

Recent developments in the monetary aggregates and their implications

L'évolution récente des agrégats monétaires et son incidence

- *Gross M1 grew by 9 per cent on a year-over-year basis through 1998, down from its 15 per cent growth rate through 1997. The deceleration in M1 reflected the declining influence of special factors, a lagged response to interest rate increases in 1997, and a small contraction in M1 in the fourth quarter associated with some tightening in credit conditions.*
- *We expect the influence of special factors to continue to affect M1 growth, but to have a declining influence, such that M1 should grow at 5 to 9 per cent through 1999. In the long run, we expect M1 growth to be in the range of 2 to 5 per cent, which is consistent with the inflation target.*
- *The broad aggregate M2++, which takes account of shifts from deposit accounts into mutual funds, grew by about 7 1/2 per cent through 1998, which would indicate growth in nominal spending of about 4 to 5 per cent through 1999.*
- *Overall, the recent behaviour of the monetary aggregates suggests that inflation will remain within the target range.*
- *M1 brut a augmenté de 9 % en glissement annuel en 1998, contre une avance de 15 % en 1997. Cette décélération s'explique par l'influence moindre de facteurs spéciaux, par une réaction retardée aux hausses de taux d'intérêt survenues en 1997 et par une faible contraction de M1 au quatrième trimestre, liée à un resserrement des modalités de crédit.*
- *Les facteurs spéciaux devraient continuer d'influer sur la croissance de M1, mais de façon moins marquée, de sorte que M1 devrait augmenter au rythme de 5 à 9 % en 1999. On s'attend à ce que le taux de croissance à long terme de M1 soit de l'ordre de 2 à 5 %, un niveau compatible avec le taux d'inflation visé par les autorités.*
- *L'agrégat au sens large M2++, qui tient compte de la croissance des fonds communs de placement au détriment des comptes de dépôt, a progressé à un rythme d'environ 7 1/2 % en 1998, ce qui laisse entrevoir une expansion de la dépense nominale d'environ 4 à 5 % en 1999.*
- *Dans l'ensemble, l'évolution récente des agrégats monétaires donne à penser que l'inflation restera dans les limites de la fourchette cible.*

Introduction

This article discusses the recent behaviour of Canada's monetary aggregates and analyzes the implications of this behaviour for future economic activity. The first half of the article deals with narrow money; the second half with broad money.

Narrow money

The relationship between gross M1, spending, and prices

The narrow monetary aggregates are intended to measure the money that economic agents hold for the purpose of settling transactions. Traditionally, M1, which consists of currency, personal chequing accounts, and current accounts, has served as a measure of transactions money in Canada. A large portion of this aggregate is held by businesses, with the balance held by individuals.

Monetary aggregates that adequately capture money held for the purpose of making transactions are particularly useful for providing insights into current and planned economic activity. Indeed, data for Canada show that, historically, fluctuations in M1 have often preceded fluctuations in spending and inflation. The evolution of M1, spending, and prices is illustrated in Charts 1, 2, and 3.

Chart 1 depicts the annual growth rates of M1 and nominal spending (gross domestic product) over the last 20 years. The chart suggests that M1 and nominal GDP generally move in the same direction. Chart 2 shows that M1, adjusted for inflation, provides leading information about near-term growth in real GDP. From Chart 3 we see that swings in M1 growth are correlated with subsequent changes in the trend rate of inflation. This chart suggests that M1 generally leads trend inflation by two or more years. This is consistent with the view that inflation is a monetary phenomenon.¹ Nevertheless, these charts also suggest that relationships among money, spending, and prices can change over time. Developments in the 1990s are striking in that regard.

In the past several years, M1 has been growing much faster than would have been expected from the historical relationship between the demand for this aggregate, real GDP, and inflation. For instance, in 1996 and 1997, M1 growth averaged about 14 per cent, yet inflation remained very low, at about 1 1/2 per cent, and real GDP grew by about 3 per cent on average: 1.8 per cent in 1996 and 4.4 per cent in 1997. Part of the strength in M1 arose from an increase in the demand for money resulting

1. For a more complete, technical demonstration of the relationship between these variables, see Muller (1992), Hendry (1995), and Atta-Mensah (1995, 1996).

Introduction

Le présent article décrit l'évolution récente des agrégats monétaires au Canada et en fait ressortir les conséquences pour l'activité économique future. La première partie de l'article porte sur la monnaie au sens étroit, la seconde, sur la monnaie au sens large.

La monnaie au sens étroit

La relation entre M1 brut, la dépense et les prix

Les agrégats monétaires étroits ont pour objet de mesurer l'encaisse que les agents économiques détiennent afin de régler leurs transactions. C'est habituellement M1, agrégat composé de la monnaie hors banques, des comptes de chèques personnels et des comptes courants, qui sert à mesurer les encaisses de transaction au Canada. Une bonne partie de cet agrégat est détenue par les entreprises, le reste appartenant aux particuliers.

Les agrégats qui mesurent convenablement les encaisses destinées au règlement des transactions sont particulièrement utiles pour analyser ou prévoir l'activité économique courante et future. En fait, les observations faites au Canada démontrent que, par le passé, les fluctuations de M1 ont souvent précédé les variations de la dépense et de l'inflation. L'évolution de M1, de la dépense et des prix est illustrée aux Graphiques 1, 2 et 3.

Le Graphique 1 présente les taux annuels de croissance de M1 et de la dépense nominale (du PIB nominal) au cours des 20 dernières années. On y constate que les deux grandeurs évoluent généralement dans le même sens. Il ressort du Graphique 2 que M1, après correction de l'inflation, est un indicateur avancé de l'expansion à court terme du PIB réel. Le Graphique 3 nous montre enfin que les variations de la croissance de M1 présentent une corrélation avec les modifications ultérieures du taux de l'inflation tendancielle. Ce graphique porte à conclure que l'évolution de M1 précède généralement de deux années ou plus celle de l'inflation tendancielle. Cette conclusion cadre avec la thèse voulant que l'inflation soit un phénomène monétaire¹. Ces trois graphiques montrent néanmoins aussi que les relations entre la monnaie, la dépense et les prix peuvent se modifier avec le temps. L'évolution observée au cours des années 1990 est frappante à cet égard.

Au cours des dernières années, M1 a crû beaucoup plus vite qu'on ne s'y serait attendu sur la foi de la relation observée précédemment entre la demande de cet agrégat, le PIB réel et l'inflation. En 1996 et 1997, par exemple, sa croissance a été d'environ 14 % en moyenne, tandis que l'inflation restait très faible, aux environs de 1 1/2 %, et que le PIB réel progressait d'à peu près 3 % en moyenne, soit 1,8 % en 1996 et 4,4 % en 1997. La vigueur de M1 était attribuable en partie à la hausse de la demande de monnaie, elle-même due au recul marqué qu'avaient connu

1. Le lecteur intéressé par une démonstration plus approfondie de la relation existant entre ces variables est invité à consulter Muller (1992), Hendry (1995) et Atta-Mensah (1995 et 1996).

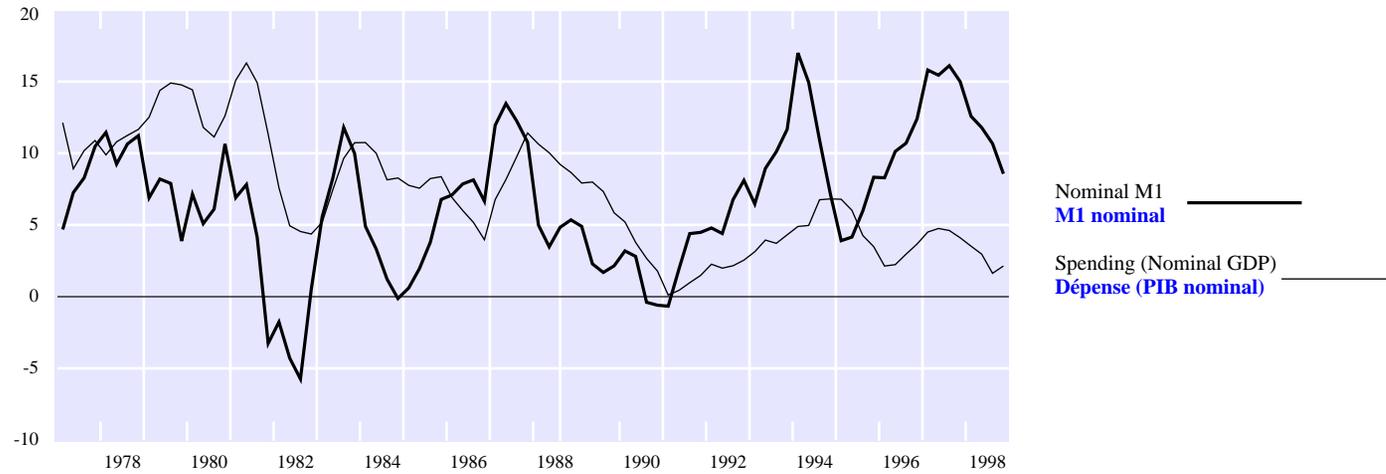
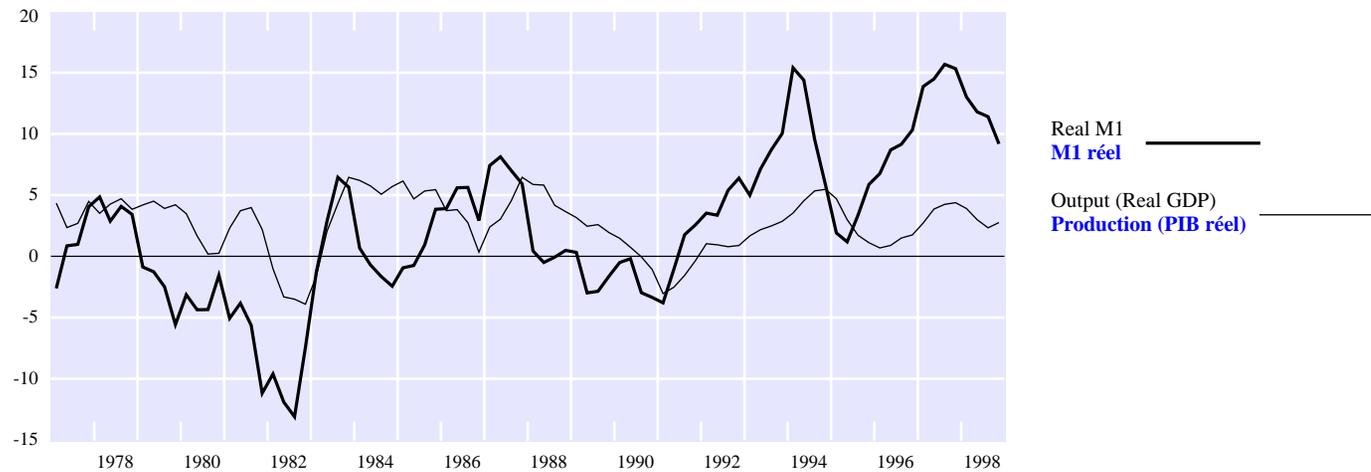
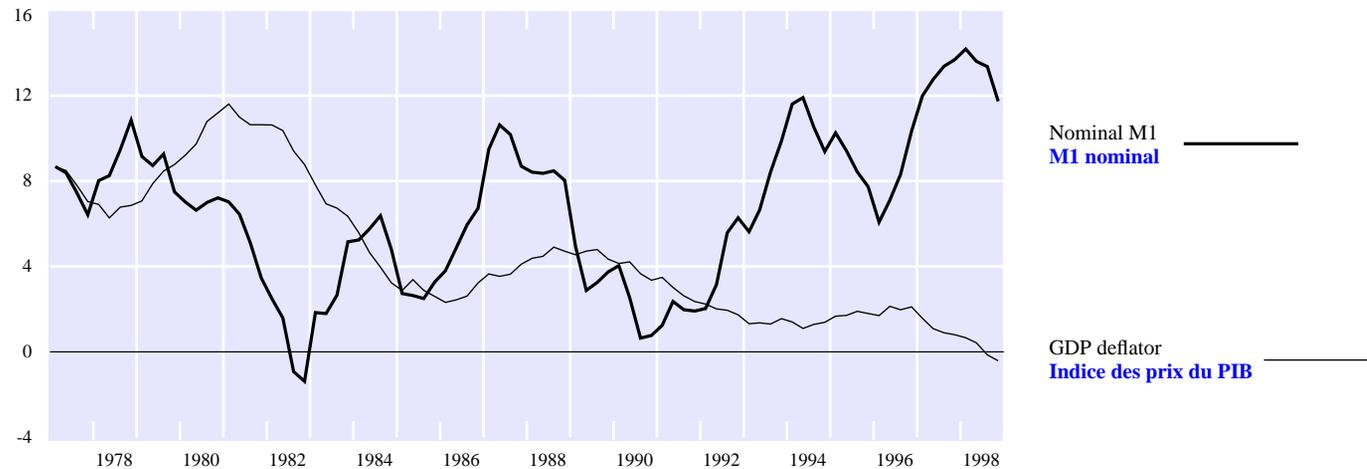


Chart 2 Year-over-year percentage change of M1 and output
Graphique 2 Taux de variation sur douze mois de M1 et de la production





from the preceding sharp decline in interest rates. Nevertheless, we would have expected M1 growth in the range of 7 to 8 per cent during this period based on its historical relationship with real GDP, inflation, and interest rates.² Clearly, special factors have temporarily affected the relationship between M1, spending, and prices.

In 1998, M1 growth slowed to 11 per cent in the first half of the year and to 7 per cent in the second half (Table 1).³ Higher interest rates and financial uncertainty caused a slowing in the extension of credit by banks in the autumn of 1998, which contributed to the weakness in money holdings in the latter half of the year. The slowdown also reflects the diminishing effects of the special factors, discussed below, that contributed to the distortion in the demand for M1 in recent years. Our analysis of the distortion leads us to believe that the influence of these factors will continue to decline, such that M1 should grow in the range of 5 to 9 per cent through 1999. M1 growth should thereafter move to the 2 to 5 per cent range that would normally accompany an inflation rate in the target range with GDP growing at its potential. To better understand the recent evolution of M1, the next section reviews the behaviour of its components and of the deposit instruments that are close substitutes for M1.

2. This calculation is consistent with a long-run demand function for M1 with a price elasticity of 1, an income elasticity of 0.6, and an interest semi-elasticity of -0.03 (or -3, depending on the convention used to express interest rates). See Hendry (1995).

3. Half-year growth rates are for the levels in the second or the fourth quarter over the level two quarters earlier. The annual growth rates are calculated as the fourth quarter of one year over the fourth quarter of the preceding year.

antérieurement les taux d'intérêt. Cependant, à la lumière de la relation observée historiquement entre M1 et le PIB réel, l'inflation et les taux d'intérêt, on se serait attendu à ce que l'expansion de M1 soit de l'ordre de 7 à 8 % durant cette période². De toute évidence, des facteurs spéciaux ont influé temporairement sur la relation entre M1, la dépense et les prix.

En 1998, la croissance de M1 s'est ralentie pour descendre à 11 % au premier semestre et à 7 % au second (Tableau 1)³. La hausse des taux d'intérêt et l'incertitude des marchés financiers ont amené les banques à resserrer leur crédit à l'automne de 1998, ce qui a contribué à la faiblesse des encaisses observée au second semestre. Le ralentissement s'explique aussi par l'influence moindre des facteurs spéciaux dont il sera question plus loin et qui ont entraîné une distorsion de la demande de M1 ces dernières années. Notre analyse de cette distorsion nous permet de croire que l'influence des facteurs en question continuera de s'amenuiser, de sorte que M1 devrait croître à un rythme de l'ordre de 5 à 9 % en 1999. Ensuite, la progression de M1 devrait s'établir à un niveau variant entre 2 et 5 %, ce qui est compatible avec une inflation se situant dans la fourchette cible et une expansion du PIB équivalant à son potentiel. Afin de faire mieux comprendre l'évolution récente de M1, nous nous proposons de décrire, dans la prochaine section, le comportement des composantes de cet agrégat et des instruments de dépôt qui sont d'excellents substituts de ces composantes.

2. Ce chiffre est conforme à une fonction de demande à long terme de M1 dans laquelle l'élasticité-prix est de 1, l'élasticité-revenu de 0,6 et la semi-élasticité vis-à-vis des taux d'intérêt de -0,03 (ou -3, selon la convention utilisée pour exprimer les taux d'intérêt). Voir Hendry (1995).

3. Les taux de croissance semestriels indiquent le niveau du deuxième ou du quatrième trimestre par rapport à celui observé deux trimestres auparavant. Les taux de croissance annuels sont calculés d'un quatrième trimestre à un autre.

Table 1
Tableau 1

Percentage change in selected monetary aggregates and their components
Taux de variation de quelques agrégats monétaires et de leurs composantes

	Amounts outstanding as of December 1998 ¹ (\$ millions) Encours en décembre 1998 ¹ (En millions de dollars)	Annualized percentage change ² / Taux de variation annuel ²										
		1986-1990 1986-1990	1991-1995 1991-1995	1993 1993	1994 1994	1995 1995	1996 1996	1997 1997	1998 1998	1998 1H 1 ^{er} sem. 1998	1998 2H 2 ^e sem. 1998	
Currency	30,677	6.6	6.5	7.8	7.1	2.8	4.2	5.6	6.8	6.4	7.2	Monnaie hors banques
Personal chequing accounts	14,204	13.6	13.2	20.6	10.5	11.7	22.4	16.7	16.1	22.0	10.5	Comptes de chèques personnels
Current accounts	39,912	0.9	11.2	15.9	8.3	13.0	19.7	25.3	8.9	11.6	6.2	Comptes courants
Gross M1	83,769	4.3	8.8	11.7	7.1	8.3	12.4	15.0	8.9	10.7	7.1	M1 brut
Net M1	85,782	4.6	8.7	13.8	7.4	5.6	16.4	12.4	6.6	12.1	1.5	M1 net
Non-personal chequable notice deposits	34,120	15.5	5.6	5.3	9.1	1.9	14.0	8.4	8.8	-0.3	18.8	Dépôts à préavis transférables par chèque autres que ceux des particuliers
Non-personal non-chequable notice deposits	3,264	12.3	-3.5	3.0	-5.2	-15.9	2.7	2.2	-7.8	-13.1	-2.1	Dépôts à préavis non transférables par chèque autres que ceux des particuliers
Personal chequable notice deposits	53,931	4.0	-3.4	-3.9	-2.9	-5.1	6.2	5.0	-0.9	0.0	-1.8	Dépôts à préavis transférables par chèque des particuliers
Personal non-chequable notice deposits	36,135	15.9	-9.7	-10.2	-13.7	-5.3	-2.0	-7.8	-11.0	-7.1	-14.7	Dépôts à préavis non transférables par chèque des particuliers
Personal fixed-term deposits	196,752	14.4	18.1	31.2	13.4	11.2	-1.6	-2.7	0.3	-2.3	2.9	Dépôts à terme fixe des particuliers
Total personal savings deposits	287,087	11.6	8.3	16.3	5.6	6.0	-0.1	-1.1	-1.5	-3.9	1.0	Ensemble des dépôts d'épargne des particuliers
M2	409,252	11.2	3.2	2.9	2.7	3.7	2.4	-1.5	0.9	-0.4	2.1	M2
Near-bank deposits ³	150,689	12.5	-4.9	-16.5	-4.5	1.5	0.8	-9.2	2.4	1.0	3.7	Dépôts aux institutions parabancaires ³
Money market mutual funds ⁴	35,998	72.3	14.9	-3.8	-1.2	19.4	55.7	12.6	6.0	-5.8	19.3	Fonds communs de placement du marché monétaire ⁴
Annuities	41,485	14.6	4.3	6.2	0.7	3.7	-7.1	-8.2	-6.6	-9.6	-3.5	Rentes
M2+ ⁴	637,241	11.4	3.8	3.2	2.3	4.5	3.4	-1.0	0.9	-0.7	2.5	M2+ ⁴
CSBs	28,356	-5.8	-3.4	-6.9	-4.0	-2.3	6.5	-2.3	-8.1	-8.3	-7.8	OEC
Non-money market mutual funds at deposit-taking institutions ⁴	91,816	40.5	40.8	101.9	42.0	-8.2	13.0	44.6	26.3	37.2	16.2	Fonds communs de placement (autres que ceux du marché monétaire) aux institutions de dépôt ⁴
Adjusted M2+ ⁴	758,462	10.0	4.6	5.3	4.1	3.2	4.2	2.1	3.1	2.5	3.8	M2+ corrigé ⁴
Other non-money market mutual funds ⁴	211,515	35.6	34.5	56.9	40.3	13.9	30.9	40.6	27.3	35.3	19.7	Autres fonds communs de placement (sauf ceux du marché monétaire) ⁴
M2+ ⁴	971,194	10.7	6.6	8.2	7.0	4.4	7.2	7.5	7.6	8.1	7.1	M2+ ⁴
Non-personal fixed-term deposits	105,128	6.7	8.6	-0.8	13.7	1.9	22.3	37.9	0.2	5.1	-4.5	Dépôts à terme fixe autres que ceux des particuliers
Foreign currency deposits by residents ⁵	57,692	5.3	30.9	37.8	33.4	23.7	17.7	16.0	24.5	17.0	32.5	Dépôts en monnaies étrangères des résidents ⁵
M3 ⁵	565,426	10.5	4.8	3.5	5.2	4.7	5.7	5.3	2.8	2.6	3.0	M3 ⁵
Memorandum items:												Pour mémoire :
M1+ ⁶	197,167	5.6	4.6	7.0	4.0	2.0	10.9	10.3	5.5	7.7	3.4	M1+ ⁶
M1++ ⁷	250,422	8.2	-0.5	0.9	-2.4	0.0	5.1	5.7	2.3	3.7	1.0	M1++ ⁷
Interest rate on 90-day commercial paper (level)	5.02	10.49	6.70	4.97	5.66	7.22	4.35	3.61	5.07	4.91	5.23	Taux d'intérêt du papier commercial à 90 jours (niveau)

1. Seasonally adjusted except for non-personal fixed-term deposits and foreign currency deposits.

In general, the monetary aggregates do not equal the sum of their respective components because of independent seasonal adjustment of components and continuity adjustments. Definitions and sources are given in *Notes to the tables*, January 1999.

2. Growth rates are calculated as follows: 1986-1990: 1990Q4 over 1985Q4; 1991-1995: 1995Q4 over 1990Q4; annual rates for 1993 to 1998 are for the fourth quarter of one year over the fourth quarter of the preceding year. Half-year growth rates are for the levels in the second or the fourth quarter over the level two quarters earlier.

3. Includes deposits at trust and mortgage loan companies, credit unions, caisses populaires, Alberta Treasury Branches, and the Province of Ontario Savings Office.

4. Data on mutual funds are calculated from series provided by *Globe Information Services*.

5. Adjusted for exchange rate variation.

6. M1+ is the sum of currency and all chequable (demand or notice) deposits at chartered banks, credit unions and caisses populaires (CUCPs), and trust and mortgage loan companies (TMLs).

7. M1++ is the sum of M1+ and all non-chequable notice deposits at chartered banks, CUCPs, and TMLs.

1. Chiffres désaisonnalisés, sauf pour les dépôts à terme fixe autres que ceux des particuliers et les dépôts en monnaies étrangères. Habituellement, les agrégats monétaires ne correspondent pas à la somme de leurs composantes respectives parce que celles-ci sont désaisonnalisées séparément et que des corrections sont faites en vue d'assurer la continuité des données. Les définitions et les sources sont fournies dans la livraison de janvier 1999 des *Notes relatives aux tableaux*.

2. Les taux de croissance sont calculés comme suit : les chiffres du quatrième trimestre de 1990 sont comparés à ceux du quatrième trimestre de 1985 pour la période 1986-1990; ceux du quatrième trimestre de 1995 sont comparés à ceux du quatrième trimestre de 1990 pour la période 1991-1995; les taux de croissance indiqués pour les années 1993 à 1998 correspondent à la variation survenue entre le quatrième trimestre de l'année indiquée et le quatrième trimestre de l'année précédente. Les taux de croissance indiqués pour les semestres sont obtenus en comparant le chiffre du deuxième ou du quatrième trimestre au chiffre observé deux trimestres auparavant.

3. Comprend les dépôts aux sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire, aux caisses populaires, aux *credit unions*, aux succursales du Trésor de la province de l'Alberta et à la Caisse d'épargne de l'Ontario.

4. Les données relatives aux fonds mutuels proviennent de séries fournies par *Globe Information Services*.

5. Corrigés des variations du taux de change

6. M1+ est la somme de la monnaie hors banques et de tous les dépôts (à vue et à préavis) transférables par chèque tenus dans les banques, les *credit unions*, les caisses populaires et les sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire.

7. M1++ est la somme de M1+ et de tous les dépôts à préavis non transférables par chèque tenus dans les banques, les *credit unions*, les caisses populaires et les sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire.

The components of M1

Currency

Historically, currency has been one of the most stable components of M1. After a sharp slowdown in 1995, growth in currency picked up gradually in the second half of the 1990s. In 1998, currency grew by about 7 per cent, up one percentage point from 1997. The low interest rates of recent years have increased the demand for currency. Furthermore, the introduction of the \$2 coin in early 1996 resulted in a small rise in the growth of currency, as demand for the \$2 coin exceeded the withdrawal of the \$2 note, possibly reflecting hoarding of the coin.

The strength of currency growth is somewhat surprising, given improvements in computer-based transactions technology and the growing use of debit cards. Since individuals have greater access to electronic means of payment at declining costs, one might have expected a reduction in the demand for currency. The continuing strong growth of currency suggests that currency retains enough desirable characteristics to prolong its popularity as a means of exchange, at least for the time being.

Personal chequing accounts

Personal chequing accounts (PCAs), which consist of personal chequing demand accounts held at chartered banks and personal demand deposits held at investment dealer subsidiaries (known as free credit balances), have been growing rapidly and steadily for the past several years.⁴ With an annual growth rate for PCAs of about 16 per cent—the same growth rate as in 1997—1998 was another strong year. To some extent, the strength in PCAs reflects the continuing rise in free credit balances. The demand for these balances grew strongly through 1998, as consumers continued to invest in equity markets, despite volatility in these markets.

Personal demand deposits at chartered banks represent only a fraction of household transactions money. Most individuals hold their transactions money—the money they use for such things as grocery shopping and paying bills—in chequable notice accounts at chartered

4. It should be noted that the accounts held at investment dealer subsidiaries do not have the same characteristics as the traditional personal chequing account. For example, most of these accounts do not have chequing or debit privileges. Although these balances are used in transactions, they are used mainly to purchase financial assets, whereas personal demand accounts at chartered banks are mainly used to purchase goods and services.

Les composantes de M1

Monnaie hors banques

La monnaie hors banques a toujours été l'une des composantes les plus stables de M1. Après s'être fortement ralentie en 1995, la croissance de la monnaie hors banques s'est progressivement raffermie pendant la deuxième moitié des années 1990. En 1998, elle s'établissait à environ 7 %, en hausse d'un point par rapport à 1997. Le faible niveau des taux d'intérêt ces dernières années a contribué à renforcer la demande de la monnaie hors banques. De plus, l'apparition de la pièce de 2 dollars au début de 1996 a entraîné une légère accélération de la croissance de la monnaie hors banques, la demande de cette pièce ayant été supérieure aux retraits des billets de 2 dollars à cause, peut-être, d'un phénomène de thésaurisation.

La vigueur de l'expansion de la monnaie hors banques étonne quelque peu, compte tenu des progrès de la technologie de traitement des transactions et de l'usage de plus en plus répandu des cartes de débit. Les particuliers ayant plus facilement accès aux moyens de paiement électroniques, dont le coût diminue par ailleurs, on se serait normalement attendu à un fléchissement de la demande de monnaie hors banques. La persistance d'une forte progression permet de penser que le numéraire garde suffisamment de caractéristiques attrayantes pour demeurer l'un des moyens de règlement les plus prisés, du moins pour le moment.

Comptes de chèques personnels

Les comptes de chèques personnels (CCP), qui se composent des comptes à vue avec droit de tirage par chèque que détiennent les particuliers dans les banques à charte et de leurs dépôts à vue (les soldes disponibles) chez les courtiers en valeurs mobilières ont enregistré une expansion rapide et constante au cours des dernières années⁴. L'essor des CCP a été d'environ 16 % en 1998, c'est-à-dire aussi vif que l'année précédente. Ce dynamisme traduit dans une certaine mesure la hausse continue des soldes tenus chez les courtiers. La demande de ces soldes a fortement progressé en 1998, les particuliers continuant d'acheter des actions, malgré la volatilité des marchés boursiers.

Les dépôts à vue des particuliers dans les banques à charte ne représentent qu'une fraction des encaisses de transaction des ménages. La plupart des particuliers gardent leurs encaisses de transaction — l'argent qu'ils utilisent, par exemple, pour acquitter leurs factures et payer leur épicerie — sous forme de comptes à préavis avec droit de

4. Il convient de souligner que les comptes tenus par les filiales de maisons de courtage ne présentent pas les mêmes caractéristiques que le CCP habituel. Par exemple, la plupart de ces comptes ne permettent pas aux titulaires de tirer des chèques ni d'effectuer des débits. Ces soldes servent bel et bien à effectuer des transactions, mais ces dernières consistent principalement en achats d'actifs financiers, alors que les comptes à vue que les particuliers ont dans les banques à charte servent essentiellement à acheter des biens et des services.

banks and near banks, which are not included in M1. A possible contributing factor to the decline in the growth rate of personal chequable notice deposits in 1998 was the rise in short-term interest rates that caused individuals to invest some of these balances in higher-yield financial instruments.

Current accounts

Current accounts, which are mostly held by businesses, make up the largest component of M1. Current account balances grew rapidly from 1995 to 1997, at an average rate of about 19 per cent per year. In 1998, growth dropped substantially to 12 per cent in the first half, and to 6 per cent in the second half.

A series of factors have likely affected the growth of business deposits, including current accounts, over the past few years. Around 1993, sales and corporate profits began to grow rapidly. Interest rate reductions provided firms with favourable market conditions for raising liquidity, whether by borrowing from banks, issuing paper in credit markets, issuing bonds, or floating equity. Firms gradually took advantage of this opportunity to increase their holdings of liquid assets. Some of this liquidity was held as transactions balances. The rapid pace of technological change and the restructuring of businesses that accompanied the recovery probably contributed to this development by raising uncertainty. It also led to an increase in the number of small and medium-sized businesses, which tend to hold relatively large transactions balances to buffer their more uncertain flow of payments and receipts. For these businesses, tighter cash management is not worth the cost.

At the same time that firms were building up liquidity, the terms and conditions on the array of bank deposit instruments available to them improved. This was particularly true for small businesses. Banks began to offer more attractive rates to businesses on their demand and notice accounts, and by doing so, they were able to induce businesses to hold some of their increased liquidity in the form of bank deposits.

Another factor affecting M1 growth was the elimination of differential reserve requirements on demand and notice deposits in the early 1990s, which removed the incentive for banks to distinguish between demand and notice accounts.⁵ With virtually no distinction between these accounts, except for a withdrawal notice requirement that

tirage par chèque dans les banques à charte et les institutions parabancaires, comptes qui ne sont pas inclus dans M1. Le ralentissement de la croissance des dépôts à préavis des particuliers avec droit de tirage par chèque enregistré en 1998 est peut-être imputable en partie à la hausse des taux d'intérêt à court terme, qui a poussé les particuliers à placer une partie de ces soldes dans des instruments financiers offrant un rendement supérieur.

Comptes courants

Les comptes courants, qui sont détenus presque exclusivement par les entreprises, représentent la plus importante composante de M1. Les soldes de ces comptes ont affiché une vive augmentation de 1995 à 1997, progressant d'environ 19 % en moyenne par année. En 1998, ce rythme a marqué le pas pour passer à 12 % au premier semestre et à 6 % au second.

Il est probable que divers facteurs aient influé sur la croissance des dépôts des entreprises, et notamment des comptes courants, au cours des dernières années. Vers 1993, le chiffre d'affaires et les bénéfices des entreprises ont amorcé une progression rapide. Le repli des taux d'intérêt procurait à ces dernières des conditions propices à l'accroissement de leurs liquidités, que ce soit par voie d'emprunt auprès des banques ou encore d'émission de papier commercial, d'obligations ou d'actions. Les entreprises ont profité graduellement de cette possibilité qui leur était offerte d'augmenter leurs avoirs liquides. Une partie de ces nouveaux avoirs était tenue sous forme d'encaisses de transaction. En accentuant l'incertitude ambiante, la rapidité des progrès technologiques et les restructurations d'entreprises dont s'est accompagnée la reprise ont probablement contribué à cette évolution. Elles ont aussi fait augmenter le nombre de petites et moyennes entreprises (PME), lesquelles ont tendance à détenir des encaisses de transaction relativement importantes, leurs flux de trésorerie étant moins prévisibles. Pour une PME, il ne vaut généralement pas la peine de gérer sa trésorerie de manière très serrée.

En même temps que les entreprises accroissaient leurs liquidités, les conditions offertes —notamment aux petites entreprises— sur toute la gamme des instruments de dépôt bancaires s'amélioraient. Les banques ont commencé à offrir aux entreprises des taux plus intéressants sur leurs dépôts à vue et à préavis; elles sont ainsi parvenues à inciter ces dernières à détenir une partie de leurs liquidités accrues sous forme de dépôts bancaires.

Un autre facteur qui a influé sur la croissance de M1 a été l'élimination des coefficients différents de réserves obligatoires sur les dépôts à vue et à préavis, au début des années 1990; les banques n'étaient plus incitées, dès lors, à faire la distinction entre les deux catégories de dépôts⁵. Étant donné que ces comptes sont

5. The phaseout of reserve requirements, which began in June 1992, was completed by June 1994. Previously, reserve requirements on demand and notice deposits were 10 per cent and 3 per cent, respectively. These requirements were imposed on the chartered banks but not on other deposit-taking institutions.

5. L'élimination graduelle des obligations en matière de réserve s'est amorcée en juin 1992 pour se terminer en juin 1994. Avant cela, les institutions devaient conserver, à l'égard des dépôts à vue et des dépôts à préavis, des réserves de 10 % et de 3 % respectivement. Ces obligations s'appliquaient aux banques à charte, mais non aux autres institutions de dépôt.

is essentially irrelevant, bank classification of deposit accounts has become increasingly arbitrary. Some banks have chosen to classify new business accounts as current accounts, and have pursued marketing strategies aimed at moving existing notice-account holders into current accounts by offering a better fee or interest rate structure on these demand-deposit accounts. These developments have led to a shift from notice to current accounts, which has boosted M1 growth temporarily.

Alternative measures of transactions money

In light of the uncertainty surrounding the classification of deposit instruments, owing to the elimination of reserve requirements and to financial innovations that have made notice deposits more accessible for transactions purposes, it is useful to monitor two alternative measures of narrow money that include both demand and notice deposits: M1+, which is the sum of currency and all chequable (demand or notice) deposits at chartered banks, credit unions and caisses populaires (CUCPs), and trust and mortgage loan companies (TMLs); and M1++, which is the sum of M1+ and all non-chequable notice deposits at chartered banks, CUCPs, and TMLs. Although these alternative aggregates internalize the substitutions between demand and notice deposits, they also include deposits that are held only for the purpose of saving. Thus, movements in the demand for these aggregates may reflect changes in savings behaviour, as well as transactions intentions. In recent years, however, the relationship between the alternative monetary aggregates, real GDP, and inflation appears to be less distorted than the relationship with M1 (Charts 4 and 5).⁶ Over the past year, the growth rates of M1+ and M1++ have declined in much the same way as M1.

M1 and future economic activity

As discussed, the deceleration of demand deposits throughout 1998, particularly current accounts, suggests that the special factors that have been distorting the demand for M1 seem to be tapering off. Nevertheless, the slowdown in M1 growth towards the end of 1998 was probably greater than can be explained by the declining influence of

devenus à peu près interchangeables, mise à part une obligation de préavis de retrait sans conséquence pratique, les distinctions que font les banques entre les comptes de dépôt qu'elles offrent sont de plus en plus arbitraires. Certaines banques ont choisi de classer les nouveaux comptes d'entreprise parmi les comptes courants et ont mis en œuvre une stratégie commerciale visant à amener les détenteurs de comptes à préavis à les transformer en comptes courants, et qui consiste à offrir sur ces dépôts à vue une structure de frais ou de taux d'intérêt plus intéressante. Il en est résulté un recul des comptes à préavis au profit des comptes courants, ce qui a gonflé temporairement la croissance de M1.

Autres mesures des encaisses de transaction

Compte tenu de ce « flottement » dans le classement des comptes de dépôt — attribuable à l'élimination des réserves obligatoires et aux innovations financières qui ont rendu les dépôts à préavis plus accessibles pour le règlement des transactions —, il convient de suivre l'évolution de deux autres agrégats monétaires au sens étroit qui comprennent non seulement les dépôts à vue, mais aussi les dépôts à préavis : M1+, qui regroupe la monnaie hors banques et tous les dépôts (à vue ou à préavis) avec droit de tirage par chèque tenus dans les banques à charte, les coopératives de crédit et les caisses populaires ainsi que les sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire, et M1++, qui correspond à M1+ augmenté de tous les dépôts à préavis sans droit de tirage par chèque dans les mêmes types d'établissement. Ces deux agrégats sont évidemment insensibles aux transferts entre les comptes à vue et à préavis, mais ils englobent les dépôts détenus uniquement dans un but d'épargne. Par conséquent, il se peut que l'évolution de la demande de ces agrégats reflète non seulement les intentions de dépense des détenteurs, mais aussi leur comportement en matière d'épargne. Au cours des dernières années, cependant, la relation entre ces autres agrégats, le PIB réel et l'inflation semble avoir subi moins de distorsion que celle avec M1 (Graphiques 4 et 5)⁶. Au cours de la dernière année, les taux de croissance de M1+ et de M1++ ont ralenti à peu près dans la même mesure que celui de M1.

M1 et l'activité économique future

Comme il a été indiqué, la décélération des dépôts à vue tout au long de l'année 1998, et plus particulièrement celle des comptes courants, semble indiquer que l'influence des facteurs spéciaux ayant exercé des distorsions sur la demande de M1

6. In Charts 4 and 5, the spike in the growth rate of M1+ over the 1984–86 period is related to the transfer of funds from traditional savings and short-term deposits into daily interest chequable savings accounts. During this time, banks began tiering the interest rate structure on these accounts, offering rates comparable to those paid on short-maturity, fixed-term deposits on the higher tiers. For more information on the institutional developments during this period, see *Bank of Canada Review* (1986, 9-11).

6. Dans les Graphiques 4 et 5, la pointe marquée par le taux de croissance de M1+ entre 1984 et 1986 est liée au transfert de fonds placés dans des comptes traditionnels d'épargne et de dépôt à court terme dans des comptes d'épargne à intérêt quotidien avec droit de tirage par chèque. Durant cette période, les banques ont commencé à offrir sur ces comptes des taux d'intérêt progressifs, comparables à ceux qui étaient servis, dans les tranches supérieures, sur les dépôts à terme fixe relativement court. Le lecteur désireux d'avoir plus de renseignements sur l'évolution institutionnelle pendant cette période consultera la *Revue de la Banque du Canada* (1986, p. 9-11).

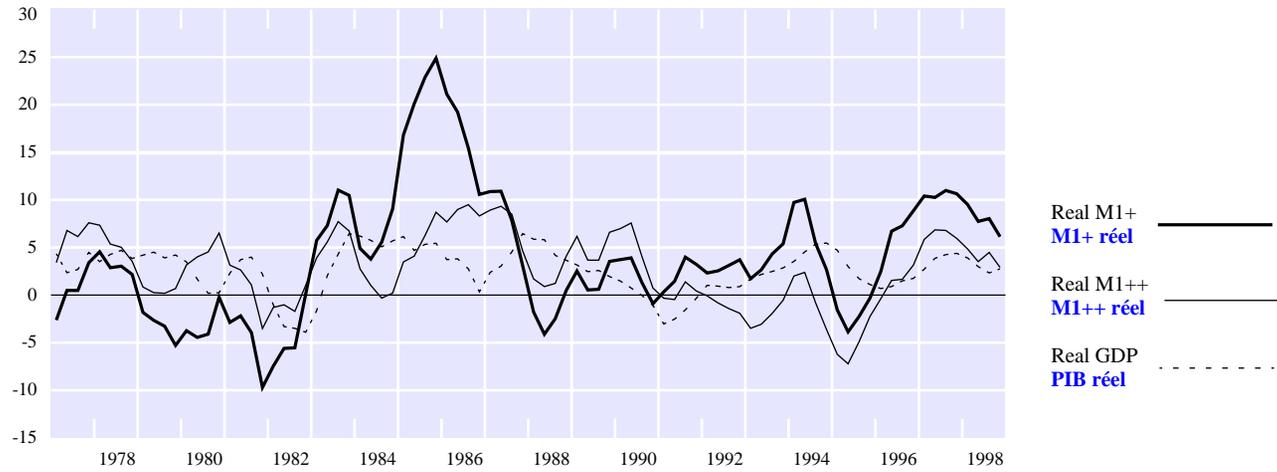
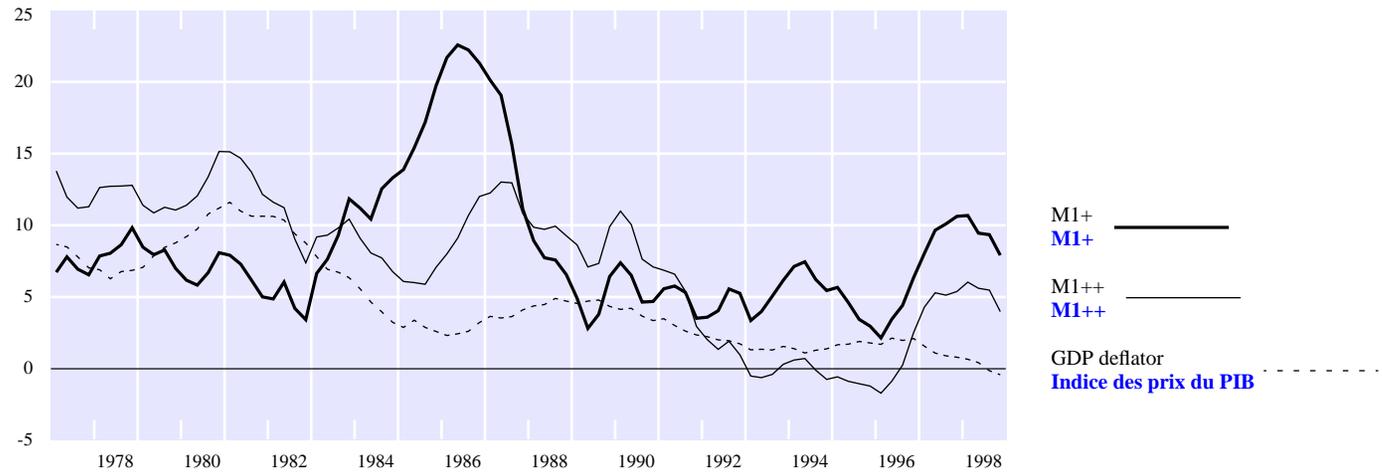


Chart 5 Percentage change of M1+, M1++, and inflation (two-year percentage change at annualized rate)
Graphique 5 Taux de variation de M1+ et de M1++ et inflation sur deux ans (chiffres annualisés)



these special factors. Part of the slowdown is likely related to the rise in interest rates, as well as to the uncertainty in financial markets experienced in the autumn of 1998, that resulted in a slowing of credit extended to borrowers. This uncertainty had its origins in the financial turmoil that hit Southeast Asia in 1997 and spread into South Korea in the first half of 1998, and it was exacerbated by Japan's slide into recession. Later in the summer, financial markets came under heavy pressure from the renewed economic and political problems in Russia. Consequently, financial asset prices became volatile in Canada and around the world in the middle of 1998. This resulted in a flight to quality and in higher premiums for credit risk. Yield spreads between corporate and government bonds widened. At the same time, Canadian interest rates rose relative to U.S. rates. The Bank of Canada raised the Bank Rate by 1 percentage point on 27 August 1998 with the aim of supporting the Canadian dollar in order to bolster confidence, while preserving monetary conditions that would help to sustain the non-inflationary expansion of the economy. With terms and conditions on new credit apparently tightening, current account balances shrank in the last three months of 1998, as businesses were unable to maintain their liquid balances at previous levels.

Further weakness in M1 and in the alternative narrow money aggregates, M1+ and M1++, could indicate some slowing in the pace of economic activity in the first half of 1999. But, given that global financial concerns appear to be diminishing, business lending is increasing, and M1 growth rebounded in January, it appears that this brief contractionary period in M1 may have come to an end. As the influence of special factors diminishes, we would expect M1 growth in the range of 5 to 9 per cent through 1999, which would be consistent with inflation staying within the target range.

Broad money

The relationships between broad money, spending, and prices

Broad monetary aggregates, which include M1 but are composed mainly of personal savings-type deposits, capture money in its role as a store of value. Households generally accumulate liquid financial assets to save for the future purchase of durable goods, services, and other less-liquid assets. Broad monetary aggregates should therefore provide leading information about future spending and inflation, since the current demand for broad money should depend on the determinants of

s'est atténuée. Il reste que le ralentissement de la croissance de M1 vers la fin de 1998 a sans doute été plus marqué que ne permet de l'expliquer l'atténuation de cette influence. Celui-ci est probablement lié, pour le reste, à la hausse des taux d'intérêt ainsi qu'à l'incertitude observée à l'automne 1998 sur les marchés financiers, laquelle a restreint l'octroi de nouveaux crédits. Celle-ci résultait de la crise financière qui avait frappé les pays du Sud-Est asiatique en 1997 avant de s'étendre à la Corée du Sud et au Japon au premier semestre de 1998 et a été aggravée par l'entrée en récession du Japon. À l'été, les marchés financiers ont fait l'objet de fortes tensions à cause de la réapparition des problèmes économiques et politiques en Russie. Aussi les prix des actifs financiers sont-ils devenus volatils au Canada et dans le reste du monde vers le milieu de l'année, ce qui a donné lieu à une ruée vers les placements jugés sûrs et à une hausse des primes de risque sur les marchés de crédit. Les écarts de taux entre les obligations des sociétés et les titres d'État se sont élargis. Parallèlement, les taux d'intérêt ont augmenté au Canada par rapport aux taux américains. La Banque du Canada a relevé son taux d'escompte de 1 point de pourcentage le 27 août 1998 afin de soutenir le dollar canadien et, du même coup, la confiance, tout en maintenant des conditions monétaires propices à la poursuite d'une expansion non inflationniste. Les modalités d'octroi des nouveaux crédits semblent se resserrer, les soldes des comptes courants se sont contractés au cours des trois derniers mois de 1998, car les entreprises ont été incapables de maintenir leurs liquidités aux niveaux antérieurs.

Un nouveau fléchissement de la croissance de M1, ainsi que de celle des autres agrégats monétaires étroits, M1+ et M1++, pourrait indiquer un certain ralentissement de l'activité économique au premier semestre de 1999. Cependant, étant donné que les marchés financiers mondiaux paraissent moins agités, que les prêts aux entreprises augmentent et que la croissance de M1 s'est accélérée en janvier, cette brève période de contraction de M1 pourrait bien être terminée. L'influence des facteurs spéciaux s'atténuant, la croissance de M1 devrait s'établir entre 5 et 9 % en 1999, ce qui serait compatible avec un taux d'inflation compris à l'intérieur de la fourchette cible.

La monnaie au sens large

Les relations entre les agrégats monétaires au sens large, la dépense et les prix

Les agrégats monétaires larges, qui englobent M1 mais se composent principalement des dépôts assimilables aux comptes d'épargne des particuliers, captent le rôle joué par la monnaie à titre de réserve de valeur. Les ménages détiennent généralement des actifs financiers liquides pour financer l'achat futur de biens durables, de services ou d'autres actifs moins liquides. Les agrégats monétaires au sens large devraient donc fournir des renseignements prospectifs sur l'inflation et la dépense, puisque la demande actuelle de ces agrégats dépend normalement des facteurs qui déterminent la dépense future, à savoir les prix, les revenus et la richesse

future spending. These include expected prices, income, wealth, and the current opportunity cost of holding broad money relative to the costs of holding other forms of wealth.

In the 1980s, the Bank used M2 and M2+ as the representative measures of broad money.⁷ In the last few years, however, the relationship between the demand for M2+ and nominal spending has been distorted since households have increasingly held their liquid financial assets in the form of bond and equity mutual funds, which are not included in M2+. This shift to mutual funds has been stimulated by the low level of short-term interest rates, which has encouraged households to invest in bond and stock markets to increase the potential return on their savings. Furthermore, the reduced uncertainty associated with a low-inflation environment has encouraged individuals to lengthen the horizon for which they plan, which has increased their demand for long-term financial assets. Financial institutions have responded to this increased demand for long-term financial assets by sponsoring various kinds of mutual funds that are as easily accessible today as deposit-type instruments were in the past. Through most of the 1990s, realized returns on mutual funds have made them more attractive to households than traditional fixed-term deposits or money market mutual funds (Table 2).

Because of the ongoing substitution between savings deposits (notice and fixed-term) and mutual funds, broader measures of money such as M2++ are better at capturing information about the long-run spending plans and price expectations of households. The aggregate M2++ includes M2+, Canada Savings Bonds (CSBs), and cumulative net purchases of non-money market mutual funds (excluding capital gains/losses) offered by deposit-taking institutions and independent sponsors. Chart 6 plots the annualized two-year growth rates of M2+, M2++, and the GDP deflator. The graph indicates that there is a positive correlation between swings in these broad aggregates and changes in the GDP deflator. Research produced by economists at the Bank provides more formal evidence that growth in broad money contains useful information about future inflation.⁸

In 1998, M2++ grew at a rate of about 7 1/2 per cent, essentially

attendus, ainsi que le coût d'option lié à la détention de monnaie au sens large comparativement à celui associé à d'autres formes d'actif.

Au cours des années 1980, la Banque a considéré M2 et M2+ comme représentatifs de la monnaie au sens large⁷. Au cours des dernières années, cependant, la relation entre la demande de M2+ et la dépense nominale a été faussée du fait que les ménages détenaient une proportion croissante de leurs avoirs financiers liquides sous forme de fonds d'obligations et d'actions, lesquels ne sont pas compris dans M2+. Ce déplacement en faveur des fonds communs de placement a été favorisé par le bas niveau des taux d'intérêt à court terme, qui a incité les ménages à placer leur épargne dans les marchés obligataires et boursiers afin d'obtenir un meilleur rendement. En outre, le climat de faible inflation qui règne a atténué l'incertitude, ce qui a incité les particuliers à allonger leur horizon de planification, d'où une demande accrue pour les actifs financiers à long terme. Face à cet engouement, les institutions financières ont entrepris d'offrir divers genres de fonds communs de placement aussi accessibles que l'étaient naguère les comptes de dépôt. Pendant la majeure partie des années 1990, les rendements réalisés sur les fonds communs de placement les ont rendus plus attrayants aux yeux des ménages que les fonds du marché monétaire ou les dépôts à terme fixe (Tableau 2).

En raison du mouvement constant des capitaux entre les comptes d'épargne (comptes de dépôt à préavis et à terme fixe) et les fonds communs de placement, les agrégats monétaires larges tels que M2++ permettent de mieux saisir l'information relative aux attentes des ménages en matière de prix et à leurs plans de dépense à long terme. L'agrégat M2++ se compose de M2+, des obligations d'épargne du Canada (OEC) et des entrées cumulatives nettes (excluant les gains ou pertes en capital) dans les fonds communs de placement autres que ceux du marché monétaire offerts par les institutions de dépôt et des promoteurs indépendants. Le Graphique 6 présente les taux de croissance annualisés sur deux ans de M2+, de M2++ et de l'indice des prix du PIB. On constate dans ce graphique une corrélation positive entre les variations des agrégats monétaires au sens large M2+ et M2++ et celles de l'indice des prix du PIB. Les recherches effectuées par les économistes de la Banque donnent davantage de preuves empiriques de l'existence d'une relation entre la croissance de la monnaie au sens large et l'inflation future⁸.

En 1998, M2++ a crû de 7 1/2 % environ, soit à peu près au même rythme que les deux années précédentes. Ce taux a quelque peu fléchi durant l'année, passant de 8 % au premier semestre à 7 % au second.

7. M2 includes net M1 plus personal savings and non-personal notice deposits at chartered banks. M2+ adds to M2 deposits at near-bank institutions, life insurance company annuities, and money market mutual funds.

8. See, for example, Atta-Mensah (1995) and Clinton (1994).

7. M2 se compose de M1 net, plus les dépôts d'épargne des particuliers et les dépôts à préavis autres que ceux des particuliers dans les banques à charte. M2+ inclut, outre M2, les dépôts dans les institutions parabancaires, les rentes des sociétés d'assurance-vie et les fonds communs de placement du marché monétaire.

8. Voir par exemple Atta-Mensah (1995) et Clinton (1994).

Table 2
Tableau 2

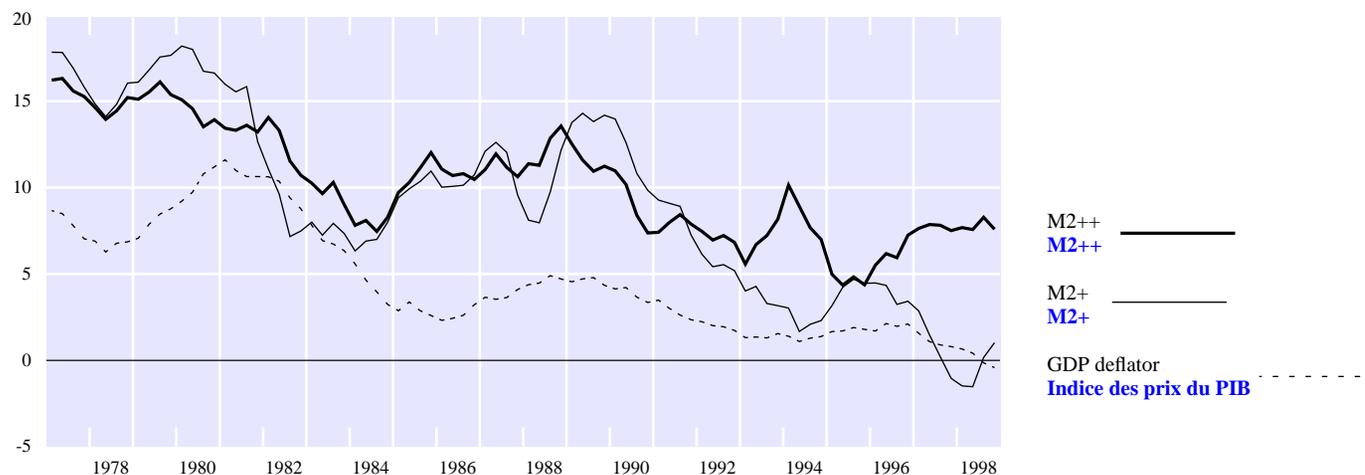
Average posted rates of return on mutual funds
Taux de rendement moyen affiché par les fonds communs de placement

	Category Catégorie				Memo item: Current rate one-year GICs Pour mémoire : Taux des CPG à un an	
	Money market Fonds du marché monétaire	Bond Fonds d'obligations	Mortgage Fonds hypothécaires	Canadian equity Fonds d'actions canadiennes		
1990	12.21	5.52	10.41	-13.38	10.85	1990
1991	9.50	18.84	14.22	13.23	7.04	1991
1992	6.13	9.98	9.16	2.45	5.69	1992
1993	4.77	13.70	10.02	34.48	4.00	1993
1994	4.17	-4.37	1.47	-1.85	6.07	1994
1995	6.18	16.56	10.57	10.27	5.23	1995
1996	4.26	11.68	8.62	27.26	2.63	1996
1997	2.41	7.26	4.22	15.89	3.07	1997
1998	3.83	5.77	4.62	-5.83	3.55	1998
Quarterly						Trimestre
1998Q1	2.56	9.22	4.71	15.23	3.56	1998T1
1998Q2	2.94	9.37	5.04	16.43	3.69	1998T2
1998Q3	3.32	5.41	3.70	-11.27	4.00	1998T3
1998Q4	3.83	5.77	4.62	-5.83	3.55	1998T4

Note: The annual figures refer to the fourth quarter: mutual fund returns are fourth-over-fourth quarter; the GIC rate is the average of Wednesdays. The quarterly mutual fund returns refer to the return over the four quarters ending the given quarter.

Nota : Les taux de rendement indiqués en regard des années sont calculés d'un quatrième trimestre à l'autre. Le taux de rendement des certificats de placement garantis (CPG) est la moyenne des mercredis. Les taux de rendement des fonds communs de placement fournis pour les trimestres concernent la période de quatre trimestres se terminant au trimestre indiqué.

Chart 6 Selected broad monetary aggregates and inflation (two-year percentage change at annualized rate)
Graphique 6 Taux de variation de quelques agrégats monétaires et inflation sur deux ans (chiffres annualisés)



unchanged from the previous two years. The growth rate of M2++ slowed somewhat during the year, posting an increase of 7 per cent in the second half of the year compared with 8 per cent in the first half.

Decomposition of M2++

Mutual funds, other than those devoted to money market instruments, remained the fastest growing component of M2++ in 1998, although they exhibited a marked deceleration from 1997. New inflows into these mutual funds totalled \$59 billion in 1998, \$14 billion less than the record high registered in 1997. Net inflows were very strong in the first six months but less so in the second six months, as some investors reacted to the negative performance of North American stock markets. Nevertheless, households did not reduce their mutual fund investments for the most part, despite the growing uncertainty in global financial markets as well as posted rates of return on equity mutual funds that turned sharply negative. In fact, October was the only month when money was withdrawn from mutual funds in aggregate, and even then the withdrawal was small. More recently, net inflows to mutual funds have returned to levels similar to those prevailing before the autumn. In particular, net contributions to mutual funds in December returned to levels seen during the first quarter of the year. The revival of stock prices in the last few months of 1998 seems to have restored household confidence in stock markets.

As net inflows into mutual funds (excluding money market funds) slowed, personal fixed-term deposits and GICs at chartered banks and near-banks registered a slight positive increase in 1998, following a large decline in 1997. However, CSBs and annuities at life insurance companies continued to fall. Money market mutual funds, which had declined in the first half of the year, rebounded quite sharply in the second half. Despite this rebound, the growth rate of money market mutual funds in 1998 was only about half that registered in 1997. The recovery in fixed-term deposits helps explain why M2+ recovered slightly in 1998, recording an increase of 1 per cent, after a decline of 1 per cent the previous year.

M2++ and future economic activity

The growth rate of M2++ slowed in the latter part of 1998, particularly in October and November. The contraction in transactions money, a component of broad money, contributed importantly to this slowdown. Furthermore, uncertainty and volatility in global financial markets led households to reduce the pace of their net contributions to bond and equity mutual funds, which also contributed to the slowdown

Ventilation de la croissance des composantes de M2++

Les fonds communs de placement autres que ceux du marché monétaire sont demeurés en 1998 la composante de M2++ qui a connu l'expansion la plus rapide, malgré une décélération prononcée par rapport à l'année précédente. L'augmentation nette de ces fonds s'est élevée à 59 milliards de dollars en 1998, soit 14 milliards de moins que le chiffre record enregistré en 1997. Les entrées nettes ont été extrêmement vigoureuses au cours des six premiers mois de l'année, puis se sont modérées au semestre suivant, certains investisseurs réagissant à l'évolution défavorable des marchés boursiers en Amérique du Nord. Néanmoins, la plupart des ménages n'ont pas réduit leurs portefeuilles de fonds communs de placement, malgré l'incertitude croissante sur les marchés financiers internationaux et les taux de rendement affichés sur les fonds d'actions, lesquels sont devenus nettement négatifs. En fait, octobre a été le seul mois marqué par des retraits nets dans l'ensemble des fonds communs de placement et, même alors, la contraction a été faible. Au cours des derniers mois, les sommes nettes versées dans les fonds communs de placement sont revenues aux niveaux enregistrés avant l'automne. Plus précisément, leur croissance nette a été analogue en décembre aux chiffres observés au premier trimestre de l'année. La remontée des cours durant les derniers mois de 1998 semble avoir contribué à rétablir la confiance des ménages dans les marchés boursiers.

Parallèlement au ralentissement des entrées nettes de capitaux dans les fonds communs de placement (à part ceux du marché monétaire), les dépôts à terme fixe des particuliers et les CPG dans les institutions bancaires et parabancaires ont affiché une légère hausse en 1998, après avoir connu en 1997 un recul marqué. En revanche, les achats d'OEC et de rentes offertes par les sociétés d'assurance-vie ont continué de chuter. Les fonds du marché monétaire, en baisse au premier semestre, se sont vivement raffermissés au second. Malgré ce rétablissement, le taux de croissance des fonds du marché monétaire n'a été en 1998 que d'environ la moitié de celui enregistré en 1997. Le redressement des dépôts à terme fixe explique la légère reprise de M2+ en 1998, année qui s'est soldée par une progression de 1 %, après un repli de 1 % en 1997.

M2++ et l'activité économique future

Le taux de croissance de M2++ s'est ralenti au second semestre de 1998, notamment en octobre et en novembre. La contraction des encaisses de transaction, qui font partie de la monnaie au sens large, a fortement contribué à cette décreue. En outre, l'incertitude et la volatilité régnant sur les marchés financiers à l'échelle mondiale ont incité les ménages à modérer le rythme de leurs placements nets en fonds d'obligations et d'actions, ce qui a également concouru à la décélération de M2++. Celle-ci n'a cependant pas été très marquée, et les conditions financières sont en train de se stabiliser. Il est donc peu probable que le ralentissement de la croissance des agrégats monétaires au sens large annonce une décélération notable de la dépense nominale et de l'inflation futures.

in the growth of M2₊₊. However, the slowdown in M2₊₊ has not been very large, and financial conditions are stabilizing. Therefore, it is unlikely that the slowdown in broad money is signalling any significant future slowdown in nominal spending and inflation.

If we look through the autumn slowdown in broad money, the recent evolution of M2₊₊ continues to suggest that inflation will remain low in coming years. At about 7 1/2 per cent, the growth rate of M2₊₊ is consistent with nominal spending growing at a trend pace of 4 to 5 per cent and with the trend rate of inflation remaining in the target range.⁹

Conclusion

The growth of M1 slowed in the second half of 1998 and turned slightly negative through the last three months of the year, partly reflecting the effect of the August rise in short-term interest rates on the demand for transactions balances. This slowdown cannot be entirely explained in these terms, and to some extent it also reflects the effects of the tightening in credit markets on the holdings of liquid assets and of transactions money that took place during this time. Although special factors continue to affect the growth of M1, an extended period of weakness in this aggregate would not be consistent with real GDP continuing to grow at current rates. Some pickup in M1 growth, as well as in the alternative narrow money aggregates, is expected, however, as credit conditions continue to improve. This pickup would be consistent with inflation staying in the target range.

The broad monetary aggregate M2₊₊ grew about 7 1/2 per cent in 1998. This suggests that households did not change their longer-term spending plans significantly in response to the uncertainty and turbulence in global financial markets. The recent evolution of M2₊₊ is consistent with nominal spending continuing to increase on a 4 to 5 per cent trend through 1999 and with inflation remaining in the target range.

Au-delà du fléchissement de l'expansion de la monnaie au sens large à l'automne dernier, l'évolution récente de M2₊₊ continue de donner à penser que l'inflation restera faible au cours des prochaines années. Se situant aux environs de 7 1/2 %, le taux de croissance de M2₊₊ est compatible avec une augmentation tendancielle de 4 à 5 % de la dépense nominale et avec le maintien du taux de l'inflation tendancielle à l'intérieur de la fourchette cible⁹.

Conclusion

La croissance de M1 a marqué le pas au second semestre de 1998 pour devenir légèrement négative durant les trois derniers mois de l'année, en partie à cause de l'influence exercée par la hausse des taux d'intérêt à court terme, opérée en août, sur la demande de cet agrégat. Ce facteur ne permet pas à lui seul d'expliquer ce ralentissement; ce dernier est également imputable dans une certaine mesure au resserrement des marchés de crédit pendant cette période, qui s'est répercuté sur les portefeuilles d'avoires liquides et sur les encaisses de transaction. Certes, l'influence de facteurs spéciaux continue de se faire sentir sur l'évolution de M1, mais une faiblesse persistante de cet agrégat ne préfigurerait pas une progression soutenue du PIB réel aux taux observés actuellement. On s'attend toutefois à un redressement de la croissance de M1, ainsi que des autres agrégats monétaires étroits, à la faveur de l'amélioration continue des modalités de crédit. Ce redressement serait compatible avec le maintien de l'inflation dans les limites de la fourchette visée par les autorités.

L'agrégat monétaire large M2₊₊ s'est élevé de 7 1/2 % environ en 1998. Cela porte à croire que les ménages n'ont pas modifié sensiblement leurs plans de dépense à moyen et long terme face à l'incertitude et aux turbulences qui caractérisent la scène financière mondiale. L'évolution récente de M2₊₊ cadre avec une poursuite de la hausse de la dépense nominale à un taux tendanciel de l'ordre de 4 à 5 % en 1999 et avec le maintien de l'inflation dans la fourchette cible.

9. This takes account of the fact that, historically, the growth rate of the broad money aggregates has surpassed that of nominal spending by 2 to 3 percentage points.

9. Cette prévision s'appuie sur le fait que le taux de croissance de la monnaie au sens large a généralement été supérieur de 2 à 3 points de pourcentage à celui de la dépense nominale.

Literature cited

- Atta-Mensah, J. 1995. "The Empirical Performance of Alternative Monetary and Liquidity Aggregates." Bank of Canada Working Paper 95-12.
- _____. 1996. "A Modified P*-Model of Inflation Based on M1." Bank of Canada Working Paper 96-15.
- Bank of Canada. 1986. "Monetary aggregates: Some recent developments." *Bank of Canada Review* (January): 3-21.
- Clinton, K. 1994-1995. "The term structure of interest rates as a leading indicator of economic activity: A technical note." *Bank of Canada Review* (Winter): 23-40.
- Hendry, S. 1995. "Long-Run Demand for M1." Bank of Canada Working Paper 95-11.
- Muller, P. 1992. "The Information Content of Financial Aggregates During the 1980s." In *Monetary Seminar 90*, 183-304. Proceedings of a conference held by the Bank of Canada, May 1990. Ottawa: Bank of Canada.

Articles et ouvrages cités

- Atta-Mensah, J. (1995). « The Empirical Performance of Alternative Monetary and Liquidity Aggregates », document de travail n° 95-12, Ottawa, Banque du Canada.
- _____. (1996). « A Modified P*-Model of Inflation Based on M1 », document de travail n° 96-15, Ottawa, Banque du Canada.
- Banque du Canada (1986). « Quelques aspects de l'évolution récente des agrégats monétaires », *Revue de la Banque du Canada*, janvier, p. 3-21.
- Clinton, K. (1994-1995). « La structure par terme des taux d'intérêt en tant qu'indicateur avancé de l'activité économique », *Revue de la Banque du Canada*, hiver, p. 23-40.
- Hendry, S. (1995). « Long-Run Demand for M1 », document de travail n° 95-11, Banque du Canada.
- Muller P. (1992). « L'information véhiculée par les agrégats financiers au cours des années 80 ». In : *Séminaire sur les questions monétaires*, Actes d'un colloque tenu à la Banque du Canada en mai 1990, Ottawa, Banque du Canada, p. 183-304.