
**Allocution prononcée par Gordon Thiessen
gouverneur de la Banque du Canada
devant le St. John's Board of Trade
St. John's (Terre-Neuve)
le 23 septembre 1998**

**L'incertitude sur la scène mondiale et ses effets sur
l'économie canadienne**

Je suis enchanté que l'on m'ait invité à profiter du fait que le Conseil d'administration de la Banque du Canada se réunissait ici à St. John's pour prendre la parole devant les membres de la chambre de commerce de cette ville.

Durant la dernière année, l'économie et la monnaie canadiennes se sont ressenties de l'incertitude accrue sur la scène mondiale et des pressions croissantes provoquées par les problèmes ayant pris naissance en Asie du Sud-Est. Je suis sûr que les retombées de cette situation, spécialement sur les cours des produits de base, tels que le pétrole et le nickel, sont déjà bien connues de la population de Terre-Neuve.

Pour bien comprendre ce qui se passe, il faut se pencher sur la nature des facteurs qui agissent actuellement sur notre économie. Nous devons aussi bien faire la distinction entre les causes et les effets de la baisse qu'a subie la valeur externe de notre monnaie ces douze derniers mois. Les commentaires qui ont été exprimés sur ce sujet n'ont pas toujours été très éclairants.

Pour commencer, j'aimerais passer brièvement en revue l'évolution internationale en examinant plus précisément jusqu'à quel point les problèmes apparus en Asie du Sud-Est ont persisté et se sont propagés. Je traiterai ensuite de l'incidence de cette évolution sur l'économie canadienne et vous livrerai la plus récente évaluation de la Banque quant à nos perspectives de croissance économique. À ce sujet, j'aimerais préciser tout de suite que les principales tendances au sein de notre économie demeurent à mon avis favorables. Enfin, je vais vous entretenir de la baisse du cours du dollar canadien et de la réaction de la politique monétaire à cette baisse.

Le monde qui nous entoure

Depuis plus d'un an maintenant, la volatilité et l'incertitude sont les traits marquants du climat international dans lequel le Canada évolue.

La crise financière a pris naissance en Asie du Sud-Est à l'été 1997; elle s'est ensuite étendue à la Corée du Sud, puis a aggravé les difficultés économiques internes que connaissait déjà le Japon. Récemment, la Russie s'est ajoutée au nombre des pays touchés, et quelques pays d'Amérique latine font maintenant l'objet de pressions.

Comme cela avait été le cas au moment de la crise asiatique, les problèmes financiers éprouvés par la Russie se sont répercutés sur les marchés des changes ainsi que sur les marchés boursiers et obligataires de l'ensemble de la planète, ce qui a fait craindre une nouvelle vague de contagion.

Le recul dont nous disposons maintenant nous permet assurément de mieux voir à quel point les investisseurs des pays industriels étaient attirés par les placements à rendement élevé dans les pays aux économies de marché naissantes, sans comprendre pleinement quels risques y étaient associés. Après avoir essuyé des pertes considérables sur certains marchés, les investisseurs ont cherché à réduire l'encours de leurs créances sur les marchés naissants en général. Toutefois, le retrait rapide de fonds qui s'est ensuivi a fait ressortir les faiblesses de certaines de ces économies, ce qui a rendu les investisseurs encore plus nerveux. L'évolution récente de la situation en Russie illustre bien mon propos.

Le caractère apparemment contagieux de ces événements a donné lieu à quelques prédictions pessimistes d'une récession économique mondiale. Dans quelle mesure tout cela devrait-il nous inquiéter?

Il est vrai que le climat international s'est révélé plus difficile que ce que la plupart des gens avait prévu, mais je vous assure qu'il n'y a pas que des ombres au tableau.

Bien entendu, les conditions au Japon continuent d'être une source d'inquiétude. Et cela, non seulement à cause de l'importance économique de ce pays, mais aussi à cause des liens commerciaux et financiers très étroits que celui-ci entretient avec les autres économies en difficulté du continent asiatique. Il faut souligner cependant, et cela est primordial, que le Japon dispose de la capacité et des ressources financières dont il a besoin pour régler ses difficultés actuelles. Une volonté manifeste d'accélérer la mise en place des mesures destinées à

redresser un secteur bancaire chancelant et à stimuler l'activité intérieure aiderait à dissoudre les inquiétudes actuelles.

Mais ce qui importe plus encore, c'est que l'activité économique aux États-Unis continue d'être très dynamique et qu'elle devrait demeurer robuste. La situation est favorable également au Canada et en Europe. Cela n'est pas peu; en effet, l'Amérique du Nord et l'Europe représentent ensemble environ la moitié de la production mondiale. De plus, le recul récent des taux d'intérêt à moyen et à long terme à des planchers records contribue à soutenir la dépense intérieure dans tous les pays industriels.

Maintenant que j'ai brossé le tableau de la situation, voyons quelles sont les retombées, pour le Canada, des événements survenus sur la scène internationale ainsi que de l'incertitude et des pressions qui en découlent sur les marchés financiers.

Comment se comporte notre économie?

L'évolution de la situation internationale au cours de la dernière année a eu sur notre économie une incidence plus forte qu'on ne l'avait d'abord prévu. Il est évident que les secteurs d'activité et les régions du Canada qui sont tributaires des produits de base font face à des difficultés considérables.

Pour vous aider à saisir pleinement le lien particulier qui existe entre l'évolution internationale récente et l'économie canadienne, permettez-moi de vous signaler que l'Asie, le Japon compris, absorbe entre 30 et 35 % de la production mondiale de certaines des principales matières premières. Il n'est donc pas surprenant que les cours mondiaux des produits de base aient été durement touchés par la crise asiatique. Les récents événements survenus en Russie, qui est un grand producteur de matières premières, ont contribué à accentuer l'incertitude entourant les perspectives d'évolution de l'offre et des prix de ces produits.

Tous ces facteurs ont concouru à faire chuter de 15 % environ au cours des douze derniers mois les prix en dollars É.-U. des produits de base clés pour l'économie canadienne. Bien que l'importance des produits de base dans notre économie ait diminué, ceux-ci totalisent encore environ 30 à 35 % de nos exportations de marchandises.

Certes, les Canadiens sont aux prises avec des difficultés venues de l'étranger, mais ils ne doivent pas oublier que, dans l'ensemble, l'économie de leur pays est encore en bonne

santé. Cela est attribuable, d'abord et avant tout, au fait que certains aspects fondamentaux de l'économie canadienne se sont améliorés considérablement ces dernières années. Nous bénéficions maintenant d'un faible taux d'inflation, d'un surplus budgétaire et d'une diminution du ratio de la dette publique au PIB (bien que ce ratio reste élevé). En outre, les entreprises canadiennes ont lancé d'importants projets de restructuration et d'investissement afin d'accroître leur productivité. Grâce à ces améliorations fondamentales, nous sommes en meilleure posture qu'auparavant pour absorber les chocs soudains.

En ce qui concerne nos perspectives à court terme, on observe aussi un bon nombre de facteurs favorables. L'activité économique aux États-Unis, notre principal partenaire commercial, demeure dynamique. Ici, au Canada, les plus récents indicateurs font état d'une poursuite de la croissance des dépenses de consommation et des investissements des entreprises, laquelle est soutenue par une hausse de l'emploi et le bas niveau des taux d'intérêt à moyen et à long terme.

L'économie canadienne ne connaîtra pas cette année, comme en 1997, un taux d'expansion de 4 %, mais elle pourrait tout de même croître au rythme de 2 1/2 à 3 % (calculé d'un quatrième trimestre à l'autre). Manifestement, compte tenu du climat qui règne sur la scène internationale, beaucoup d'incertitude entache cette estimation à l'heure actuelle. Tout d'abord, il est difficile d'évaluer avec quelle rapidité et quelle efficacité le Japon réglera ses problèmes et ce que cela signifiera pour le reste de l'Asie. Les répercussions de la contagion récente de la crise à la Russie et les pressions observées dans certains pays d'Amérique latine sont difficiles à évaluer également. Par contre, la plupart des prévisionnistes ont constamment sous-estimé la robustesse de l'économie américaine et peut-être le font-ils encore maintenant.

Les répercussions sur le dollar canadien

S'il est un événement de nature économique qui a défrayé la chronique au pays au cours de la dernière année, c'est bien la baisse du cours du dollar canadien. À son plus bas niveau, à la fin août 1998, notre dollar s'était déprécié de 13 % environ par rapport au dollar É.-U. et de plus de 7 % par rapport au mark allemand, si l'on prend pour référence sa valeur moyenne du premier semestre de 1997, soit avant la crise asiatique. Depuis le creux d'août, il s'est quelque peu redressé par rapport au dollar É.-U.

Quelles sont les causes de ces fluctuations?

La valeur de notre monnaie **reflète** habituellement l'évolution de la situation au pays et à l'étranger. Il est donc important de ne pas perdre de vue que les variations récentes du dollar canadien sont la **conséquence** des événements survenus depuis douze mois et non pas la **cause** des difficultés auxquelles nous sommes actuellement confrontés, comme certains l'ont laissé entendre ces derniers temps.

Il faut aussi se rappeler que le taux de change est le prix du dollar canadien exprimé dans la devise d'un autre pays, habituellement le dollar américain. Par conséquent, il est influencé par les événements qui se produisent dans les deux pays en question. Pour interpréter correctement les mouvements du taux de change entre les monnaies canadienne et américaine, nous devons donc examiner aussi ce qui se passe chez nos voisins du Sud, et pas seulement chez nous. Et cela rend l'interprétation de ces mouvements plus difficile encore.

Jusqu'à tout dernièrement, le dollar américain a été exceptionnellement vigoureux par rapport à **toutes** les monnaies, ce qui s'explique en partie par le dynamisme de l'économie des États-Unis. Toutefois, la fermeté affichée par la devise américaine au cours de la dernière année, alors que le climat mondial était difficile et incertain, tenait aussi au rôle de grande monnaie internationale que joue celle-ci. Comme on a pu le constater à la suite de la crise asiatique, et avec une vigueur renouvelée dans les jours qui ont suivi les événements survenus en Russie, les investisseurs internationaux, à la recherche d'une valeur refuge, se sont tournés vers les avoirs libellés en dollars É.-U. De fait, la tourmente qui a secoué les marchés financiers vers la fin août semble avoir été le résultat d'une réévaluation des risques par les investisseurs de partout dans le monde au lendemain de l'annonce du moratoire sur la dette de la Russie.

Ainsi, dans la mesure où la dépréciation de notre monnaie reflétait l'appréciation du dollar américain vis-à-vis de toutes les devises, sa cause réside dans la ruée mondiale vers les avoirs libellés en dollars É.-U.

Mais il ne s'agit pas là de la seule explication. Les pressions à la baisse qui se sont exercées sur le cours de notre monnaie durant la dernière année étaient aussi associées à des événements qui ont été perçus comme touchant plus précisément le Canada. Comme je l'ai expliqué plus tôt, l'un d'eux, et non le

moindre, a été le recul marqué des prix des principaux produits de base que nous exportons.

Ce recul s'est traduit par une diminution des revenus et de la richesse des Canadiens. Les perspectives en matière de profits d'un bon nombre des industries canadiennes d'exploitation des ressources naturelles se sont détériorées, et il est probable que la production et l'emploi dans ces industries s'en ressentiront. De fait, la valeur marchande des entreprises du secteur reflète l'assombrissement de ces perspectives. En outre, une réduction des revenus nets générés par l'exportation des produits de base entraîne, toutes choses égales par ailleurs, une augmentation du déficit de la balance canadienne des paiements internationaux et un besoin de financement étranger supérieur à ce qui aurait été requis autrement.

La conjonction de ces différents facteurs liés à l'évolution des marchés des produits de base a fait naître des pressions à la baisse sur le taux de change. Et l'affaiblissement du dollar a eu pour effet de propager à l'ensemble de l'économie les répercussions sur la richesse et les revenus de la chute des prix de ces produits.

De fait, une dépréciation du dollar canadien fait augmenter les prix intérieurs de tous les biens importés et de nombreux produits fabriqués au pays qui peuvent se substituer aux importations. Pour un revenu donné, une hausse des prix intérieurs se traduit par une diminution du niveau de vie des consommateurs canadiens. Les détaillants qui se sentent incapables de répercuter cette hausse sur les prix à la consommation devront l'absorber eux-mêmes en réduisant leurs profits, ce qui se traduira par des rendements plus faibles pour leurs actionnaires.

Bref, à cause du recul des prix des produits de base, nous sommes en moins bonne posture que nous ne l'étions auparavant. C'est une réalité à laquelle nous devons nous ajuster.

Même si nous avions pu prévenir la chute du dollar canadien, il nous aurait été impossible d'échapper aux répercussions que je viens de mentionner. En fait, si notre taux de change était fixe, l'ajustement serait plus lent à se produire et plus coûteux aussi puisqu'il s'opérerait au moyen de réductions de salaire qui impliquent habituellement des variations plus marquées de la production et de l'emploi. Dans un régime de taux de change flottants, l'ajustement est facilité par un certain repli du dollar, qui a pour effet d'en répartir le

fardeau sur l'ensemble des Canadiens. Nous avons beaucoup justifié au fil des ans l'adoption au Canada d'un tel régime de changes en expliquant que le processus d'ajustement aux chocs qui frappent notre économie de temps à autre est généralement moins ardu et plus équitable lorsqu'il s'effectue au moyen de fluctuations du taux de change que par le biais de réductions de la production, de l'emploi et des salaires.

Je ne voudrais toutefois pas vous donner l'impression que les marchés des changes connaissent toujours la valeur exacte d'une monnaie. Il leur arrive parfois d'aller trop loin une fois qu'une tendance est établie, dans un sens ou dans l'autre. De fait, j'estime que lors du dernier accès de turbulence qui a secoué la scène financière internationale, les marchés ont exagéré le lien qui existe entre le dollar canadien et les produits de base. Par exemple, on a largement sous-estimé le fait que nos exportations de produits hautement manufacturés, l'important secteur automobile mis à part, ont progressé de près de 20 % ces douze derniers mois et représentent maintenant environ 30 % de nos exportations de marchandises.

La réaction de la politique monétaire

Qu'est-ce que la Banque du Canada peut et doit faire au sujet du taux de change lorsque surviennent des perturbations sur les marchés financiers internationaux et des chocs majeurs d'origine externe?

Dans un premier temps, permettez-moi de vous rappeler que la politique monétaire canadienne a pour objectif de maintenir le taux d'inflation à l'intérieur d'une fourchette allant de 1 à 3 %. Nous avons établi cette cible, conjointement avec le gouvernement fédéral, parce que nous considérons qu'un bas taux d'inflation contribuera à raffermir l'économie et à la rendre plus stable avec le temps.

Si nous voulons respecter notre engagement de stabiliser l'inflation à un bas niveau, la politique monétaire doit demeurer axée sur la cible établie en matière d'inflation. Le taux de change et les taux d'intérêt sont les canaux par lesquels se transmettent les mesures de politique monétaire et ils doivent pouvoir s'ajuster aux nouvelles réalités pour que les cibles d'inflation puissent être atteintes.

Mais que faire si l'élan imprimé au mouvement du taux de change pousse le dollar canadien bien au-delà du niveau que justifient les facteurs fondamentaux de l'économie? Il est très

difficile de juger de ce qui est justifiable ou non, mais il arrive parfois qu'une dépréciation persistante de la monnaie éclipse de bonnes nouvelles sur le plan économique.

Lorsque cela se produit, les autorités canadiennes doivent rappeler aux investisseurs les tendances favorables de notre économie. La Banque peut aussi intervenir, au nom du ministre des Finances, pour appuyer ce message et soutenir la monnaie en achetant des dollars canadiens sur le marché des changes. Mais nous savons qu'une telle mesure n'est efficace que si un bon nombre d'investisseurs sont eux aussi d'avis que la correction du dollar a été trop prononcée.

La Banque peut également réagir aux baisses du taux de change en modifiant le taux d'escompte. Il existe deux types de circonstances dans lesquelles cette intervention s'avère appropriée. C'est d'abord le cas lorsque l'ampleur de la dépréciation de la monnaie compromet la croissance soutenable et non inflationniste que connaît alors l'économie. Il faut se rappeler qu'une baisse du cours de la monnaie stimule l'activité économique, car elle encourage les exportateurs et les producteurs de biens se substituant aux importations à accroître leurs opérations. C'est pourquoi la Banque combine toujours les niveaux du taux de change et des taux d'intérêt pour mesurer le degré d'impulsion fourni à l'économie. Si une dépréciation du dollar entraîne la persistance de conditions monétaires trop expansionnistes et incompatibles avec la cible poursuivie en matière d'inflation, la Banque devra, pour faire contrepoids, hausser les taux d'intérêt à court terme.

Une augmentation du taux d'escompte peut également s'imposer lorsqu'il y a un risque de perte de confiance dans le dollar canadien. Si la confiance est ébranlée, les investisseurs canadiens et étrangers délaisseront les avoirs libellés en dollars canadiens, à moins qu'ils ne reçoivent en guise de compensation des primes substantielles incorporées aux taux d'intérêt. De telles primes se traduisent par une hausse des taux d'intérêt à moyen et à long terme et sont très coûteuses pour l'économie. Ce sont des préoccupations de cet ordre qui ont amené la Banque à réagir vigoureusement au recul qu'a accusé le dollar canadien au début de 1995, pendant la crise du peso mexicain.

Le relèvement du taux d'escompte effectué à la fin du mois dernier visait aussi à prévenir une éventuelle perte de confiance de la part des marchés. La nervosité des investisseurs était alors accentuée par la crise financière en Russie, et elle donnait lieu à une dépréciation marquée de notre monnaie et à une forte remontée des taux d'intérêt à moyen et à long terme. Par

suite du relèvement du taux d'escompte, le dollar canadien s'est ressaisi et les taux d'intérêt à moyen et à long terme sont redescendus.

Conclusion

J'ai accordé beaucoup d'importance dans mes propos d'aujourd'hui aux événements survenus récemment sur la scène internationale, mais cela s'explique par le fait que les répercussions de ces événements sur l'économie canadienne et sur le cours de notre monnaie sont importantes et complexes.

Revoyons brièvement les principaux points que j'ai soulevés.

Au cours de la dernière année, notre économie a dû faire face aux retombées de la crise asiatique, qui s'est avérée plus étendue et plus longue que la plupart d'entre nous l'avaient prédit. Certes, notre pays est aux prises avec ces retombées ainsi qu'avec l'incertitude entourant l'évolution de la situation mondiale et les pressions qui en découlent, mais il importe de se rappeler que la conjoncture économique internationale dans laquelle le Canada évolue comporte aussi des aspects positifs, dont le principal est la robustesse de l'économie américaine. En outre, notre économie conserve une grande vigueur sous-jacente. Qui plus est, grâce à l'amélioration de ses facteurs fondamentaux, elle est mieux en mesure qu'auparavant de résoudre les problèmes auxquels elle est confrontée.

Mise à part la vigueur qu'a affichée le dollar américain vis-à-vis de toutes les monnaies durant la dernière année, les pressions à la baisse qu'a subies le dollar canadien ont été une conséquence des répercussions du recul des prix des produits de base sur notre prospérité économique. Cependant, il est devenu évident, au début août, que les investisseurs exagéraient l'importance de ces répercussions et perdaient de vue les tendances fondamentales favorables au sein de notre économie. La Banque est intervenue, achetant des dollars canadiens, pour inciter les participants aux marchés à marquer un temps d'arrêt et à réévaluer leur point de vue sur l'économie canadienne. Les événements survenus en Russie à la mi-août ont fait naître de nouvelles craintes et balayé cet effort d'un appel à la réflexion. La Banque a donc dû relever le taux d'escompte pour prévenir une perte de confiance dans la monnaie et annuler ainsi une montée coûteuse des taux d'intérêt à moyen et à long terme. Depuis, ces taux se sont repliés.

Permettez-moi, pour conclure, de souligner que, malgré toute l'attention accordée récemment au dollar canadien en raison d'événements exceptionnels survenus à l'étranger, la politique monétaire a toujours pour objectif fondamental le maintien de la tendance de l'inflation à l'intérieur d'une fourchette cible allant de 1 à 3 %. C'est en maintenant l'inflation à un bas niveau que la Banque du Canada peut le mieux contribuer à l'amélioration de la tenue générale de l'économie au fil du temps. C'est aussi la meilleure façon pour elle de soutenir la valeur du dollar canadien à long terme.