



**Discours prononcé par Mark Carney
gouverneur de la Banque du Canada
devant la Foreign Policy Association
New York (New York)
le 19 novembre 2009**

LE TEXTE PRONONCÉ FAIT FOI

L'évolution du système monétaire international

En réponse à la pire crise financière enregistrée depuis les années 1930, les décideurs publics du monde entier prennent des mesures de relance sans précédent afin de soutenir la reprise économique et mettent au point un ensemble inédit de réformes visant à améliorer la résilience du système financier. Cependant, même ce programme musclé pourrait ne pas assurer une croissance forte, durable et équilibrée à moyen terme. Nous devons aussi nous demander s'il faut réformer le cadre fondamental sur lequel repose le commerce mondial, à savoir le système monétaire international. J'ai l'intention ce soir de contribuer à orienter le débat actuel.

Bien que de nombreuses causes soient à l'origine de la crise, son intensité et son envergure témoignent de distorsions inégalées. Des déséquilibres importants et insoutenables des balances courantes entre les grandes zones économiques ont joué un rôle déterminant dans l'accentuation des vulnérabilités au sein de bon nombre de marchés d'actifs. Ces dernières années, le système monétaire international n'a pas réussi à favoriser un ajustement ordonné en temps opportun.

Cet échec a été précédé de beaucoup d'autres. Au cours du siècle passé, différents régimes monétaires internationaux ont cherché tant bien que mal à s'ajuster aux changements structurels, y compris l'intégration d'économies émergentes à l'échelle du globe. Dans tous les cas, les pays d'importance systémique ont été incapables d'adapter leurs politiques intérieures au système monétaire en vigueur. Résultat : l'ajustement a été retardé, les vulnérabilités ont augmenté et, lorsque l'heure des comptes est venue, tous se sont ressentis des perturbations.

Les décideurs doivent tirer des enseignements de l'histoire. L'engagement des pays membres du G20 à promouvoir une croissance forte, durable et équilibrée de la demande mondiale – pris il y a deux semaines à St Andrews, en Écosse – constitue un pas important dans la bonne direction.

En quoi consiste le système monétaire international et comment devrait-il fonctionner?

Le système monétaire international est constitué 1) des régimes de change, 2) des flux de capitaux et 3) d'une panoplie d'institutions, de règlements et de conventions qui régissent son fonctionnement. Les cadres de mise en œuvre des politiques monétaires nationales sont bien coordonnés et sont essentiels au système mondial. Un système efficace favorise la croissance économique et la prospérité par l'allocation efficiente des ressources, une spécialisation accrue de la production fondée sur les avantages comparatifs, et la

diversification des risques. Il contribue également à la stabilité macroéconomique et financière, car il permet l'ajustement des taux de change réels aux évolutions des échanges commerciaux et des flux de capitaux.

Pour être efficace, le système monétaire international doit assurer aussi bien une stabilité nominale suffisante des taux de change et des prix intérieurs qu'un ajustement à point nommé aux chocs et aux changements structurels. Atteindre cet équilibre peut s'avérer très difficile. La redistribution géographique du pouvoir économique et politique, l'intégration des marchés des biens et des actifs à l'échelle internationale, les guerres ainsi que des politiques monétaires et budgétaires incompatibles sont toutes susceptibles de fragiliser un système monétaire. Les systèmes passés n'ont pas réussi à inciter les pays d'importance systémique à ajuster leurs politiques en temps opportun. La question qui se pose est de savoir si les mécanismes d'ajustement du présent système seront capables d'absorber le choc actuel – aussi positif soit-il –, qui consiste à intégrer un tiers de l'humanité dans l'économie mondiale.

On a raison de s'en faire. La seule intégration de la Chine à l'économie du globe représente un choc bien plus grand pour le système que la montée en puissance des États-Unis au tournant du siècle dernier. La part de la Chine dans le PIB mondial s'est accrue plus rapidement et son économie est beaucoup plus ouverte¹. Par ailleurs, contrairement à la situation qui prévalait à l'époque où les États-Unis et tous les autres grands pays adhéraient à l'étalement-or, le régime de changes dirigés dont est doté la Chine aujourd'hui est différent des régimes de changes flottants fondés sur les marchés des autres grandes économies. L'histoire montre que les systèmes dans lesquels prédominent les régimes de changes fixes réagissent rarement bien aux chocs structurels d'envergure.

Cette faille résulte de deux problèmes répandus : un processus d'ajustement asymétrique et la rigidité à la baisse des prix nominaux et des salaires. À court terme, il est généralement beaucoup moins coûteux, sur les plans tant économique que politique, pour les pays qui enregistrent un excédent au titre de la balance des paiements d'afficher des surplus persistants et d'accumuler des réserves que pour les pays en déficit de maintenir des déficits. La raison en est que l'accumulation de réserves n'est limitée que par son incidence finale sur les prix intérieurs. Selon l'ouverture du système financier et le degré de stérilisation, ce processus peut être retardé pendant très longtemps². En revanche, les pays en déficit doivent soit réduire le rythme de l'activité économique, soit puiser dans les réserves.

Avec les taux de change flexibles, on évite beaucoup de ces problèmes, car ils permettent un ajustement moins coûteux et plus symétrique. Les salaires et les prix relatifs peuvent

¹ Voir [Graphique 1](#). De plus, l'économie américaine était assez fermée de 1870 à 1913 : le ratio des importations au PNB avoisinait les 4 à 7 % en moyenne et la part des États-Unis dans l'ensemble des échanges mondiaux restait relativement stable (Lipsey, 1994; Rostow, 1978). L'économie de la Chine, par contre, est très ouverte, le ratio des importations au PIB s'établissant aux alentours de 30 % et la part qu'elle représente dans les échanges mondiaux ne cessant d'augmenter.

² La poursuite d'une croissance déséquilibrée se traduit toutefois par une perte de bien-être importante. Les consommateurs du pays se retrouvent appauvris par suite d'une réduction du pouvoir d'achat, et le fait d'entraver l'ajustement au moyen de la stérilisation donne lieu à une montée des coûts quasi-budgétaires et fausse le système financier national. Le point important à retenir est qu'une croissance mondiale équilibrée est une croissance durable.

s'adapter rapidement aux chocs par l'intermédiaire des mouvements du taux de change nominal afin de rééquilibrer le solde extérieur. Lorsque le taux de change est flottant et que le marché des changes est liquide, il n'est guère nécessaire de détenir des réserves³. Plus fondamentalement, les taux de change flottants viennent à bout de la tendance apparemment innée des pays à retarder l'ajustement.

Un bref examen de la façon dont les divers régimes monétaires internationaux ne sont pas parvenus à réaliser cet arbitrage entre la stabilité nominale et un ajustement opportun apporte un éclairage précieux sur les défis actuels.

L'évolution du système monétaire international

L'étalon-or

Au temps de l'étalon-or classique, de 1870 à 1914, le système monétaire international était essentiellement décentralisé et fondé sur le marché. La structure du système était minimale, mise à part la détermination conjointe des grandes économies à maintenir le prix de leur monnaie en or. Même si, en théorie, l'ajustement aux déséquilibres extérieurs aurait dû s'opérer de façon relativement harmonieuse, en pratique, il ne s'est pas fait sans difficultés⁴. Les pays en excédent ne respectaient pas toujours les conventions du système et tentaient de neutraliser le processus d'ajustement en stérilisant les entrées d'or. Les pays en déficit trouvaient l'ajustement encore plus difficile, en raison de la rigidité à la baisse des salaires et des prix. Lorsque les chocs ont été suffisamment importants et persistants, les conséquences du renoncement à l'indépendance monétaire et de l'ajustement asymétrique ont fini par déstabiliser le système⁵.

L'étalon-or n'est pas sorti indemne de la Première Guerre mondiale. L'inflation généralisée causée par des dépenses de guerre financées par la création de monnaie ainsi que les profondes mutations sur l'échiquier économique mondial avaient miné les parités-or d'avant la guerre. Mais surtout, aucun mécanisme n'avait été prévu pour faciliter un retour ordonné aux taux de change corrigés en fonction de l'inflation. Les pays qui, comme le Royaume-Uni en 1925, ont tenté de ramener l'étalon-or à des parités surévaluées ont dû subir une baisse douloureuse des salaires et des prix afin de rétablir la compétitivité. Si cette entreprise allait toujours être difficile, elle s'est avérée impossible lorsque les pays en excédent ont fait obstacle à la réflation.

Pendant la Grande Dépression, avec un compte de capital ouvert et un engagement envers l'étalon de change-or, les États-Unis ne pouvaient pas se servir de la politique monétaire

³ Sauf dans des circonstances exceptionnelles telles qu'une défaillance temporaire des marchés, qui engendre un grave manque de liquidités et justifie la prise de mesures.

⁴ Par exemple, suivant le mécanisme d'ajustement prix-flux d'espèces, l'enregistrement d'un excédent commercial par un pays se traduisait par des entrées d'or, ce qui entraînait une augmentation du niveau des prix et, par le fait même, une hausse des importations et une baisse des exportations jusqu'à ce que la balance commerciale soit équilibrée.

⁵ De manière plus générale, l'étalon-or souffrait du fait que l'offre de monnaie dépendait de la production d'or. Une offre d'or inadéquate a mené à une déflation dans les années 1880, qui ne s'est atténuée qu'après la découverte d'importantes quantités d'or en Afrique du Sud, en Australie-Occidentale et au Canada la décennie suivante. Même là, l'approvisionnement en or demeurait une source de préoccupation.

pour contrebalancer la contraction de l'économie⁶. En raison de leur fidélité à l'égard de l'or, les pressions déflationnistes qui s'exerçaient dans ce pays se sont propagées rapidement, ce qui a affaibli davantage l'économie mondiale. Incapables de s'adapter à ces pressions, des pays se sont vus obligés d'abandonner le système. Bien que ceux en déficit subirent la première crise, tous les pays pâtirent de l'effondrement ultérieur du système – une situation qui s'est répétée dans les systèmes qui ont suivi.

Le système de Bretton Woods

Le système de Bretton Woods, fondé sur des parités de change fixes mais ajustables, répondait directement à l'instabilité de l'entre-deux-guerres. Il était très différent de l'étalement : il était plus réglementé et les marchés y jouaient un moins grand rôle, l'ajustement était coordonné par le Fonds monétaire international (FMI), des règles remplaçaient les conventions⁷ et le contrôle des capitaux était généralisé.

Malgré ces changements institutionnels, les pays en excédent résistaient encore à l'ajustement. Préfigurant les problèmes actuels, les pays avaient tendance à stériliser les effets des surplus sur l'offre de monnaie nationale et les prix intérieurs. Tout comme aujourd'hui, on justifiait ces interventions en soutenant que les déséquilibres étaient temporaires et que, quoi qu'il en soit, les excédents étaient davantage un signe de vertu qu'un signe de déséquilibre. Par contre, l'épuisement des réserves demeurait une contrainte pour les pays en déficit, qui n'avaient pu s'ajuster à temps.

Le système de Bretton Woods s'est finalement effondré au début des années 1970 par suite de l'adoption par les États-Unis d'une politique très expansionniste, du caractère insoutenable de son déficit commercial et des pressions qui commençaient à s'exercer sur les taux de change fixes à cause du relâchement du contrôle des capitaux. Là encore, tous les pays ont souffert des ondes de choc.

Le système hybride actuel

Après la chute du système de Bretton Woods, le système monétaire international est retourné à un modèle plus décentralisé et davantage orienté sur les marchés. Les grands pays ont adopté des taux de change flottants, rendu leur monnaie convertible et libéralisé progressivement les flux de capitaux. Ces dernières années, plusieurs marchés émergents d'importance ont mis en place des politiques similaires après avoir éprouvé les difficultés associées à la gestion de régimes de changes fixes avec des comptes de capital de plus en plus ouverts. Le passage à des taux de change davantage déterminés par les marchés a eu pour effet d'accroître le contrôle de la politique monétaire intérieure et la maîtrise de l'inflation, d'accélérer le développement des secteurs financiers et, finalement, de stimuler la croissance économique.

⁶ Au lendemain du krach de 1929, la Réserve fédérale américaine poursuivait une politique monétaire restrictive et stérilisait simultanément les entrées d'or notables qui en résultaient. En 1931, pour contrer les sorties d'or (en raison de la décision du Royaume-Uni de délaisser l'or), elle majora son taux de réescompte de façon marquée. Cet effort qui visait à maintenir la confiance dans la convertibilité donna lieu à un resserrement monétaire considérable, qui se solda par une nouvelle série de faillites bancaires dans les six mois qui suivirent.

⁷ Le paragraphe IV (iii) des Accords de Bretton Woods indique que chaque membre évitera de manipuler les taux de change ou le système monétaire international afin d'empêcher l'ajustement effectif des balances des paiements ou de gagner des avantages compétitifs indus vis-à-vis d'autres membres.

Malheureusement, cette tendance est loin d'avoir été universelle. À maints égards, la crise récente constitue un exemple classique d'ajustement asymétrique. Certaines grandes économies ont entravé les ajustements de taux de change réels en accumulant des quantités énormes de réserves de change et en stérilisant les entrées de capitaux. Si leur objectif initial était de se protéger contre les crises futures, l'accumulation de réserves a rapidement excédé ces exigences (Tableau 1). Dans certains cas, les interventions persistantes sur les marchés des changes ont servi principalement au maintien de taux de change sous-évalués et à la stimulation de la croissance alimentée par les exportations. De fait, étant donné l'ampleur du miracle économique observé en Chine, il est remarquable que le taux de change réel de ce pays ne se soit pas apprécié depuis 1990 (Graphique 2).

En contrepartie de ces déséquilibres, les États-Unis enregistraient un important déficit de leur balance courante, lequel était alourdi par les politiques monétaire et budgétaire expansionnistes mises en œuvre dans ce pays au lendemain de la récession de 2001. Conjuguées aux taux d'épargne élevés en Asie orientale, ces politiques ont donné lieu à des déséquilibres considérables à l'échelle mondiale et à des afflux massifs de capitaux, créant une problématique de taux d'intérêt à long terme très bas, lesquels ont à leur tour attisé la quête de rendement et encouragé un recours excessif au levier financier. Même si des inquiétudes ont souvent été exprimées au sujet des déséquilibres mondiaux dans la période qui a précédé la crise, encore une fois, le système monétaire international n'a pas su favoriser les mesures nécessaires pour régler le problème. Les vulnérabilités se sont simplement multipliées jusqu'au point de rupture.

Des tensions persistent. La crise financière pourrait avoir des effets à long terme sur la composition et le taux de la croissance économique mondiale⁸. Comme les perspectives divergentes au chapitre de la croissance et de l'inflation nécessitent un dosage différent des politiques, il est peu probable que la politique monétaire qui est appropriée pour les États-Unis conviendra à la plupart des autres pays. Toutefois, les pays dont le taux de change est relativement fixe, et le compte de capital, relativement ouvert agissent comme si c'était le cas. Si cette divergence dans l'orientation optimale de la politique monétaire s'accentue, les tensions qui s'exercent sur le système s'intensifieront.

Le report de l'ajustement ne servira qu'à exacerber les vulnérabilités. Par le passé, le fait que les pays en excédent empêchaient l'ajustement entraînait des pressions déflationnistes dans le reste du monde. De même aujourd'hui, le fardeau de l'ajustement est transféré à d'autres. Certaines économies avancées – dont le Canada, le Japon et les pays de la zone euro – ont récemment connu des appréciations substantielles de leur monnaie.

Le résultat net pourrait être une reprise sous-optimale à l'échelle du globe, au cours de laquelle le fardeau de l'ajustement dans les pays affichant d'importants déséquilibres reposera largement sur les prix et les salaires intérieurs plutôt que sur les taux de change nominaux. L'histoire nous enseigne que ce processus pourrait prendre des années et faire reculer la production et le bien-être dans le monde dans l'intervalle.

⁸ Reinhart et Rogoff (2009)

Les orientations futures

Pour éviter une telle situation, plusieurs options s'offrent à nous.

La première est axée sur la réduction de la demande globale de réserves. Parmi les solutions de rechange possibles, mentionnons les mécanismes de mise en commun des réserves par région et le renforcement des facilités de prêt et d'assurance au FMI. Même si les réformes du FMI méritent d'être explorées, leur effet sur les pays d'importance systémique qui semblent déjà nettement surassurés serait probablement minime. Comme je l'évoquerai dans quelques instants, le processus mis en avant par le G20 pourrait avoir une incidence plus grande.

Du côté de l'offre, plusieurs autres instruments de réserve ont été proposés. Ces propositions visent principalement à redistribuer ce qu'on appelle le « privilège exorbitant » dont jouissent les États-Unis de par leur statut de fournisseur principal de monnaie de réserve. À ce titre, ce pays est avantageé, car les coûts de financement sont moindres en dollars américains. Cet avantage serait partagé (et peut-être diminué globalement) si d'autres monnaies de réserve étaient en concurrence avec le billet vert. Par ricochet, cela réduirait un peu les déséquilibres *collectifs* des pays dont la monnaie est une monnaie de réserve^{9, 10}.

À long terme, il est possible d'envisager un système doté d'autres monnaies de réserve en plus du dollar américain. Toutefois, comme peu de monnaies sont prêtes à accéder à ce statut, on peut s'attendre à ce que le dollar américain demeure la principale monnaie de réserve dans un avenir prévisible. Malgré le fait que la hausse du prix de l'or dénote un certain pessimisme à cet égard, le stock total d'or ne représente que 1 billion de dollars ou quelque 10 % des réserves mondiales, et une proportion beaucoup plus petite de la masse monétaire du globe¹¹. Quant au renminbi, ses perspectives sont limitées en l'absence de progrès quant à sa convertibilité et à l'ouverture des marchés de capitaux en Chine. S'il y avait des progrès à ce chapitre, les pressions en faveur d'un changement seraient moindres.

L'utilisation accrue des droits de tirage spéciaux

À première vue, les droits de tirage spéciaux (DTS) constituerait un autre instrument de réserve intéressant¹². L'utilisation de DTS fait appel à l'équité, en ce sens qu'aucun pays ne jouirait du privilège exorbitant qu'offre le statut de monnaie de réserve. Comme c'est

⁹ Toutefois, les externalités de réseau et les coûts de transaction iraient à l'encontre de monnaies de réserve multiples, comme cela a été le cas à l'époque du bimétallisme et du taux de change libre/dollar au cours de la période de l'étalement-or.

¹⁰ Le dilemme de Triffin (1960) bien connu rendait nécessaire le déficit de la balance des paiements des États-Unis pour que l'économie mondiale dispose de liquidités suffisantes. Or, ce déficit pouvait miner la confiance dans la convertibilité. Bordo (1993) observe à juste titre qu'en régime de changes flexibles, le dilemme de Triffin disparaît, car les ajustements peuvent se produire grâce aux flux de capitaux (par exemple, l'Inde a accumulé les réserves de change qu'elle voulait grâce à des entrées de capitaux, et ce, malgré un déficit de sa balance courante).

¹¹ Il convient de se rappeler qu'à l'époque de l'étalement de change-or, 40 % de la masse monétaire était garanti par un dépôt d'or.

¹² Zhou (2009), Nations Unies (2009)

le cas dans un système de monnaies de réserve multiples, elle pourrait réduire les incitats globaux des pays qui fournissent les monnaies sur lesquelles reposent le DTS d'afficher des déficits. En outre, il semble qu'aucune raison technique ne pourrait être opposée à l'utilisation accrue des DTS.

Cependant, une question demeure : À quelle fin? Le fait de simplement élargir le rôle des DTS contribuerait peu à accroître la souplesse du système ou à modifier les incitats des pays en excédent. En permettant un swap immédiat de monnaies de réserve existantes dans un panier plus large, les réserves de DTS pourraient aussi déplacer davantage l'ajustement au profit d'autres monnaies qui s'échangent librement et, ainsi, aggraver les déséquilibres au sein du présent système. De fait, en offrant une diversification instantanée, les réserves de DTS pourraient consolider certaines des stratégies actuelles des pays en excédent.

Cela changerait si la logique de cette proposition était poussée à l'extrême : le DTS jouant le rôle de monnaie internationale unique. Si l'on exclut le fait que le monde n'est pas une zone monétaire optimale (en particulier en raison de l'absence de mobilité de la main-d'œuvre et de libre circulation des biens et des capitaux), cette option semble utopique. Bien qu'on ne puisse nier que le degré de coopération internationale a augmenté depuis la crise, il serait exagéré d'affirmer qu'il y a un intérêt pour la création de la banque centrale mondiale indépendante dont on aurait besoin¹³. Par conséquent, les émissions futures de DTS se feront sûrement de façon ponctuelle¹⁴.

Un compte de substitution

L'utilisation accrue des DTS conviendrait peut-être mieux pour encourager une transition vers un système monétaire international plus stable en facilitant toute diversification souhaitée au chapitre des réserves. L'établissement, de façon temporaire, d'un compte de substitution amélioré auprès du FMI permettrait aux grands détenteurs de réserves d'échanger des dollars américains contre des titres libellés en DTS et, ainsi, de diversifier leurs portefeuilles. Comme le risque de variation du taux de change du dollar américain serait assumé par le FMI, ses membres devraient s'entendre sur des arrangements appropriés en matière de partage des obligations.

Un compte de substitution créerait un aléa moral considérable, car les détenteurs de réserves seraient tentés de continuer à en accumuler. Qui plus est, un compte de ce type ne corrigera pas l'asymétrie fondamentale du processus d'ajustement. Par conséquent, il semblerait essentiel qu'un compte de substitution marque la transition du système hybride actuel vers un système monétaire international caractérisé par des taux de change plus flexibles pour tous les pays d'importance systémique.

En général, les monnaies de réserve autres que le dollar n'amélioreraient pas de façon notable le fonctionnement du système. Bien que ces autres monnaies intensifieraient les pressions exercées sur les États-Unis pour qu'ils s'ajustent, puisque la demande « artificielle » pour leurs actifs serait partagée avec d'autres, les incitats pour les pays en

¹³ Cela ne veut pas dire que le rôle des DTS ne peut pas être élargi, surtout au sein des banques centrales (voir Williamson, 2009).

¹⁴ Selon les règles actuelles, de nouveaux DTS ne peuvent être émis qu'avec l'accord des membres qui représentent 85 % des droits de vote.

excédent qui ont entravé l'ajustement ne changeraient pas. L'enseignement commun à tirer de l'étalon-or, du système de Bretton Woods et du système hybride actuel est le suivant : *c'est le mécanisme d'ajustement et non le choix de l'instrument de réserve qui importe en définitive.*

Comme les ajustements qui se produiraient automatiquement grâce à des taux de change flottants ou des interventions non stérilisées sont limités, le fardeau repose carrément sur le dialogue au sujet des politiques et la coopération.

Une solution pratique : le G20 et la responsabilité commune

Le Cadre pour une croissance forte, durable et équilibrée élaboré par le G20 est un pas dans la bonne direction. Il fait ressortir le caractère partagé de la responsabilité des pays de faire en sorte que leurs politiques favorisent une telle croissance. Conformément à ce cadre, les membres ont accepté de soumettre leurs politiques monétaire, budgétaire, financière et de taux de change à une évaluation mutuelle, avec l'aide du FMI et d'autres institutions financières internationales. Les implications de ces politiques pour le niveau et le profil de la croissance mondiale et les risques qu'elles posent pour la stabilité financière seront examinés par les ministres des Finances et les gouverneurs de banque centrale en prévision d'une entente sur de possibles interventions communes qui serait conclue par les chefs d'État et de gouvernement du G20 au Canada et en Corée du Sud l'année prochaine.

Plusieurs raisons permettent de croire que ce processus d'évaluation mutuelle est susceptible de mener à une compréhension commune et d'encourager la prise de mesures dans divers pays. Un calendrier précis a été établi. Une série élaborée de politiques sera étudiée. Les décideurs au niveau le plus élevé sont directement concernés et les institutions financières internationales jouent un rôle de soutien plutôt qu'un rôle de meneur. Enfin, les discussions se dérouleront au sein du G20, où toutes les grandes économies sont représentées et la Chine joue un rôle de premier plan très constructif.

Les discussions entourant le Cadre seraient complétées par la mise en œuvre réussie du programme de réforme financière du G20. Ces réformes, conjuguées au processus d'examen par les pairs au sein du Conseil de stabilité financière et à l'examen externe par le FMI, pourraient accroître la stabilité systémique réelle et *perçue* et, partant, réduire l'accumulation de réserves.

La stratégie macroéconomique du Canada et le Cadre du G20

Le Canada, qui dispose d'un des systèmes financiers les plus solides du monde, contribuera à ces discussions en proposant une stratégie macroéconomique propre à favoriser une croissance durable et équilibrée à l'échelle du globe. Notre économie est l'une des plus ouvertes, et les actions que nous avons menées en réaction à la crise ont été parmi les plus énergiques. Fort de sa situation budgétaire qui est l'une des plus robustes au sein du G7, le Canada aura mis en œuvre des mesures de relance budgétaire cette année et l'an prochain qui totaliseront 4 % du PIB. Les interventions de relance monétaire ont été sans précédent et faites à point nommé.

Par suite de ces interventions, le FMI prévoit que la demande intérieure du Canada sera la plus vigoureuse des pays du G7 l'année prochaine. Grâce à sa balance courante qui est

passée d'un surplus de 2 % du PIB au premier trimestre de 2006 à un déficit de 3 % aujourd'hui, le Canada collabore au rééquilibrage de la croissance du globe.

Conformément aux objectifs énoncés dans le Cadre du G20, les politiques canadiennes sont guidées par des cadres transparents et cohérents. Le gouvernement du Canada a annoncé un plan budgétaire visant le retour à un budget essentiellement équilibré d'ici 2015. La pierre angulaire du cadre de mise en œuvre de la politique monétaire de la Banque est la cible d'inflation, qui consiste à maintenir le taux d'inflation annuel près de 2 %. C'est dans ce contexte que nous voyons le taux de change.

L'un des éléments clés de notre cadre de mise en œuvre de la politique monétaire est le taux de change flottant. Grâce à lui, le Canada peut mener une politique monétaire indépendante, adaptée à sa conjoncture propre. Bien qu'il n'existe pas de cible en ce qui concerne le taux de change du dollar canadien, la Banque se préoccupe tout de même des facteurs à l'origine des variations de ce dernier et des effets qu'elles risquent d'avoir sur la production et l'inflation. Le défi qui se pose pour la Banque est de comprendre les facteurs qui expliquent les variations de la monnaie, d'en tenir compte dans les évaluations qu'elle fait d'autres données, et d'orienter la politique monétaire de telle sorte qu'elle aide à maintenir la demande et l'offre globales en équilibre, et l'inflation, au taux cible.

Dans le contexte actuel, ces facteurs sont plus importants que de coutume.

Les indicateurs récents font état du début d'une reprise de l'activité économique au Canada après trois trimestres de suite de forte contraction. Cette reprise est soutenue par la détente monétaire et budgétaire, l'augmentation de la richesse des ménages, l'amélioration des conditions financières, le renchérissement des produits de base et le regain de confiance de la part des entreprises et des consommateurs.

Toutefois, la volatilité accrue et la vigueur persistante du dollar canadien ont pour effet de ralentir la croissance et de contenir les pressions inflationnistes. La Banque estime qu'avec le temps, la force actuelle du dollar viendra plus que contrebalancer les effets de l'évolution positive observée depuis juillet.

Le 20 octobre, la Banque a réitéré son engagement conditionnel à maintenir le taux cible du financement à un jour à son niveau plancher de 1/4 % jusqu'à la fin de juin 2010 afin que la cible d'inflation puisse être atteinte.

Autrement dit, la Banque examine tout, y compris le taux de change, à travers le prisme de la réalisation de la cible d'inflation. Par exemple, nous voyons un risque qu'une vigueur du dollar canadien supérieure au niveau postulé, induite par un remaniement des portefeuilles à l'échelle mondiale au détriment des titres libellés en dollars américains, puisse exercer un nouvel effet modérateur considérable sur la croissance ainsi que des pressions à la baisse supplémentaires sur l'inflation. Comme je l'ai mentionné précédemment, les variations des cours des monnaies pourraient refléter les défis actuels liés au fonctionnement du système monétaire international susceptibles de se traduire par le déplacement des pressions de l'ajustement au profit d'une poignée de monnaies.

Quoi qu'il arrive, la Banque conserve une flexibilité considérable dans la conduite de la politique monétaire en contexte de bas taux d'intérêt, conformément au cadre exposé dans la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*.

Si les risques à la baisse se concrétisent, la Banque tirera profit de cette flexibilité dans la mesure requise pour atteindre son mandat axé sur la stabilité des prix. Si les risques à la hausse se concrétisent, la Banque prendra aussi les mesures lui permettant de réaliser ce mandat. Bien que les risques sous-jacents pesant sur sa projection d'octobre soient relativement équilibrés, la Banque juge que, du fait que le taux directeur s'établit à sa valeur plancher, les risques à la baisse entourant sa projection liée à l'inflation restent légèrement prépondérants dans l'ensemble.

Conclusion

Pour conclure, la crise découle en partie de l'incapacité de régler les mêmes problèmes auxquels ont été confrontés les anciens systèmes monétaires internationaux.

L'enseignement commun à tirer de l'étalon-or, du système de Bretton Woods et du système hybride actuel est le suivant : c'est le mécanisme d'ajustement et non le choix de l'instrument de réserve qui importe en définitive. À cet égard, l'utilisation accrue des DTS conviendrait peut-être mieux pour encourager une transition du système hybride actuel vers un système monétaire international caractérisé par des taux de change plus flexibles pour tous les pays d'importance systémique.

Bien que les pays en excédent puissent retarder l'ajustement, en définitive, toutes les nations souffrent lorsque le système s'effondre. Dans le contexte actuel, l'intensification des tensions pourrait inciter au protectionnisme, commercial et financier, ou encore entraîner des sanctions¹⁵. Les conséquences négatives pour l'économie mondiale seraient énormes.

Tous les pays devraient accepter leurs responsabilités pour ce qui est de favoriser un système monétaire international ouvert, flexible et résilient. Cette responsabilité doit se manifester par la reconnaissance de retombées entre les économies et les systèmes financiers et par des efforts déployés en vue d'atténuer celles qui pourraient amplifier une dynamique négative. Cela suppose de soumettre les actions à prendre à un examen par les pairs au sein du Conseil de stabilité financière et à un examen externe par le FMI.

Essentiellement, cela revient à adopter des politiques macroéconomiques cohérentes et à permettre l'ajustement des taux de change réels afin d'atteindre un équilibre externe avec le temps. De fait, dans le contexte de la mondialisation des marchés de capitaux, tous les pays d'importance systémique et les zones économiques communes devraient adopter un régime de change fondé sur le jeu du marché.

¹⁵ Voir Bergsten (2009).

Bibliographie

Bergsten, F. (2009). « The Dollar and Deficits: How Washington can Prevent the Next Crisis », *Foreign Affairs*, vol. 88, n° 6, novembre-décembre 2009.

Bordo, M. (1992). « The Bretton Woods International Monetary System: A Historical Overview », *A Retrospective of the Bretton Woods System*, sous la direction de M. Bordo et B. Eichengreen, 1993, Chicago, University of Chicago Press.

Eichengreen, B. (1992). *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939*, New York, Oxford University Press.

Fonds monétaire international (2009). *Statuts*, Washington, FMI.

Lipsey, R. (1994). *U.S. Foreign Trade and the Balance of Payments, 1800-1913*, document de travail n° 4710, National Bureau of Economic Research.

Reinhart, C. et K. Rogoff (2009). *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton, Princeton University Press.

Rostow, W.W. (1978). *The World Economy: History and Prospect*. Austin (Texas), University of Texas Press.

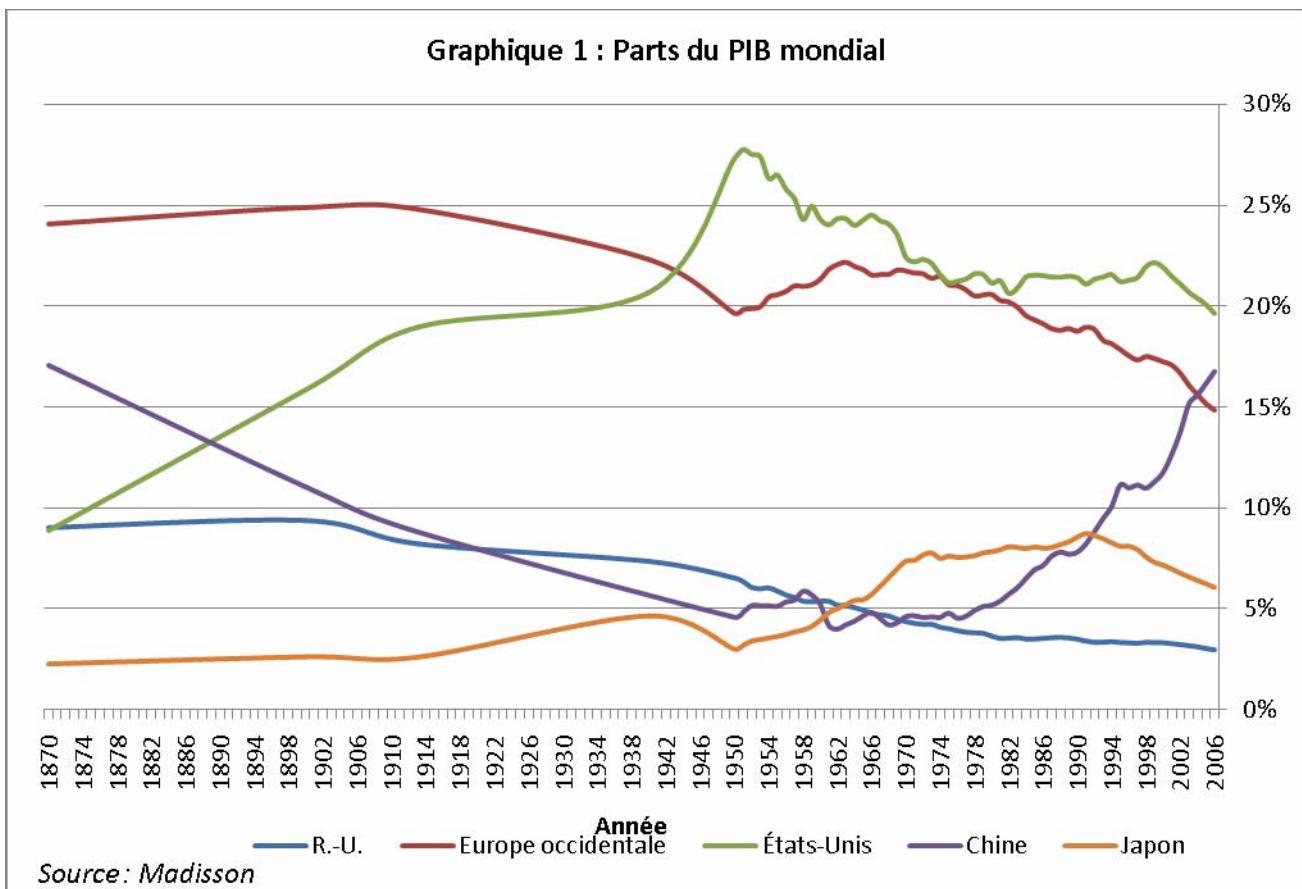
Triffin, R. (1960). *Gold and the Dollar Crisis*, New Haven, Yale University Press.

Nations Unies (2009). *Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System*, 21 septembre 2009. Internet : http://www.un.org/ga/econcrisissummit/docs/FinalReport_CoE.pdf.

Williamson, J. (2009). *Why SDRs Could Rival the Dollar*, Peterson Institute of International Economics, coll. « Policy Briefs », n° 09-20.

Zhou, X. (2009). *Reform the International Monetary System*, Banque populaire de Chine, Beijing, 24 mai. Internet : <http://www.pbc.gov.cn/english/detail.asp?col=6500&id=178>.

Annexe



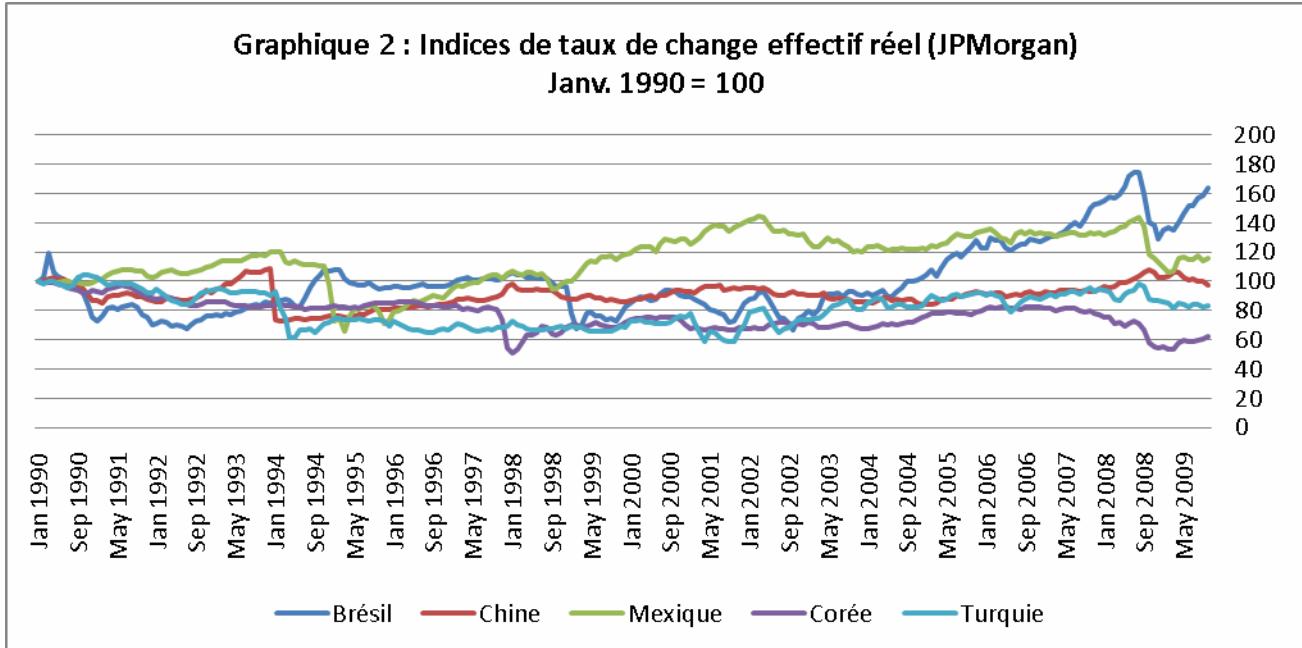


Tableau 1 : Réserves internationales de quelques pays

	Réserves (en milliards \$ É.-U.)	Réserves/PIB (%)		Réserves/Importations en chiffres mensuels		Réserves/M2 (%)	
		2000	2008	2000	2008	2000	2008
Chine	2 272,6	13,8	45,0	8,1	19,0	10,1	28,0
Russie	434,4	10,8	26,6	5,5	13,9	50,2	74,8
Inde	278,2	7,6	22,7	6,6	8,3	14,0	31,3
Corée du Sud	264,2	18,0	21,7	6,0	4,6	29,4	36,8
Brésil	231,1	5,1	12,0	5,5	10,6	11,6	23,6
Thaïlande	135,3	26,6	42,6	5,5	6,5	25,1	41,7
Malaisie	95,9	30,6	47,0	3,6	6,0	25,0	36,4
Canada	56,2	4,5	3,1	1,4	1,0	6,2	2,7

Sources : Agences statistiques nationales, Banque mondiale, FMI, Economist Intelligence Unit. La première colonne présente les données les plus récentes; le reste des données est calculé à l'aide de valeurs de fin d'année. M2 provient du FMI et correspond à la monnaie et à la quasi-monnaie.