
**Allocution prononcée par Gordon Thiessen
gouverneur de la Banque du Canada
devant la Greater Victoria Chamber of Commerce
le 7 décembre 1998
Victoria (Colombie-Britannique)**

L'économie canadienne et la politique monétaire en période d'instabilité

Lorsque la crise asiatique a éclaté à l'été 1997, rares étaient les observateurs qui prévoyaient que les marchés financiers internationaux seraient toujours aux prises avec ses retombées plus d'un an après son déclenchement. La plupart s'attendaient à ce que la crise soit jugulée et réglée assez rapidement. Mais qui pouvait s'imaginer, il y a un an, que la situation du Japon se détériorerait autant, ou que la Russie imposerait un moratoire sur le remboursement de sa dette, secouant les marchés du monde entier et accentuant les pressions financières sur certaines régions d'Amérique latine?

Tous ces événements inattendus ont entraîné un ralentissement de l'activité économique de par le monde. L'économie très ouverte du Canada n'a pas été épargnée par ces forces négatives. Le recul marqué de la demande et des cours des principaux produits de base canadiens durant la dernière année a porté un coup à notre économie. La Colombie-Britannique en particulier a été durement touchée, car c'est cette province, toutes proportions gardées, qui en produit et en exporte le plus. Cette évolution s'est répercutée sur la valeur de notre devise, qui s'est fortement dépréciée par rapport au dollar américain.

Ces différents facteurs semblent avoir créé un terrain propice à l'élaboration de quelques scénarios pessimistes. Certains commentateurs ont même évoqué le spectre d'une récession et d'une déflation mondiales, ce qui laisserait présager un ralentissement économique au Canada. De telles craintes sont-elles justifiées ou reflètent-elles une réaction excessive aux événements?

À mon sens, les propos pessimistes qui ont été tenus étaient exagérés. Compte tenu de l'incertitude observée à l'échelle mondiale et de la volatilité qui a caractérisé les marchés financiers ces douze derniers mois, le Canada s'en est plutôt bien tiré. Il est normal d'être craintif et de redouter le pire quand on se trouve emporté dans une tourmente comme celle que nous avons connue au cours de la dernière année. Mais il est important de se rappeler que le Canada est aujourd'hui en meilleure posture pour faire face à l'adversité. Et c'est en portant notre regard au delà

des difficultés actuelles que nous pourrions distinguer les signes d'éclaircie qui pointent à l'horizon et ainsi retrouver la sérénité.

Ce matin, je mettrai tout d'abord en perspective l'évolution récente de la conjoncture économique et financière internationale. J'examinerai ensuite ses répercussions sur l'économie mondiale en général et sur le Canada en particulier. Je conclurai mes remarques par une analyse de la façon dont la Banque du Canada a réagi aux turbulences qui ont agité les marchés internationaux.

Les problèmes ayant marqué la scène financière internationale

Je vous ferai grâce de la chronologie détaillée des événements qui se sont succédé au cours de l'année qui vient de s'écouler. Vous ne la connaissez probablement que trop bien. Je tenterai plutôt de déterminer pourquoi la période de turbulence que les marchés financiers mondiaux ont traversée récemment a été plus pénible que les précédentes. Cette démarche nous aidera à mieux comprendre l'évolution de l'économie et de la politique monétaire au Canada au cours des derniers mois; cela devrait aussi nous éclairer sur les mesures à prendre pour redresser le système financier international et sur les erreurs à ne plus commettre.

Il convient de se demander tout d'abord pourquoi la crise financière de 1997-1998 a été plus étendue et plus longue que les précédentes. De mon point de vue, il y a deux raisons à cela. En premier lieu, avec le recul, il est clair que trop d'investisseurs internationaux ont fait des placements imprudents dans la foulée de la mondialisation croissante des marchés de capitaux. En second lieu, le Japon a mis beaucoup plus de temps que prévu à s'attaquer aux graves problèmes, bien antérieurs à la crise asiatique, qui minent son économie et son système financier.

Laissez-moi vous expliquer pourquoi je pense que ces facteurs ont eu un tel impact cette fois-ci.

Commençons par examiner le problème des *pratiques imprudentes des investisseurs internationaux*. Avec l'ouverture des marchés financiers et la baisse des taux d'intérêt dans les pays industriels, un nombre croissant d'investisseurs ont été attirés par les taux de rendement supérieurs affichés à l'étranger. Dans ce cas-ci, * l'étranger + désignait souvent les pays à marché émergent, particulièrement certains pays d'Asie. Affichant année après année une croissance économique rapide, ces pays semblaient offrir des possibilités de placement fort attrayantes.

Mais les placements à l'étranger, notamment dans les marchés émergents, sont beaucoup plus complexes que ceux faits au pays, et il peut s'avérer très difficile d'en évaluer la qualité. D'une part, les investisseurs ont affaire à des entreprises opérant très loin de chez eux, dans un climat économique et politique bien différent de celui qui leur est familier. D'autre part, les pratiques en matière de réglementation et de surveillance des institutions financières sont moins développées et moins transparentes dans certains de ces pays. Par ailleurs, les investisseurs avaient

quelques raisons de se sentir * à l'abri + des périls. Premièrement, les programmes d'assistance mis sur pied dans le passé par le Fonds monétaire international (FMI) et d'autres organismes internationaux les avaient peut-être convaincus que la communauté internationale serait toujours là pour leur venir en aide si le pire devait arriver. Deuxièmement, de nombreux conseillers financiers ne s'étaient pas, de toute évidence, préoccupés outre mesure du risque de change puisque la plupart des devises asiatiques étaient arrimées au dollar américain. Or, un taux de change fixe ne constitue pas en soi une garantie contre une éventuelle dépréciation de la monnaie, comme en témoignent les baisses qu'ont subies les cours d'un bon nombre de ces devises.

En fin de compte, les fonds communs de placement, les caisses de retraite, les institutions financières et leurs clients ont investi des sommes d'argent considérables au cours des années 1990 dans les marchés émergents, certainement sans mesurer pleinement les dangers auxquels ils s'exposaient. De plus, de nombreuses banques établies dans ces pays ont aussi pris des risques considérables — contractant des emprunts à court terme libellés en dollars américains auprès de banques étrangères, à des taux relativement bas, et octroyant des prêts à long terme en monnaie nationale à des taux élevés, souvent à des promoteurs immobiliers locaux.

Lorsque les régimes de changes fixes en Asie ont commencé à crouler sous la pression, les niveaux auxquels ils avaient été fixés étant devenus incompatibles avec l'évolution des facteurs économiques fondamentaux, les investisseurs locaux et étrangers ont fui les pays touchés. La chute des taux de change et la hausse des taux d'intérêt ont fait resurgir une foule d'autres problèmes qui couvaient depuis longtemps et qui étaient liés plus particulièrement à la fragilité des systèmes bancaires. Les investisseurs qui avaient été échaudés en Asie du Sud-Est ont alors essayé de réduire leurs placements dans tous les marchés émergents.

Les économies émergentes à l'extérieur de l'Asie ont bien résisté au début à la pression qui s'exerçait sur elles, du moins jusqu'à ce qu'éclate la crise en Russie. On savait déjà de longue date que ce pays était en proie à de sérieuses difficultés budgétaires. Mais la décision prise par la Russie en août dernier d'imposer de façon unilatérale un moratoire sur le remboursement de sa dette a déstabilisé les marchés du monde entier et remué profondément même les investisseurs les plus aguerris. La réévaluation des risques qui en a résulté à l'échelle mondiale ainsi que l'importance accrue accordée à la sécurité des placements ont incité les investisseurs à délaisser les titres achetés sur les marchés émergents et les obligations des sociétés au profit des obligations du Trésor américain, jugées plus sûres. Les taux d'intérêt offerts sur les titres plus risqués ont accusé une hausse sur les marchés, et on a assisté à une contraction des liquidités — d'où les craintes exprimées durant l'automne d'un * étranglement du crédit + et d'une récession à l'échelle mondiale.

Le deuxième facteur qui a contribué cette fois-ci à l'amplification de la crise financière mondiale a été *le degré de gravité et de complexité étonnant des difficultés économiques et financières auxquelles le Japon est confronté depuis si longtemps*. N'oublions pas que ce pays est la deuxième puissance économique mondiale. La plupart d'entre nous s'attendaient à ce que les Japonais, une fois conscients de la gravité de leurs problèmes, prennent rapidement et résolument les

mesures correctives nécessaires. Si l'économie nippone avait été plus vigoureuse, les perspectives mondiales auraient été bien différentes, et cela aurait aidé à accélérer le redressement des économies du Sud-Est asiatique — comme le dynamisme de l'économie américaine l'avait fait pour le Mexique après la crise qui avait frappé ce pays en 1994-1995. La détérioration du climat économique et politique au printemps et au début de l'été 1998 a joué un rôle important dans l'intensification des pressions exercées sur les marchés, lesquelles ont précipité la crise russe en août dernier.

Comment réagir face à cette agitation mondiale?

Quelles leçons devons-nous tirer des événements survenus ces douze derniers mois?

La dernière chose à faire, c'est de se retrancher derrière nos frontières et de commencer à dresser des barrières à la libre circulation des capitaux internationaux. Pareil comportement aurait des conséquences très fâcheuses. Même si les mouvements de capitaux sont parfois difficiles à gérer, particulièrement dans le cas de petits pays, l'accessibilité à l'épargne mondiale comporte de grands avantages, à condition toutefois que cette épargne soit employée prudemment et à des fins productives. Nous devons nous efforcer de trouver des façons de limiter les coûts, sans pour autant renoncer aux avantages que nous pouvons en tirer.

La Banque du Canada croit qu'un régime de changes flottants peut s'avérer très utile dans ce contexte. Lorsque la monnaie flotte, les emprunteurs et les prêteurs ne perdent jamais de vue le risque de change, et il est bien moins probable que surgissent des pressions du type de celles qui se sont exercées sur les taux de change fixes en Asie l'année dernière.

Je tiens également à signaler que la communauté internationale a déjà accompli une somme de travail considérable en vue de renforcer le système financier mondial et d'éviter la répétition des problèmes survenus récemment. Dans un communiqué diffusé en octobre, les ministres des Finances et les gouverneurs des banques centrales des pays du Groupe des Sept ont exposé une série d'initiatives en ce sens visant à : accroître la transparence du système financier mondial; promouvoir des normes internationales de bonne conduite; encourager le respect de ces normes; aider les pays en développement à réformer et à renforcer leurs systèmes économique et financier; mettre en place un dispositif de gestion des crises qui prévoit la participation des bailleurs de fonds du secteur privé dès l'apparition de difficultés.

Mais tout cela, me direz-vous, ne servira qu'à améliorer les systèmes internationaux de pilotage et de détection dans le futur. Entre-temps, nous naviguons toujours sur une mer agitée, ne sachant pas ce qui nous attend ni quels écueils nous menacent.

Jusqu'à quel point devons-nous nous inquiéter de la tenue de l'économie mondiale et de ce que l'avenir nous réserve au Canada?

Qu'aperçoit-on à l'horizon?

Je vous assure qu'il n'y a pas que des ombres au tableau quand on considère l'avenir. Parmi les facteurs encourageants, il y a d'abord la conjoncture internationale, où peut-être l'élément le plus réconfortant est que l'expansion économique dans les grands pays industrialisés, à l'exception du Japon, demeure soutenue. Il ne faut pas oublier que ces pays représentent à eux seuls plus de la moitié de la production mondiale. L'économie américaine surtout reste vigoureuse, elle qui a progressé au troisième trimestre à une cadence beaucoup plus rapide qu'on ne s'y attendait. Même si cette cadence devait ralentir, l'économie des États-Unis — qui constitue le principal marché d'exportation des produits canadiens — continuera de tourner à un régime relativement élevé. Pris collectivement, les principaux pays européens connaissent pour leur part une croissance modérée. Par ailleurs, un bon nombre de pays industriels, dont les États-Unis, le Royaume-Uni et de nombreux pays de l'Europe continentale, ont abaissé leurs taux d'intérêt pour soutenir la dépense intérieure.

Pour le moment, l'évolution de la situation au Japon demeure le principal facteur d'incertitude. Néanmoins, la législation adoptée récemment en vue d'assainir le secteur bancaire, qui est au cœur des difficultés qu'éprouve ce pays, et les autres mesures proposées pour stimuler l'économie inspirent un optimisme prudent. Une application systématique et sensée de ces solutions illuminera les perspectives de l'économie mondiale.

La crainte d'un * étranglement du crédit + aux États-Unis qui se propagerait à d'autres pays, dont le Canada, a accentué le sentiment de pessimisme au début de l'automne. Cependant, les réductions des taux d'intérêt opérées récemment par la Réserve fédérale aux États-Unis ont eu pour effet d'écarter les pires scénarios envisagés alors. La hausse des taux d'intérêt exigés sur les prêts non préférentiels qui s'est produite à l'automne et qui était due à l'inquiétude que les risques et la liquidité suscitaient sur les marchés mondiaux a été partiellement effacée. Par ailleurs, l'offre de crédit s'améliore lentement.

Cela ne signifie pas que nous sommes totalement au bout de nos peines, ni que l'incertitude qui règne encore est négligeable. Mais, pour les raisons que j'ai évoquées, je ne crois pas que les scénarios d'une récession et d'une déflation à l'échelle mondiale aient beaucoup de chances de se concrétiser.

Il est vrai que le Canada a été durement touché par la baisse supérieure à 15 % qu'ont accusée les prix des produits de base au cours de la dernière année. Il est vrai aussi que cette baisse, conjuguée au ralentissement de l'économie mondiale, a sur nos industries d'exportation une incidence négative, qui est probablement bien connue des membres de cet auditoire. Naturellement, la nervosité et la volatilité régnant sur les marchés financiers ont ébranlé la confiance de certains consommateurs et de certaines entreprises au pays, ce qui s'est répercuté sur les intentions en matière de dépense intérieure. Par conséquent, la croissance de l'économie canadienne a été beaucoup plus modérée cette année qu'en 1997, où elle avait dépassé les 4 % (d'un quatrième trimestre à l'autre).

Quant à ce que nous réserve l'année 1999, la grande incertitude qui persiste à l'échelle mondiale rend toute prévision plus hypothétique encore que d'habitude. Parce que la stabilité financière joue un rôle crucial dans la confiance des ménages et des entreprises, la croissance que connaîtra notre économie sera influencée par la vitesse à laquelle se stabiliseront les marchés financiers internationaux. Mais, compte tenu des conditions monétaires expansionnistes et des gains importants enregistrés récemment au chapitre de l'emploi, les dépenses des ménages et des entreprises canadiennes, même si elles se ralentissent, devraient continuer de favoriser une expansion de l'activité. Et si l'on se fonde sur l'évaluation que fait actuellement la Banque des perspectives de l'économie mondiale et sur l'amélioration de la compétitivité de notre pays, les exportations canadiennes devraient poursuivre leur progression.

La conduite de la politique monétaire face à l'agitation internationale

Abordons maintenant la question de la politique monétaire. Je ne vous apprendrai rien en disant que, durant toute cette période, la conduite de cette politique a été influencée par les événements inhabituels qui ont marqué la scène internationale.

La chute marquée des cours des produits de base ne pouvait que se traduire par une diminution des revenus et de la richesse des Canadiens. Et nous n'avions d'autre choix que de nous ajuster à la situation. Parce que nous avons un régime de changes flottants, la majeure partie de l'ajustement a pris la forme d'une dépréciation du dollar canadien. Il nous aurait aussi fallu nous ajuster si le cours de notre monnaie avait été fixe. Mais alors le processus aurait été plus ardu, car il se serait opéré surtout par le truchement de pressions à la baisse sur la production, l'emploi et les salaires.

Bien que pénible, la baisse qu'a subie le cours du dollar canadien depuis l'automne 1997 a été généralement assez ordonnée avant l'éclatement de la crise en Russie au mois d'août. À ce moment-là, les pressions sur notre monnaie se sont intensifiées dans la foulée de la ruée mondiale vers les avoirs libellés en dollars américains, jugés plus sûrs, et de la perception exagérée qu'avaient les investisseurs internationaux de l'importance des produits de base dans l'économie canadienne. La défaveur des monnaies dont le cours est lié aux matières premières a été accentuée par la crainte que la Russie n'inonde les marchés mondiaux de ses produits de base.

Lorsque la baisse du dollar canadien s'est accélérée au mois d'août, les taux d'intérêt à moyen et à long terme au pays, y compris les taux hypothécaires, se sont inscrits en hausse rapide alors qu'aux États-Unis ces mêmes taux se repliaient. Nous avons lu dans cette évolution le signe d'une perte de confiance potentielle dans les placements en dollars canadiens qui pourrait se révéler très coûteuse pour l'économie canadienne. Pour contrer cette menace, nous avons relevé à la fin août le taux officiel d'escompte d'un point de pourcentage.

Cette mesure, et le rétablissement subséquent d'une certaine stabilité sur les marchés aux États-Unis et ailleurs dans le monde, a contribué à restaurer la confiance dans les avoirs libellés en dollars canadiens. Et les taux d'intérêt à moyen et à long terme au pays sont redescendus.

Lorsqu'à trois reprises de septembre à novembre, la Réserve fédérale des États-Unis, confrontée à la possibilité d'un * étranglement du crédit + et au ralentissement attendu de l'économie américaine, a abaissé son taux directeur, la Banque du Canada lui a emboîté le pas et réduit de façon équivalente son taux d'escompte. Ces réductions étaient appropriées compte tenu de l'importance de l'économie des États-Unis pour le Canada, du maintien de notre taux d'inflation à un bas niveau et de l'amélioration des conditions sur la scène financière internationale.

Je sais que la dépréciation du dollar canadien est une source d'inquiétude et de désarroi pour bien des gens. Une grande crainte est que la faiblesse de la monnaie incite les industries exportatrices à moins d'efforts pour améliorer leur productivité. Je dois dire que cela serait davantage à craindre si la faiblesse de la monnaie était attribuable à un climat inflationniste. Mais ce n'est pas le cas au Canada en ce moment. Notre taux d'inflation est bas et stable, et la Banque du Canada s'est engagée officiellement à ce qu'il le demeure.

En même temps, je conviens parfaitement que nous devrions toujours envisager nos politiques économiques dans l'optique de leur incidence probable sur la croissance de la productivité. Après tout, la productivité est déterminante pour la santé d'une économie et l'amélioration des niveaux de vie en longue période. À l'heure actuelle, la faiblesse du dollar canadien procure aux entreprises canadiennes une excellente occasion d'intensifier leur présence sur les marchés étrangers. Elles doivent cependant continuer de s'efforcer d'accroître leur productivité afin de demeurer compétitives à mesure que notre monnaie reprend de la vigueur.

Vous vous demandez peut-être ce que fait la politique monétaire pour favoriser l'augmentation de la productivité. Au Canada, la politique monétaire est axée sur la stabilité des prix intérieurs. En clair, cela signifie qu'elle a pour objet de maintenir l'inflation à un niveau bas et stable, soit à l'intérieur d'une fourchette cible qui, à l'heure actuelle, va de 1 à 3 %. La Banque vise à éviter aussi bien l'inflation que la déflation. Si nous y parvenons, les Canadiens pourront s'appuyer sur plus de certitude dans leur planification financière, les fluctuations cycliques seront moins nombreuses et les taux d'intérêt resteront bas. Je crois qu'une politique monétaire qui cherche à établir de telles conditions est celle qui contribue le mieux à la croissance de la productivité en longue période.

Conclusion

Pour conclure, je dirai simplement que le Canada n'est pas à l'abri des incertitudes qui ont assombri les perspectives économiques mondiales. L'expansion de notre économie n'est pas aussi robuste qu'elle l'était il y a un an. Néanmoins, la croissance devrait se poursuivre au cours des

douze prochains mois grâce aux conditions monétaires expansionnistes en vigueur et au dynamisme de la demande américaine.

Bien que cela ne soit pas évident en cette période où nous sommes encore aux prises avec les retombées de l'instabilité à l'échelle mondiale, il reste que nous faisons meilleure figure cette fois-ci parce que notre économie est en meilleure santé que par le passé. Et cela m'incite à demeurer confiant dans nos perspectives d'avenir.