hausse en novembre pour s'établir à 1,2 %.

Au cours de l'année dernière, la présence de capacités excédentaires au sein de l'économie et les pressions en provenance des fournisseurs asiatiques ont eu pour résultat d'accroître la concurrence dans le commerce de détail, comme en font foi les rabais plus élevés qu'à l'ordinaire qui y ont été consentis, en particulier sur le prix des véhicules automobiles et des meubles. En outre, les tarifs des appels interurbains et les prix des ordinateurs ont fléchi en raison de la déréglementation, des progrès techniques et de la diminution des coûts des composants qu'a entraînée la dépréciation de certaines monnaies en Asie. Quelques-uns de ces facteurs risquent de persister un certain temps, les détaillants se tournant vers des sources d'approvisionnement moins chères en Asie. L'incidence des facteurs en question a été contrebalancée par l'effet sur les prix à la consommation du repli passé du dollar canadien vis-à-vis de la devise américaine. Cet effet aura tendance à faire légèrement grimper l'inflation mesurée par l'indice de référence au cours des prochains mois. Cependant, la présence de capacités de production excédentaires et de ressources

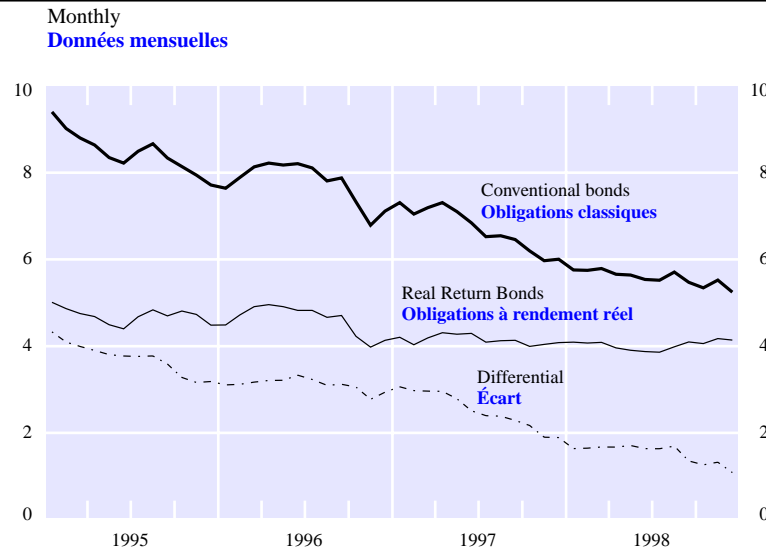
The core rate of inflation is expected to stay in the lower half of the target range over the coming year.

The absence of wage and cost pressures reinforces this low-inflation scenario. Wage increases remain moderate. Annual wage settlements in the unionized private sector averaged 1.8 per cent in the first 10 months of 1998, compared with 2.1 per cent for all of 1997. With the relaxation of restraint measures, public sector settlements have been moving closer to those in the private sector, averaging 1.5 per cent over the same period, up slightly from 1.4 per cent in 1997. Modest growth in labour income per person-hour has contained unit labour costs even though productivity gains have been more moderate because of the slowdown in output growth.

Broad measures of inflation have been easing. The year-over-year change in the fixed-weight gross domestic product (GDP) deflator was barely positive in the third quarter, while the chain price index—based on weights that adjust to shifts in the composition of spending—declined by 0.3 per cent. Because these broad measures include export prices, they have also been affected by the considerable decline in the prices of primary commodities as well as by the factors influencing CPI inflation.

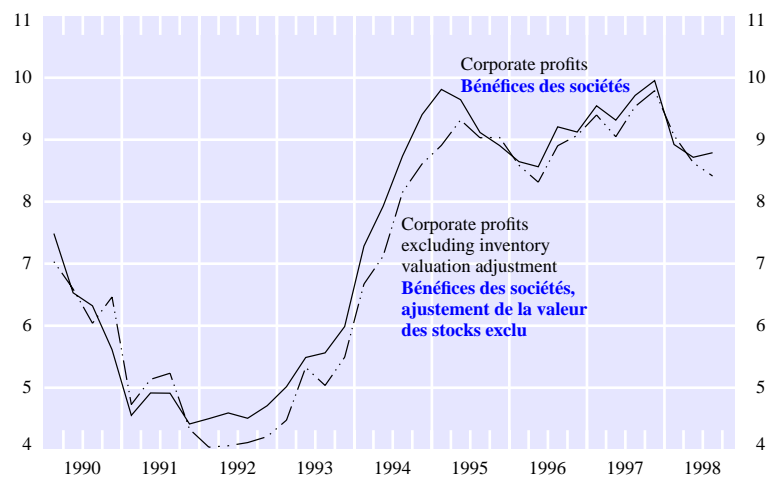
Longer-term inflation expectations seem to have continued to drift downwards, as indicated by recent surveys of business forecasters and

30-year bond yields
Taux de rendement des obligations à 30 ans



Corporate profits
Bénéfices des sociétés

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



inutilisées sur le marché du travail ainsi que le recul des prix des produits importés des pays d'Asie contribueront à maintenir cette mesure de l'inflation en deçà de 2 %, le point médian de la fourchette cible, au cours de l'année qui vient.

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait demeurer dans la moitié inférieure de la fourchette cible au cours de la prochaine année.

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 1,8 % au cours des dix 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 se sont rapprochées de celles consenties dans le secteur privé; elles ont atteint 1,5 % en moyenne au cours de cette même période de dix mois, ce qui représente une légère augmentation par rapport à la moyenne de 1,4 % observée en 1997. L'accroissement modeste des revenus du travail par heure-personne a aidé à freiner les hausses des coûts unitaires de main-d'œuvre à un moment où la productivité progressait à un rythme moins rapide par suite d'un ralentissement de la croissance de la production.

Les grandes mesures de l'inflation ont continué de fléchir. La variation sur quatre trimestres de l'indice des prix à pondération fixe du produit intérieur brut (PIB) a été tout juste positive au troisième trimestre, alors que l'indice de prix en

by the further narrowing of the yield differential between conventional and Real Return Bonds. Longer-term inflation forecasts, as reported by Consensus Economics Inc., are slightly below the midpoint of the inflation-control target range, albeit still somewhat above actual inflation.

Corporate profits recovered somewhat in the third quarter of 1998. Gains were concentrated in the telecommunications, oil and gas, forest products, and non-ferrous metals sectors. The share of profits in nominal GDP rose slightly to 8.8 per cent from 8.7 per cent in the previous quarter.

CANADIAN FINANCIAL MARKET DEVELOPMENTS AND MONETARY POLICY OPERATIONS

Monetary and credit developments

The 12-month rate of growth of gross M1 (the measure of money used for transactions) has moderated considerably in recent months, to about 8 per cent in November. Structural factors continue to affect the evolution of M1, making it difficult to draw inferences about the future path of output and inflation. With the phasing-out of reserve requirements in the early 1990s, the distinction between demand deposits (which are included in M1) and other deposits (which are not) has become less marked. This has encouraged a strong move back to current accounts, which now pay more attractive, market-related interest rates. At the same time, other innovations such as debit cards, ATMs, and telephone or personal computer banking have made it easier to use other accounts (not included in M1) for transactions purposes, which may be reducing M1 balances. That being said, the recent slowdown in the growth of gross M1—particularly in November—is greater than can be explained by structural factors alone. This unanticipated weakness is probably linked to the tightening of credit conditions through the fall. If sustained, the deceleration in M1 growth could indicate some slowing in the pace of economic activity in the first half of 1999. However, M1 is volatile, and past experience suggests that more than one or two months of data are required to indicate a trend.

chaîne du PIB, qui s'appuie sur des pondérations tenant compte des modifications de la composition de la dépense, a diminué de 0,3 %. Parce que ces grandes mesures comprennent les prix des biens exportés, elles ont été touchées par le recul considérable des cours des produits de base en plus des facteurs qui influent sur l'IPC.

Le taux d'inflation attendu à plus long terme aurait continué de baisser, comme en témoignent les enquêtes récentes des prévisionnistes du secteur privé et un nouveau rétrécissement de l'écart de taux entre les obligations classiques et les obligations à rendement réel. Le taux d'inflation prévu à plus long terme dont fait état Consensus Economics Inc. est légèrement inférieur au point médian de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation, mais il dépasse un peu le taux d'inflation observé.

Les bénéfices des sociétés se sont quelque peu redressés au troisième trimestre de 1998. Le gros des gains a été réalisé dans les secteurs des télécommunications, du pétrole et du gaz, des produits de la forêt et des métaux non ferreux. La part que représentent les bénéfices dans le PIB nominal est passée de 8,7 % au troisième trimestre de 1998 à 8,8 % au quatrième trimestre.

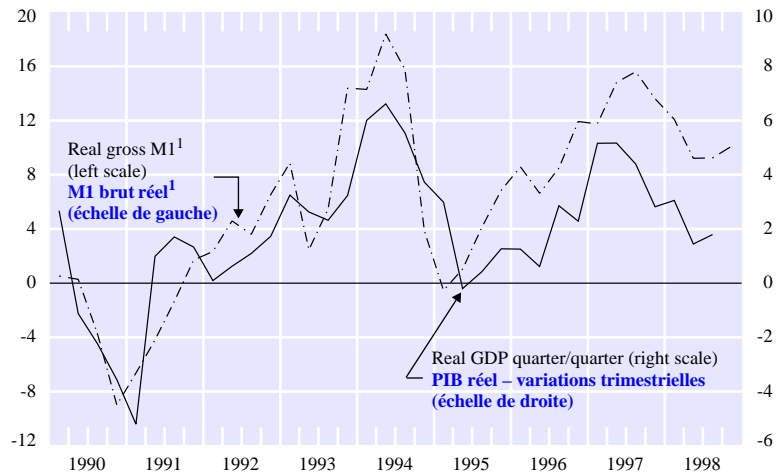
L'ÉVOLUTION DES MARCHÉS FINANCIERS AU CANADA ET LES MESURES DE POLITIQUE MONÉTAIRE

L'évolution de la masse monétaire et du crédit

Le taux de croissance sur douze mois de M1 brut (la mesure de la monnaie utilisée pour régler les transactions) a diminué considérablement au cours des derniers mois pour s'établir aux alentours de 8 % en novembre. Comme des facteurs structurels continuent d'influencer l'évolution de M1, il est difficile d'en tirer des conclusions au sujet de la trajectoire future de la production et de l'inflation. Depuis l'élimination progressive des réserves obligatoires durant la première moitié de la décennie, la distinction entre les dépôts à vue (qui sont inclus dans la composition de M1) et les autres types de dépôt (qui ne le sont pas) s'est en partie estompée. Ce phénomène a été à l'origine du fort regain de popularité des comptes courants, qui sont maintenant assortis de taux d'intérêt plus attractifs, proches de ceux du marché. Parallèlement, certaines autres innovations telles que les cartes de débit, les guichets automatiques et les services bancaires par téléphone ou ordinateur personnel facilitent le règlement des transactions au moyen d'autres comptes qui n'entrent pas dans la composition de M1, ce qui pourrait avoir pour effet de réduire les sommes comprises dans M1. Cela étant dit, le ralentissement que la croissance de M1 brut a connu récemment, particulièrement en novembre, ne peut pas être expliqué entièrement par des facteurs structurels. Cette faiblesse inattendue est liée selon toute vraisemblance au durcissement des conditions du crédit survenu durant l'automne. Si elle persiste, elle pourrait être l'indice d'une décélération de la croissance de l'activité au premier semestre de 1999. Toutefois, M1 est un agrégat volatil, et l'expérience nous enseigne qu'il nous faut disposer de plus d'un ou de deux mois de données pour dégager une tendance.

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

Annual rates
Taux annuels

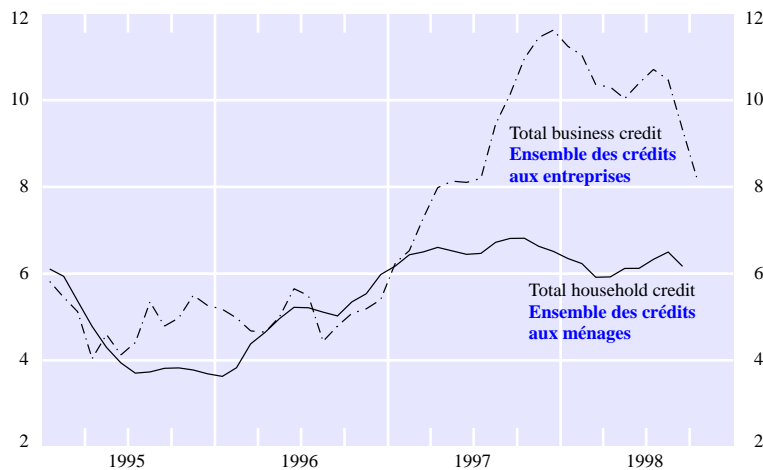


1. Two-quarter moving average of growth in gross M1 (deflated by the consumer price index), one quarter earlier

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

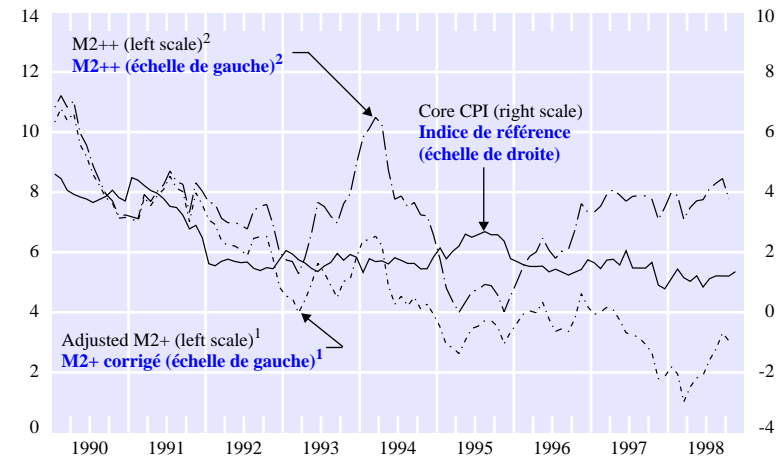
Credit aggregates Agrégats du crédit

12-month percentage change
Taux de variation sur 12 mois



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

Year-over-year percentage change
En glissement annuel

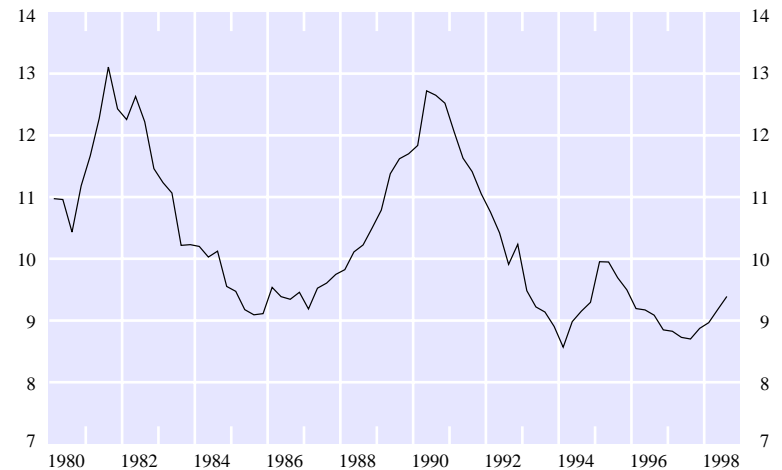


1. Adjusted M2+ adds CSBs and mutual funds sponsored by certain financial institutions to M2+.
2. M2++ adds CSBs and all mutual funds to M2+.

1. M2+ corrigé correspond à M2+ majoré des obligations d'épargne du Canada et des fonds communs de placement offerts par certaines institutions financières.
2. M2++ correspond à M2+ majoré des obligations d'épargne du Canada et de tous les fonds communs de placement.

Personal sector¹ debt-service ratio Ratio du service de la dette des particuliers¹

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



1. Includes unincorporated businesses / Y compris les entreprises individuelles.

The slowing in the growth of monetary and credit aggregates is too recent to indicate any significant change in the outlook for output and inflation.

The growth of broad money, which is an indicator of short-term movements in nominal spending and core inflation, also slowed in November, partly reflecting developments in M1. This slowdown is too recent to indicate a change in the outlook for inflation; however, the recent evolution of broad money remains generally in line with expectations of continued low inflation.

The growth of business credit, which had been rather robust through the first eight months of the year (especially considering that most firms had little need for external financing), has moderated since September. While this coincided with tightening credit conditions—widening interest rate spreads between corporate and government bonds as investors reassessed risk—it probably also reflected reduced financing requirements, partly associated with the decline in inventory investment. Given the relatively high levels of accumulated liquidity and improving credit conditions, the recent slowing of business credit is not expected to be a major constraint on business investment. However, with lingering uncertainty in the markets, the evolution of business credit will be monitored carefully in coming months.

After slowing in September, total household credit resumed its fairly rapid growth through October–November. While the pace of increase in consumer credit has moderated, that of residential mortgage credit has picked up recently, despite the generally modest level of activity in the housing market. Since mortgage rates are significantly below rates on consumer loans, there has probably been some substitution of mortgage credit for consumer credit. With personal disposable income falling in the third quarter, the ratio of outstanding personal debt to disposable income rose significantly. The estimated ratio of interest payments to disposable income—the debt-service ratio—edged up but remains well below its recent peak in the early 1990s and somewhat below the average for the past 20 years.

Le ralentissement de la progression des agrégats de la monnaie et du crédit est encore trop récent pour laisser entrevoir une modification importante des perspectives d'évolution de la production et de l'inflation.

La croissance de la masse monétaire au sens large, qui est un indicateur des variations à court terme de la dépense nominale et de l'inflation mesurée par l'indice de référence, a aussi ralenti en novembre, en partie par suite de l'évolution de M1. Ce ralentissement est trop récent pour indiquer un changement quelconque des perspectives en matière d'inflation; l'évolution récente de la monnaie au sens large reste néanmoins compatible de façon générale avec le maintien attendu d'un bas taux d'inflation.

La croissance des crédits aux entreprises, qui avait été plutôt vigoureuse durant les huit premiers mois de l'année (surtout si l'on songe que la plupart des entreprises ont relativement peu besoin de financement externe), s'est tassée depuis septembre. Bien que ce ralentissement ait coïncidé avec le resserrement des conditions du crédit — soit l'accroissement de l'écart entre les taux de rendement des obligations des sociétés et ceux des obligations d'État au moment où les investisseurs procédaient à une réévaluation des risques —, il reflète probablement aussi une diminution des besoins de financement, liée en partie à la baisse des investissements en stocks. Compte tenu des niveaux relativement élevés de liquidités accumulées et de l'amélioration des conditions du crédit, le ralentissement récent de la croissance des crédits aux entreprises ne devrait pas exercer une lourde contrainte sur les investissements de ces dernières. Toutefois, étant donné l'incertitude qui persiste sur les marchés, l'évolution des crédits aux entreprises sera observée de près au cours des prochains mois.

Après avoir accusé un recul en septembre, l'ensemble des crédits aux ménages a recommencé à progresser assez rapidement en octobre et en novembre. Bien que la croissance du crédit à la consommation ait diminué, celle du crédit hypothécaire à l'habitation s'est accélérée récemment en dépit du niveau d'activité généralement hésitant observé sur le marché du logement. Étant donné que les taux des prêts hypothécaires sont nettement inférieurs à ceux des prêts à la consommation, il est probable qu'il se soit produit une certaine substitution du crédit hypothécaire au crédit à la consommation. En raison de la baisse du revenu disponible des particuliers au troisième trimestre, le ratio d'endettement de ces derniers a augmenté de façon marquée. 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 des années 1990 et un peu au-dessous de la moyenne des 20 dernières années.

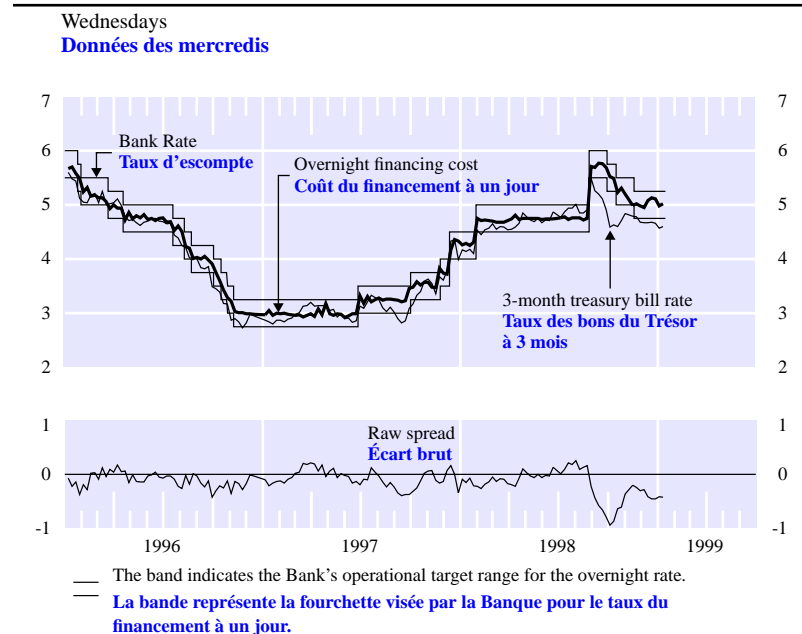
Monetary conditions and policy operations

As discussed in the November *Monetary Policy Report*, since the summer, the conduct of monetary policy has been influenced by the heightened nervousness in global financial markets following the Russian crisis and by the implications of slowing world output for commodity prices and for the Canadian economy.

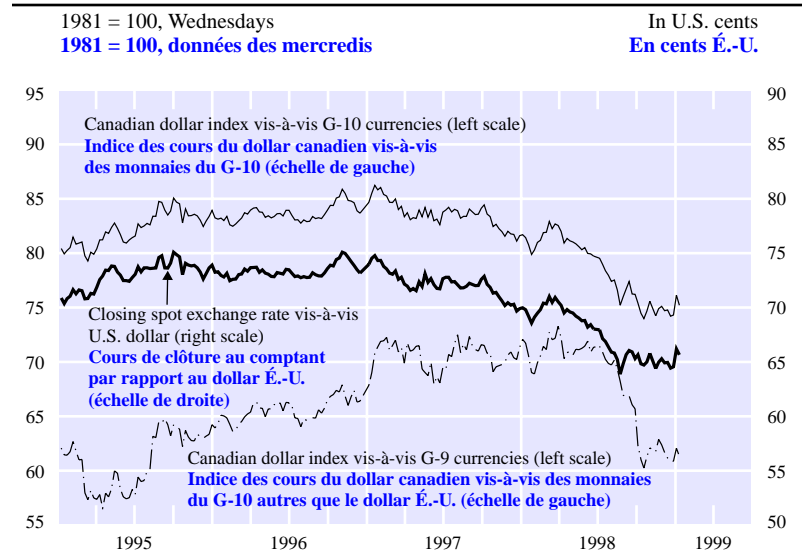
To forestall a potential loss of confidence, as signalled by the accelerated decline of the Canadian dollar and sharply rising longer-term interest rates through the late summer, the Bank had to place particular emphasis on calming financial markets. In this context, the Bank Rate was raised by 100 basis points to 6 per cent in late August. This helped the Canadian dollar to stabilize, and medium- and long-term rates came back down. When the U.S. Federal Reserve lowered interest rates three times between September and November, the Bank was able to match those cuts, reducing the Bank Rate to 5 1/4 per cent. These cuts were judged appropriate, in view of the improving global financial climate following the U.S. actions and Canada's continued low and stable inflation rate.

The Canadian dollar has fluctuated within a range of 64 1/4 to 66 1/2 cents (US) since mid-November. The general firmness of recent indicators of domestic demand and some improvement in the outlook for world commodity prices have

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



Canadian dollar exchange rate Taux de change du dollar canadien



Les conditions monétaires et les mesures de politique monétaire

Comme en fait état la livraison de novembre du *Rapport sur la politique monétaire*, la conduite de la politique monétaire a été influencée depuis l'été par la nervosité accrue que la crise en Russie a suscitée sur les marchés financiers internationaux et par les incidences du ralentissement de la production mondiale sur l'évolution des cours des produits de base et l'économie canadienne.

Pour prévenir une éventuelle perte de confiance, que faisaient craindre la dépréciation accélérée du dollar canadien et la forte remontée des taux d'intérêt à long terme durant les dernières semaines de l'été, la Banque s'est attachée tout particulièrement à calmer les marchés financiers. Dans ce contexte, elle a relevé le taux officiel d'escompte de 100 points de base pour le porter à 6 % à la fin d'août. Cette mesure a permis au dollar canadien de se stabiliser et aux taux à moyen et à long terme de redescendre. Lorsque la Réserve fédérale des États-Unis a abaissé ses taux à trois reprises entre septembre et novembre, la Banque a été en mesure de lui emboîter le pas chaque fois, de sorte que le taux d'escompte a été ramené à 5 1/4 %. Ces baisses étaient jugées appropriées, à la lumière de l'amélioration du climat financier international qui a fait suite à l'adoption de ces mesures par les États-Unis et du maintien d'un taux d'inflation bas et stable au Canada.

Le dollar canadien a fluctué entre 64 1/4 et 66 1/2 cents É.-U. depuis la mi-novembre. La fermeté générale des indicateurs récents de la demande intérieure et l'amélioration des

supported the currency. Overall, the Canadian dollar has appreciated by about 1.5 per cent against the U.S. dollar. On a trade-weighted basis vis-à-vis the G-10 currencies, it has appreciated by slightly less, reflecting the depreciation of the U.S. dollar against other major currencies over this period.

Monetary conditions have continued to fluctuate widely since mid-November and, on balance, have remained accommodative.

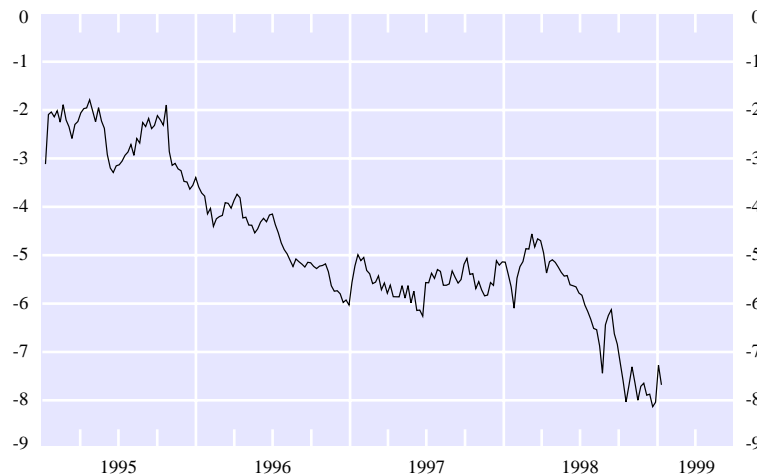
Monetary conditions have continued to fluctuate over a rather wide range, mainly because of exchange rate movements. While, on balance, they have tightened slightly since mid-November, they remain accommodative.

Interest rates have declined across the maturity spectrum.

Canadian short-term money market rates have declined since November, but rates on 90-day commercial paper are now slightly above (rather than slightly below) those in the United States. Diminishing global financial concerns, a weaker world economic outlook, and contained domestic inflation have led to further declines in Canadian bond yields since mid-November. The small positive Canada-U.S. yield spread on 30-year government bonds has narrowed slightly.

**Monetary conditions index
Indice des conditions monétaires**

Wednesdays, January 1987 = 0
Données des mercredis, janvier 1987 = 0

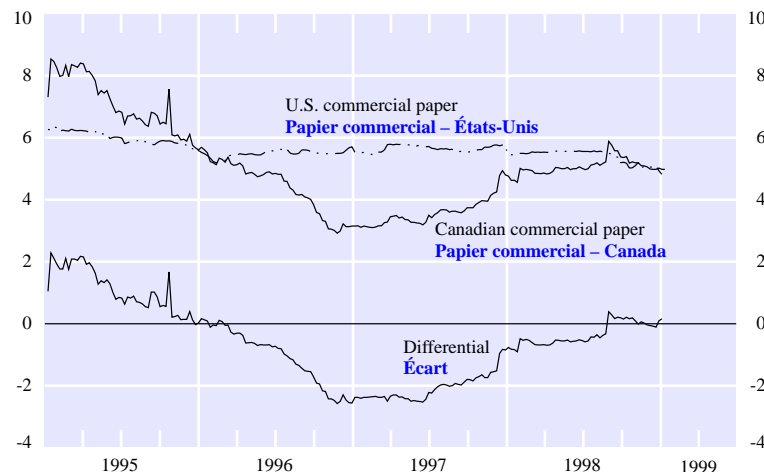


This index is calculated as the change in the 90-day commercial paper rate since January 1987 plus one-third of the percentage change in the effective exchange rate of the Canadian dollar against the other G-10 currencies since January 1987.

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.

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

Wednesdays
Données des mercredis



perspectives d'évolution des prix mondiaux des produits de base ont soutenu notre monnaie. Dans l'ensemble, le dollar canadien a gagné environ 1,5 % vis-à-vis de la devise américaine. Sur la base de son cours pondéré en fonction des échanges commerciaux avec les pays du Groupe des Dix, il s'est apprécié d'un peu moins, ce qui s'explique par la baisse du dollar É.-U. par rapport aux autres grandes devises durant cette période.

Les conditions monétaires ont continué d'afficher d'importantes fluctuations depuis la mi-novembre et sont restées généralement expansionnistes.

Les conditions monétaires ont continué d'afficher des fluctuations relativement importantes en raison principalement des variations du cours de notre dollar. Si, dans l'ensemble, elles se sont un peu resserrées depuis la mi-novembre, elles restent expansionnistes.

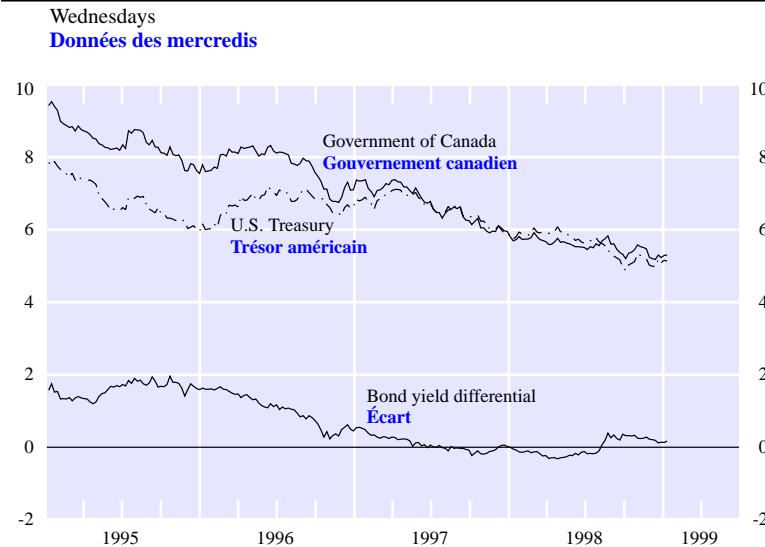
Les taux d'intérêt ont reculé pour toutes les échéances.

Les taux à court terme du marché monétaire au Canada ont diminué depuis novembre, mais ceux du papier commercial à 90 jours sont maintenant légèrement supérieurs à leurs pendants américains. L'atténuation des inquiétudes sur la scène financière internationale, la dégradation des perspectives de l'économie mondiale et la maîtrise de l'inflation intérieure ont entraîné un nouveau repli des rendements des obligations canadiennes depuis la mi-novembre. Le faible écart de rendement positif entre les taux des obligations

After the latest reduction of the Bank Rate in November, chartered banks lowered their prime lending rate by 25 basis points to 6 3/4 per cent. The typical one-year mortgage rate is unchanged at 6.40 per cent, while the five-year rate has decreased by 25 basis points to 6.90 per cent.

The decline in medium- and long-term borrowing costs is encouraging, since it stimulates economic activity, particularly spending on housing and fixed investment, while also helping to reduce the cost of servicing government debt.

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



à 30 ans des gouvernements canadien et américain s'est un peu rétréci.

Dans le sillage de la dernière réduction du taux officiel d'escompte en novembre, les banques ont abaissé leur taux de base de 1/4 de point de pourcentage pour le ramener à 6 3/4 %. Le taux des prêts hypothécaires à un an s'établit toujours à 6,40 %, tandis que le taux à cinq ans a reculé de 25 points de base et se situe maintenant à 6,90 %.

La réduction du coût du financement à moyen et à long terme est encourageante car elle stimule l'activité économique, particulièrement les dépenses en logements et les investissements fixes, tout en aidant à alléger le service de la dette publique.

