



**Discours prononcé par Paul Jenkins**  
**premier sous-gouverneur**  
**de la Banque du Canada**  
**devant la Chambre de commerce de London**  
**London (Ontario)**  
**le 2 avril 2008**

**LE TEXTE PRONONCÉ FAIT FOI**

**Tendances et défis sur la scène économique mondiale :  
implications pour le Canada et l'Ontario**

Bonjour. J'aimerais tout d'abord remercier la Chambre de commerce de London de nous avoir invités ici aujourd'hui. Je suis personnellement ravi d'être de retour à London, où j'ai de proches parents et où j'ai fréquenté l'Université Western Ontario.

L'économie de London et du sud-ouest ontarien, à l'instar de celle de nombreuses villes et régions canadiennes, est directement touchée par l'évolution de la conjoncture internationale. Et, comme c'est le cas pour bien des choses dans la vie, mieux nous comprenons les forces à l'origine du changement, mieux nous sommes armés pour composer avec elles.

Ce matin, j'aimerais passer en revue quelques-unes des principales tendances au sein de l'économie mondiale, et les défis qu'elles posent, puis traiter de certaines de leurs implications pour le Canada et l'Ontario. Et puisque nous sommes venus à London en grande partie pour entendre vos opinions et préoccupations, je ferai en sorte que nous ayons tout le temps voulu pour vos commentaires et vos questions.

**Les tendances macroéconomiques au sein de l'économie mondiale**

La turbulence qui secoue les marchés financiers mondiaux depuis le mois d'août continue de retenir l'attention. Mais plutôt que de me reporter à ce moment-là, j'aimerais d'abord reculer dans le temps pour vous présenter une perspective qui couvre les cinq ou six dernières années. De 2002 à 2007, l'activité économique à l'échelle du globe, mesurée en fonction du PIB réel, a connu une expansion robuste, s'établissant en moyenne à 4,6 % par année. La progression du commerce international a été plus impressionnante encore, avec un taux moyen de quelque 7 % en chiffres annuels. La plupart des pays ont bénéficié de cette période de solide croissance, qui a été particulièrement marquée dans les pays à marché émergent comme la Chine, l'Inde et le Brésil. Dans les pays industrialisés également, l'expansion a été vive et régulière.

Nous sommes maintenant confrontés à un ralentissement prononcé de la croissance économique mondiale, en raison principalement de l'importante correction en cours sur le marché américain du logement et du durcissement connexe des conditions du crédit lié à l'effondrement du marché des prêts hypothécaires à risque aux États-Unis. Je reviendrai

sur ces aspects de l'évolution financière dans quelques minutes. Mais, dans la perspective à plus long terme que j'ai choisi d'adopter, il importe de souligner qu'un certain fléchissement du rythme d'expansion à l'échelle de la planète était nécessaire. Au terme d'une période de cinq à six ans caractérisée par une croissance presque sans précédent, l'économie mondiale tournait près des limites de sa capacité et commençait à pousser l'inflation à la hausse.

Ces pressions sont manifestes dans la flambée des cours des matières premières. Ainsi, par rapport au début de 2002, les prix du pétrole brut, exprimés en dollars É.-U., ont plus que quintuplé, et ceux des métaux et des céréales ont plus que triplé. En termes réels, c'est-à-dire comparés à la hausse de l'ensemble des prix à la consommation, les cours du pétrole brut ont plus que quadruplé pendant cette période, et dépassent maintenant les niveaux atteints dans les années 1970 et au début des années 1980.

Les chiffres les plus récents de l'inflation mesurée par l'IPC global témoignent de l'incidence de cet accroissement des cours des matières premières sur les prix à la consommation. Aux États-Unis, au Royaume-Uni et dans la zone euro, le taux d'inflation mesuré par l'IPC global s'établit actuellement à 4,0 %, à 2,5 % et à 3,5 %, respectivement. Les pays à marché émergent sont aussi aux prises avec des pressions à la hausse sur les prix. L'inflation fondamentale, qui fait abstraction des effets de l'augmentation des prix des aliments et de l'énergie, avoisine toutefois les 2 % dans les pays industriels. Étant donné la baisse de régime à l'échelle mondiale, il est peu probable qu'un renchérissement des aliments et de l'énergie se répercute sur les prix et les coûts plus généralement, mais c'est un risque que les banques centrales suivent de près. Autrement dit, celles-ci veillent à maintenir les attentes d'inflation bien ancrées.

### **Les défis qui se posent sur la scène économique mondiale**

En gardant ce contexte à l'esprit, permettez-moi maintenant d'aborder trois grands défis auxquels sont confrontés l'économie mondiale et, par extension, le Canada et l'Ontario : premièrement, le ralentissement de l'économie américaine et la turbulence qui secoue les marchés financiers; deuxièmement, les déséquilibres commerciaux à l'échelle du globe; et, troisièmement, la concurrence livrée par les pays à marché émergent.

Le défi le plus immédiat qui se pose pour l'économie mondiale est l'essoufflement marqué de l'activité aux États-Unis. Cette décélération implique plusieurs éléments interreliés et, compte tenu des liens commerciaux étroits que nous entretenons avec ce pays, elle a des conséquences très directes pour le Canada.

L'un des éléments en cause est la correction importante et prolongée en cours dans le secteur américain du logement. Cette correction découle du fait que la construction de logements avait atteint des niveaux insoutenables ainsi que de l'implosion connexe du marché des prêts hypothécaires à risque, dont les critères de souscription étaient très laxistes. La construction, les ventes et les prix sur le marché du logement ont chuté considérablement, et les stocks de maisons invendues demeurent élevés.

Un autre de ces éléments est évidemment la turbulence financière et les changements sur les marchés du crédit auxquels nous avons assisté au cours des huit derniers mois. Étant donné la complexité de cette situation, permettez-moi d'y consacrer un peu plus de temps.

Pour comprendre la cause de cette turbulence, il est utile encore une fois de considérer les cinq ou six dernières années. Pendant cette période, la baisse de l'inflation, conjuguée à un excédent sur le plan international du niveau désiré de l'épargne sur celui de l'investissement, a donné lieu à des taux d'intérêt réels bas par rapport aux normes historiques. Comme je l'ai indiqué plus tôt, cette période a aussi été caractérisée par une croissance économique forte et soutenue à l'échelle du globe.

Dans ce contexte macroéconomique, les écarts de rendement entre les investissements risqués et à faible risque se sont resserrés. Parallèlement, une gamme de nouveaux instruments financiers, comme de nouveaux types de titres adossés à des actifs et de titres garantis par des créances, a fait son apparition. Les investisseurs en quête de rendements plus élevés ont été attirés par ces produits. Il s'en est suivi un accroissement du levier financier (c'est-à-dire du financement par emprunt), et les investisseurs ont assumé des risques que, de toute évidence, ils étaient nombreux à ne pas comprendre entièrement.

Le lien avec les États-Unis, c'est que bon nombre de ces produits nouveaux, ou structurés, comprenaient des prêts hypothécaires à risque. Quand les défauts de paiement sur ces prêts ont commencé à se multiplier, et compte tenu de l'opacité de ces produits d'investissement, les primes de risque se sont mises à augmenter, et la liquidité, à s'évaporer. Les conditions du crédit, quant à elles, se sont durcies. Ces réactions de la part des marchés financiers ont été ressenties partout dans le monde. Je soulignerai rapidement, toutefois, que les pressions se sont fait sentir avec moins d'acuité sur les marchés financiers canadiens vu la santé financière relativement bonne des ménages, des entreprises et des institutions financières de notre pays.

L'épisode entier, qui est loin d'être terminé, peut être perçu comme une réévaluation des risques qui aurait dû se produire il y a longtemps, une reconnaissance des pertes et une recapitalisation des bilans. Le gouverneur Carney ayant traité de cette question récemment, je ne m'étendrai pas sur le sujet ici. Je me bornerai à dire que ces événements font ressortir la nécessité d'apporter des changements dans les secteurs tant public que privé afin que les marchés puissent revenir à un mode de fonctionnement plus normal. Parmi les besoins les plus pressants dans le secteur privé, il y aurait lieu d'augmenter la transparence des produits financiers, d'améliorer la gestion des risques et de la liquidité, ainsi que d'accroître la rationalité et la compatibilité des motivations. La Banque du Canada, pour sa part, prend des mesures à l'appui du fonctionnement des marchés en élargissant la liste de titres admissibles en nantissement dans le cadre de son mécanisme permanent d'octroi de liquidités, en réexaminant les types de prises en pension à plus d'un jour et de prêts à terme, de même qu'en modernisant son pouvoir législatif afin de soutenir la stabilité du système financier.

Le second défi auquel sont confrontés l'économie mondiale et le Canada concerne les importants déséquilibres des balances courantes qui existent de nos jours. En bref, les

États-Unis accusent un énorme déficit de leur balance courante depuis plusieurs années, alors que beaucoup d'autres pays, particulièrement les pays asiatiques et les pays exportateurs de pétrole, enregistrent des excédents. Des déséquilibres aussi considérables ne sont pas soutenables sur longue période, c'est pourquoi la question suivante se pose : que doit-on faire pour favoriser une correction ordonnée?

Deux grands ajustements s'imposent. D'une part, les pays qui enregistrent d'importants excédents doivent miser davantage sur la demande intérieure comme source de croissance, et ceux qui accusent un déficit (principalement les États-Unis) doivent augmenter leur taux d'épargne national. D'autre part, il est nécessaire que certains pays assouplissent leur régime de change. C'est notamment le cas de la Chine, mais aussi, de façon plus générale, des économies de l'Asie du Sud-Est. La Chine continue d'entraver la flexibilité des taux de change – et, du coup, l'ajustement – par l'accumulation de réserves de devises, qui totalisent aujourd'hui 1,5 billion de dollars É.-U. Je m'empresse d'ajouter qu'il est dans l'intérêt même de la Chine d'assouplir son régime de change. En effet, elle serait ainsi beaucoup mieux en mesure de gérer sa propre économie, et notamment de faire face à l'intensification des pressions inflationnistes qu'elle subit.

Le troisième grand défi a trait à l'intégration de la Chine et de l'Inde à l'économie mondiale. On ne s'étonnera pas que certains perçoivent comme une menace la puissance économique et la concurrence grandissantes de ces deux pays, dans la mesure où ceux-ci produisent de plus en plus de biens et services à plus forte valeur ajoutée. L'expansion des économies à marché émergent ouvre pourtant d'immenses possibilités aux entreprises canadiennes. Nous devons tirer parti de nos avantages comparatifs et voir dans ces marchés en plein essor des endroits où faire des affaires.

Après ce rapide coup d'œil sur quelques-uns des défis et des tendances au sein de l'économie mondiale, j'aimerais maintenant examiner, à la lumière de cette conjoncture, certains grands enjeux économiques auxquels doivent faire face le Canada et l'Ontario.

### **Le Canada et l'Ontario dans l'économie mondiale**

Ces tendances économiques à l'échelle du globe représentent des forces importantes et, de manière très concrète, concurrentes ou opposées, qui conditionnent l'évolution de notre économie. Les cours élevés des matières premières ont provoqué une hausse considérable des revenus au Canada. Les économistes diraient, quant à eux, que nous avons connu une « amélioration de nos termes de l'échange », c'est-à-dire que les prix des produits que nous vendons à l'étranger augmentent plus vite que ceux des produits que nous importons. La hausse des revenus réels qui en résulte vient soutenir la demande intérieure au pays, ce qui se manifeste par un accroissement de la consommation, des dépenses de construction et des investissements en machines et matériel et, plus globalement, par une progression de l'emploi.

Parallèlement, l'atonie de l'économie américaine, la vigueur de notre dollar (attribuable à l'amélioration de nos termes de l'échange et à la faiblesse du dollar américain par rapport aux autres devises) ainsi que la concurrence des pays asiatiques ont entraîné un

plafonnement, voire un recul des exportations, particulièrement dans le secteur manufacturier.

Ainsi, dans l'ensemble, la vive demande intérieure au Canada a compensé la faiblesse du secteur des biens échangeables. La Banque du Canada a calibré la politique monétaire en se fondant sur son appréciation de l'influence relative de ces forces concurrentes, tout en gardant à l'esprit son objectif consistant à garder l'inflation à la cible de 2 % qu'elle s'est fixée. À l'heure actuelle, l'inflation mesurée par l'IPC global au Canada se chiffre à 1,8 %. Abstraction faite de l'effet ponctuel de la réduction de la TPS en janvier, le taux d'accroissement de l'IPC global s'élève à 2,4 %, et celui de l'indice de référence (qui exclut les composantes les plus volatiles), à 1,5 %.

L'une des principales préoccupations de la Banque est de se tenir au fait de toutes les forces à l'œuvre. Comme nous l'avons indiqué dans notre dernier communiqué sur le taux directeur, il y a un mois, la correction en cours dans le secteur du logement aux États-Unis, l'effet d'entraînement de cette dernière sur d'autres pans de l'économie américaine ainsi que le resserrement des conditions du crédit sur les marchés financiers mondiaux nous ont amenés à conclure que la résultante des risques entourant l'économie canadienne s'est inscrite en baisse, d'où notre décision de réduire le taux directeur de 50 points de base pour le ramener à 3,5 %. Nous avons également précisé qu'il faudra probablement encore augmenter le degré de détente monétaire dans un proche avenir afin de maintenir l'équilibre entre l'offre et la demande globales et d'atteindre la cible d'inflation de 2 % à moyen terme.

À la lumière de cette perspective mondiale et nationale, abordons maintenant quelques-uns des enjeux et défis auxquels l'économie ontarienne se trouve confrontée et certaines des possibilités qui s'offrent à elle.

L'Ontario est aux prises avec des forces économiques d'ordre à la fois cyclique et structurel. Parmi les facteurs cycliques, mentionnons le ralentissement marqué de l'économie américaine, qui s'est répercuté directement sur le secteur des produits forestiers de la province – qu'il s'agisse de bois d'œuvre, de portes, de fenêtres ou encore de matériaux de construction en général – et sur l'industrie automobile. En même temps, ces secteurs et d'autres sont soumis à d'importants facteurs structurels, au nombre desquels figure, il va sans dire, la concurrence livrée par les pays à marché émergent.

En raison de ces facteurs cycliques et structurels, la demande de plusieurs produits fabriqués traditionnellement par l'Ontario a fléchi. Autrement dit, certains segments clés de l'économie de la province ont été touchés par une variation des prix relatifs. À l'échelle nationale, on dirait, dans pareille situation, que les termes de l'échange de l'Ontario se sont détériorés. Bien entendu, l'appréciation qu'a connue le dollar canadien ces cinq ou six dernières années est l'un des aspects importants de ces mouvements des prix relatifs.

Parallèlement, certains secteurs de l'économie ontarienne profitent de ces variations des prix relatifs, dont les mines et l'agroalimentaire. Il ne faut pas oublier non plus que le secteur manufacturier n'est pas homogène, comme en témoigne d'ailleurs l'industrie des

technologies de pointe. Enfin, la province peut tabler sur la solidité de ses services financiers et de ses services de santé.

Il ressort de ce qui précède que l'économie de l'Ontario doit s'ajuster à ces forces mondiales. Ces ajustements ne se feront pas sans heurts. Il me semble toutefois que London et la région avoisinante font figure de modèles en ce qui concerne la flexibilité dont il faut faire preuve pour réagir et s'adapter aux conditions changeantes. Il y a une vingtaine d'années, le secteur manufacturier représentait 20 % des emplois à London, contre 14 % aujourd'hui. Ces pertes ont été plus que compensées, depuis les 20 dernières années, par les gains obtenus au chapitre de l'emploi dans les domaines des services financiers, des services aux entreprises et des services professionnels de même que dans le transport et l'entreposage. De plus, des investissements considérables ont été réalisés dans les technologies permettant d'exercer des activités commerciales de calibre mondial, y compris dans votre secteur manufacturier. C'est ainsi qu'au cours de cette période, London a connu une croissance de l'emploi et des revenus réels.

Il ne fait aucun doute qu'une bonne gestion macroéconomique est essentielle pour que les provinces, les villes et les communautés puissent s'adapter à l'évolution mondiale. Il faut notamment de saines politiques budgétaires, qui contribuent à réduire la dette publique en proportion de la taille de l'économie. La Banque du Canada a elle aussi un rôle important à jouer. La politique monétaire axée sur un taux d'inflation bas, stable et prévisible qu'elle met en œuvre aide les ménages, les entreprises et les administrations publiques à décoder plus clairement les signaux transmis par les prix, à réagir plus rapidement aux variations des prix relatifs et à répartir plus efficacement les ressources de production. Lorsqu'ils sont aussi importants qu'ils l'ont été ces dernières années, les mouvements des prix relatifs sont essentiellement le moyen par lequel les marchés nous signalent qu'un changement fondamental s'est opéré dans le type de produits que les autres pays sont prêts à acheter au Canada. En formulant la politique monétaire, la Banque doit en comprendre les effets sur l'économie canadienne tout entière, les mesures qu'elle prend ayant, de par leur nature, une portée nationale.

## **Conclusion**

Pour conclure, j'aimerais d'abord souligner l'importance de permettre aux mécanismes d'ajustement du marché de fonctionner librement. Les marchés envoient des signaux de prix indiquant le meilleur moyen d'affecter les ressources. De plus, il importe, pour les ménages, les entreprises et les administrations publiques, d'adopter une perspective à moyen et à long terme au moment de prendre des décisions. Les forces à l'œuvre au sein de l'économie mondiale ne disparaîtront pas de sitôt.

Nous devons, par conséquent, favoriser la flexibilité et l'adaptabilité de l'économie du Canada et de l'Ontario. Autrement dit, il faut faire plus pour améliorer le fonctionnement de nos marchés intérieurs. Des politiques susceptibles d'encourager la flexibilité peuvent de toute évidence faciliter l'ajustement des économies aux chocs cycliques. Par ailleurs, favoriser la souplesse peut aussi se révéler avantageux à plus long terme. Lorsque les politiques procurent un contexte propice à l'épanouissement de l'esprit d'initiative et de l'innovation, l'économie canadienne est alors en mesure de s'adapter aux forces

économiques mondiales à long terme de manière à exploiter continuellement ses avantages comparatifs.

Je vous remercie de votre attention. Je me ferai maintenant un plaisir de recevoir vos questions et vos commentaires.