



**Discours prononcé par Mark Carney
gouverneur de la Banque du Canada
à la Table ronde de
Spruce Meadows Changing Fortunes
le 10 septembre 2010
Calgary (Alberta)**

LE TEXTE PRONONCÉ FAIT FOI

Rétablissement la confiance dans le système monétaire international

Introduction

La crise financière mondiale dure depuis trois ans et sa dynamique a toujours une influence prépondérante sur les perspectives économiques. En particulier, on peut s'attendre à ce que les grandes forces que constituent les réductions des leviers d'endettement des banques, des ménages et des pays souverains intensifieront la variabilité et modéreront le rythme de la croissance économique à l'échelle du globe dans les années à venir. Tel serait le scénario même si les politiques étaient optimales mais, dans l'ensemble, ce n'est pas le cas.

L'une des raisons est le fonctionnement du système monétaire international actuel. Il a favorisé la gigantesque accumulation de dette qui a précédé la crise et pourrait compliquer le processus essentiel d'assainissement des bilans dans la foulée de la crise. Il contribue aux risques déflationnistes dans les grandes économies avancées et à la montée des prix des actifs dans les marchés émergents. Pour des pays comme le Canada, les perspectives d'évolution et le contexte des politiques continuent de présenter des défis exceptionnels.

C'est dans ce contexte que l'on réexamine actuellement le système monétaire international. La question est de déterminer s'il faut le changer ou modifier les politiques afin de les adapter au présent système.

À mon avis, il n'y a pas de recette miracle. La confiance est cruciale, mais non dans une relique barbare ou une banque centrale mondiale utopique. Les pays doivent plutôt regagner confiance dans le processus d'ajustement au sein du système en vigueur. Le cadre du G20 et les réformes financières que ce dernier préconise sont déterminantes à cet égard.

Le système monétaire international et la crise

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. Ces éléments clés sont complémentés par deux facteurs importants. Les cadres de mise en œuvre des politiques monétaires nationales sont des composantes essentielles du système mondial. Le système monétaire international est aussi étroitement relié au système financier international, qui englobe les marchés financiers ainsi que les institutions, les règles et les règlements qui les gouvernent.

Le système monétaire international est un hybride de plus en plus instable de régimes fixes et flottants. Après la chute du système de Bretton Woods, les pays se sont généralement tournés vers un modèle davantage orienté sur les marchés, un nombre grandissant d'entre eux adoptant des taux de change flottants et libéralisant de façon continue leur compte de capital. Les flux de

capitaux ont explosé, enregistrant un taux d'accroissement trois fois plus rapide que celui des échanges au cours des trente dernières années. Inversement, au lendemain de la crise asiatique, divers marchés émergents ont joué un rôle de plus en plus actif dans la gestion de leurs taux de change. En corollaire, avec des réserves de change dépassant de loin les niveaux prudentiels, ces pays sont devenus d'importants acteurs sur plusieurs marchés d'actifs clés.

La conjugaison de ces avoirs officiels et de ces capitaux privés a créé d'importantes positions internationales, en termes bruts, ce qui a des répercussions importantes sur le fonctionnement du système monétaire international¹. Cette situation fait de la coordination de la supervision et de la réglementation financières à l'échelle mondiale une condition préalable à la stabilité du système. Elle augmente également les avantages que présente l'accroissement de la liquidité des monnaies autres que les monnaies de réserve.

Des marchés efficients sont dotés de règles d'engagement claires et d'une infrastructure robuste. On ne peut pas en dire autant du système actuel. Les conventions qui le régissent peuvent être qualifiées au mieux de respect occasionnel des Statuts du Fonds monétaire international (FMI). La gouvernance du système est diffuse et inefficace. Le FMI n'a effectivement aucun pouvoir de sanction et les mécanismes informels de gouvernance, tel le G7, ont perdu de leur légitimité à mesure que l'échiquier économique du globe s'est transformé.

Qui plus est, les événements des dernières années ont mis au jour les vulnérabilités du système financier international. Certaines banques mondiales étaient gravement sous-capitalisées; les participants présumaient que les marchés seraient liquides quelles que soient les conditions, et des problèmes d'incitation ont donné lieu à une énorme sous-évaluation des risques. Il est maintenant clair que, dans la période qui a précédé la crise, la réglementation financière n'était ni bien conçue ni bien coordonnée. Son application était inégale, et l'examen par les pairs, inexistant.

Quand la crise a frappé, la liquidité s'est trouvée concentrée dans un très petit nombre de marchés et une seule monnaie. Face aux importantes répercussions négatives auxquelles nous venons tous d'être confrontés, des changements s'imposent nettement.

Cette nécessité ressort d'autant plus que les changements structurels sans précédent opérés dans l'économie du globe pèsent lourdement sur le système monétaire international lui-même. L'intégration d'un tiers de l'humanité dans l'économie mondiale d'aujourd'hui surpassé le choc subi lors de la montée en puissance du Canada et des États-Unis au tournant du siècle dernier (Graphique 1). On assiste à la montée rapide d'une économie multipolaire à l'échelle planétaire. Ce sont maintenant les économies de marché émergentes qui régissent principalement les prix des produits de base : on leur doit près de la moitié de l'essor de l'ensemble des importations au cours des dix dernières années et elles assurent actuellement les deux tiers environ de la croissance mondiale².

Tout système monétaire serait fragile en présence de forces positives de cette ampleur. Il y a lieu de craindre que le présent système comporte les mêmes lacunes que ceux qui l'ont précédé.

¹ M. Obstfeld, *Expanding Gross Asset Position and the International Monetary System*, allocution prononcée dans le cadre du symposium de la Banque fédérale de réserve de Kansas City ayant pour thème « Macroeconomic Challenges: The Decade Ahead », Jackson Hole (Wyoming), 26-28 août 2010.

² Calculs de la Banque du Canada

L'histoire montre que les systèmes internationaux dans lesquels prédominent les régimes de changes fixes réagissent rarement bien aux chocs structurels d'envergure³. Cette faille résulte de deux problèmes répandus : la rigidité à la baisse des prix nominaux et des salaires et un processus d'ajustement asymétrique. 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 de le conserver et d'accumuler des réserves que pour les pays en déficit de maintenir des déficits. Les pays en déficit doivent soit puiser dans leurs réserves, soit dévaluer leur monnaie. L'accumulation de réserves par les pays en excédent 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 longtemps.

C'est précisément ce que l'on a observé ces dernières années (Tableau 1). De fait, étant donné l'ampleur du miracle économique, il est remarquable que les monnaies des pays du BRIC ne se soient appréciées que de 5 % en termes réels par rapport à celles des pays du G7 au cours des dix dernières années (Graphique 2).

L'histoire nous a appris aussi que les grands pays ne mettront pas en œuvre des politiques qu'ils jugent contraires à leur intérêt. Des stratégies de croissance axées sur les exportations, appuyées en partie par des monnaies sous-évaluées, se sont révélées des catalyseurs efficaces dans les dernières décennies. Les pays ont généralement été réticents à s'ajuster, même longtemps après que le besoin de rééquilibrer la demande fut apparu, et le désir de se protéger, assouvi. Toutefois, des causes plus profondes sont à l'origine de l'inertie des économies de marché émergentes d'aujourd'hui. Des problèmes de gouvernance au sein du système monétaire international ont découragé les solutions concertées, et des préoccupations légitimes entourant la résilience du système financier mondial ont ralenti la libéralisation financière.

Les marchés émergents ont aussi été un peu lents à reconnaître que, à mesure qu'ils gagnent en importance, un report de l'ajustement devient contre-productif. Étant donné leur poids économique, leurs décisions en matière de politique sont déterminantes pour la stabilité du système monétaire international et, par conséquent, pour une croissance forte, durable et équilibrée à l'échelle du globe. En définitive, l'accumulation de réserves excessives représente un sophisme de composition. Ces efforts visant à assurer la stabilité d'un pays ont maintenant pour effet de réduire collectivement la stabilité du système⁴.

En contrepartie de forts excédents du compte courant, plusieurs économies avancées, dont les États-Unis, enregistraient d'importants déficits de leur balance courante. 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, ont donné lieu à des déséquilibres considérables à l'échelle mondiale, à des afflux massifs de capitaux et à une problématique de taux d'intérêt à long terme très bas. À leur tour, ces bas taux sans risque ont attisé la quête de rendement et encouragé un recours excessif au levier financier. La déréglementation du crédit à l'habitation et à la consommation a accentué le recul séculaire de l'épargne privée.

Les vulnérabilités découlaient de la combinaison de déséquilibres macroéconomiques et de défaillances microéconomiques sur le plan de la gestion du risque, de la supervision et de la

³ Voir M. Carney, *L'évolution du système monétaire international*, discours prononcé devant la Foreign Policy Association, New York, 19 novembre 2009. Internet :

<http://www.banquedcanada.ca/fr/discours/2009/disc191109.html>.

⁴ Obstfeld (2010)

réglementation financière. Les décideurs publics au sein des économies avancées ont mis trop de temps à détecter et à contrer les risques imminents. Le résultat global a été une période de croissance de plus en plus déséquilibrée, sans les signaux réels et financiers essentiels pour favoriser un ajustement économique ordonné en temps opportun.

Il y a trois ans, les tensions sont devenues énormes. Les systèmes financiers des économies avancées ont paralysé, presque tous les actifs financiers du monde ont été réévalués et la demande privée des économies avancées s'est écroulée.

Les mesures d'intervention officielles adoptées en réaction à l'effondrement ont été un assouplissement sans précédent des politiques budgétaires et monétaires. Celui-ci a permis de gagner du temps pour que les ajustements nécessaires soient opérés. Mais une solution durable exige un rééquilibrage de l'offre et de la demande mondiales, lequel ne se produira pas sans des modifications du fonctionnement des systèmes monétaire et financier internationaux.

Les défis à venir

Si l'on ne parvient pas à mener à bien les réformes du G20, la reprise actuelle est menacée. Les changements structurels apportés à l'économie mondiale finiront par donner lieu à des ajustements importants des taux de change réels. Ceux-ci se feraient le plus efficacement par l'intermédiaire de mouvements des taux de change nominaux, ce qui permettrait aux salaires et aux prix relatifs de s'adapter de façon rapide et symétrique afin de rééquilibrer le solde extérieur.

Toutefois, faute de confiance dans les systèmes monétaire et financier internationaux, les pays résistent à de tels ajustements des taux de change nominaux. Par conséquent, l'ajustement des taux de change réels est plus susceptible de se produire par l'entremise des modifications des salaires et des prix globaux. L'incidence sur les prix des actifs, la production et l'emploi pourrait être considérable.

Déjà, les pressions inflationnistes sont à la hausse dans les économies émergentes (Graphique 3). Étant donné les perspectives divergentes au chapitre de la croissance et de l'inflation, la politique monétaire qui est appropriée pour les États-Unis pourrait ne pas convenir à la plupart des autres pays (Graphique 4). 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 persiste, les tensions qui s'exercent actuellement sur le système s'intensifieront.

Dans certaines grandes économies avancées, des pressions déflationnistes commencent à apparaître. Compte tenu des contraintes budgétaires et de l'ampleur de l'assainissement des bilans qui est nécessaire, ces économies sont peu en mesure de faire croître la demande intérieure. La compétitivité externe doit être rebâtie à la faveur de changements des taux de change nominaux ou, sinon, d'une baisse des salaires et des prix intérieurs.

La dynamique est peut-être la plus défavorable dans les pays de l'Europe périphérique, pour qui les changements de taux de change nominaux ne sont pas une option. Les entraves à l'ajustement apportées actuellement par les pays en excédent, si elles se perpétuent, risquent de créer une dynamique semblable à l'échelle de la planète. L'histoire nous enseigne que ce processus pourrait prendre des années et faire reculer la production et la prospérité dans le monde dans l'intervalle.

Face à cette dynamique difficile, les grandes économies sont prises dans ce que Larry Summers a déjà qualifié d'« équilibre de la terreur financière »⁵. Les réserves présentent une concentration élevée par détenteur (environ 50 % d'entre elles sont détenues par les cinq principaux pays) et par devise (les deux tiers sont en dollars américains). Les pays qui accumulent des réserves échangent la stabilité de leurs taux de change contre une exposition à de fortes pertes en capital si le dollar américain venait à se déprécier. Ils confèrent le privilège exorbitant que sont de bas coûts de financement aux États-Unis, le plus important fournisseur de monnaie de réserve. Les États-Unis, en revanche, courrent le risque que ce soutien soit retiré soudainement, ce qui provoquerait un ajustement marqué.

Tous sont conscients du fait que les décisions, réelles ou perçues, de quelques États souverains peuvent avoir une incidence disproportionnée et néfaste sur divers prix d'actifs et, en définitive, sur la production mondiale.

Que faire alors?

Tout d'abord, il est d'une importance cruciale de maintenir un système financier mondial ouvert. Les besoins de financement des États souverains et les investissements requis des entreprises seront considérables. Il serait tout à fait inconséquent de faire passer le monde d'un excès d'épargne à une pénurie de capital. Un des risques extrêmes qui se pose à l'heure actuelle est la répétition possible du grand renversement de la mondialisation, survenu au lendemain du krach de 1929⁶. Plutôt que de nous détourner de la mondialisation financière, nous devons créer une mondialisation résiliente en changeant la conception et le fonctionnement des systèmes monétaire et financier internationaux. Il est donc essentiel de renforcer les institutions et les règles qui soutiennent la finance transfrontalière.

Deuxièmement, un nouvel instrument de réserve n'est pas nécessaire. 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 assumer le rôle de réserve, on peut s'attendre à ce que le dollar américain demeure la principale monnaie de réserve dans un avenir prévisible. Bien 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 américains ou quelque 10 % des réserves mondiales, et une proportion beaucoup plus petite de la masse monétaire du globe⁷. Pour ce qui est du renminbi, ses perspectives sont limitées en l'absence de progrès quant à sa pleine 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.

À première vue, les droits de tirage spéciaux (DTS) constituerait un autre instrument de réserve intéressant⁸. L'utilisation des DTS fait appel au principe de l'équité, en ce sens qu'aucun pays ne jouirait du privilège exorbitant qu'offre le statut de fournisseur de monnaie de réserve. Comme c'est le cas dans un système de monnaies de réserve multiples, elle pourrait réduire les incitations globales des pays qui fournissent les monnaies sur lesquelles reposent les DTS à

⁵ L. H. Summers, *The United States and the Global Adjustment Process*, conférence Stavros S. Niarchos, Institute for International Economics, 23 mars 2004. Internet : www.iie.com/publications/papers/summers0304.htm.

⁶ Ce processus est décrit dans R. G. Rajan et L. Zingales (2003), « The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the Twentieth Century », *Journal of Financial Economics*, vol. 69, p. 5-50.

⁷ À l'époque de l'éton de change-or, 40 % de la masse monétaire était garanti par un dépôt d'or.

⁸ Voir X. Zhou, *Reform the International Monetary System*, Banque populaire de Chine, Beijing, 24 mai 2009. Internet : <http://www.pbc.gov.cn/english/detail.asp?col=6500&id=178>.

afficher des déficits. En outre, il semble qu'aucune raison technique ne pourrait être opposée à l'utilisation accrue des DTS.

Cependant, le simple élargissement du rôle des DTS ne contribuerait guère à accroître la souplesse du système ou à modifier les incitats des pays en excédent⁹. Les changements qui seraient apportés aux monnaies de réserve n'augmenteraient pas la confiance dans le système financier mondial. De manière plus générale, le recours à des monnaies de réserve autres que le dollar américain n'améliorerait pas de façon notable le fonctionnement du système. Certes, ces autres monnaies intensifieraient les pressions exercées sur les États-Unis pour qu'ils s'ajustent, puisque la demande « artificielle » de leurs actifs serait partagée avec d'autres, mais les incitations ne changerait pas pour les pays en excédent qui ont entravé l'ajustement.

L'enseignement commun à tirer de l'étalement-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.*

Il n'y a pas de solution unique; il faut plutôt une constellation de politiques dans l'ensemble des grandes zones économiques. Pour répondre à la question que j'ai posée au début de mon discours, il faut non pas changer le système actuel, mais plutôt changer les politiques pour les adapter au système. Pour ce faire, les pays devront modifier leurs politiques macroéconomiques, et tous devront s'entendre sur une série de réformes financières.

Le cadre du G20 et la cohérence des politiques à l'échelle mondiale

Le fardeau reposant carrément sur le dialogue au sujet des politiques et la coopération, le G20 a joué un rôle central.

Le cadre du G20 met en lumière le caractère partagé de la responsabilité des pays de faire en sorte que leurs politiques favorisent une croissance forte, durable et équilibrée. Conformément à ce cadre, les membres ont convenu de soumettre leurs politiques monétaire, budgétaire et financière ainsi que leurs politiques structurelles et leurs politiques de taux de change à une évaluation mutuelle.

Plusieurs raisons permettent de croire que ce processus est susceptible d'encourager divers pays à agir. Un calendrier précis a été établi. Une série élaborée de politiques est à l'étude. Les décideurs des niveaux les plus élevés sont directement concernés, soutenus par les institutions financières internationales. Enfin, des discussions sont en cours au sein du G20, où toutes les grandes économies sont représentées et où la Chine tient un rôle de premier plan très constructif.

Comme c'est souvent le cas, la première étape pour résoudre un problème est d'admettre qu'il existe. De plus en plus conscients des défis qu'ils partagent, les pays ont convenu de faire le

⁹ Les DTS pourraient catalyser ce changement en facilitant toute diversification souhaitée au chapitre des réserves. L'établissement 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 répartition des charges. 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 tel compte ne corrigerait 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 à un système international caractérisé par des taux de change plus flexibles pour tous les pays d'importance systémique.

nécessaire pour assurer la solidité de la reprise mondiale à court terme et faciliter l'ajustement à moyen terme.

Plus concrètement, au sommet des dirigeants qui s'est tenu à Toronto, les économies avancées se sont engagées à mener à terme leurs programmes de relance budgétaire et à mettre en place des mesures d'assainissement budgétaire favorables à la croissance. Les économies émergentes, quant à elles, ont pris l'engagement de réduire leur dépendance à l'égard de la demande étrangère et de stimuler leurs sources de croissance internes 1) en ciblant les dépenses d'infrastructure, 2) en diminuant leur épargne de précaution excessive et 3) en augmentant la flexibilité de leurs taux de change.

Le temps nous dira si les pays du G20 peuvent obtenir de meilleurs résultats que ceux, peu reluisants, du G7 en matière de coordination de politiques. Le dossier qui présente les plus grandes chances de succès est celui des réformes financières.

Compte tenu de l'ampleur des positions extérieures, il est essentiel que les réformes financières progressent. Celles-ci suivent également leur cours en se centrant sur trois grands axes :

- améliorer la résilience des institutions (hausser la qualité et le niveau des fonds propres);
- créer des marchés robustes (améliorer l'infrastructure et accroître la transparence);
- réduire l'interdépendance des institutions (exercer une gestion macroprudentielle du risque systémique).

Des mesures de transition ont déjà été prises à chaque égard. Plus particulièrement, la décision récente de la Chine d'accroître la flexibilité de son taux de change est la bienvenue, et sa pleine mise en œuvre contribuerait à une croissance économique forte, durable et équilibrée à l'échelle du globe. Les pays européens ont instauré des mesures en vue d'assainir leurs finances publiques et ont soumis leurs banques à des simulations de crise. L'organe de surveillance du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire a publié un accord détaillé de grande portée sur de nouvelles définitions des fonds propres et des liquidités bancaires. L'analyse macroéconomique du relèvement des normes laissant présager d'importants avantages nets, le niveau de renforcement approprié de ces propositions sera décidé à brève échéance.

La mise en œuvre réussie du programme de réforme financière du G20, conjuguée au processus d'examen par les pairs au sein du Conseil de stabilité financière et à l'examen externe par le FMI, devrait accroître la stabilité systémique réelle et *perçue*, et donc réduire les incitations à l'accumulation de réserves. C'est là une condition nécessaire à la création d'un système financier international plus ouvert, flexible et résilient.

Le cadre du G20 sera renforcé par les changements institutionnels qui sont en cours. Le G20 est désormais la principale tribune de coopération économique internationale. La réforme de la gouvernance du FMI rehaussera encore plus la légitimité et l'efficacité du Fonds. Avec le temps, le Conseil de stabilité financière pourrait devenir le quatrième pilier du système de Bretton Woods. Son expertise et sa large représentation devraient permettre d'établir une réglementation financière exhaustive et intégrée à l'échelle de la planète. Ce sera essentiel pour assurer la continuité des flux transfrontaliers et limiter l'arbitrage réglementaire et l'effet de levier qui lui est associé.

Le dernier morceau du casse-tête est le rôle du FMI lui-même. La crise a mis au jour d'énormes tensions causées par les asymétries de monnaies et d'importantes positions internationales, en

termes bruts. Le meilleur moyen de remédier à celles-ci n'est pas d'augmenter encore plus les positions de réserves internationales concentrées dans les mêmes monnaies. Il est également irréaliste de compter sur la Réserve fédérale pour intervenir en permanence comme prêteur de dernier ressort international.

Le FMI peut élargir son rôle de fournisseur conditionnel de liquidités. Ces dernières semaines, il a apporté des améliorations concrètes et judicieuses à ses programmes de prêt en renforçant la Ligne de crédit modulable et en mettant en place un nouvel instrument de prévention des crises, la Ligne de crédit de précaution. Toutefois, cette approche a des limites. Comme c'est le cas lorsque des prêts de dernier ressort sont accordés à des organisations privées, il y a un risque d'aléa moral pour ce qui est des États souverains. Pourquoi octroyer du crédit à des pays qui ont déjà contracté des assurances coûteuses sous la forme de réserves de change qu'ils n'utilisent pas? Comment pourrait-on prêter librement à des pays en contrepartie de bonnes garanties?

Les pays peuvent faire la majeure partie du travail eux-mêmes. Les asymétries de monnaies dans le secteur privé peuvent être réduites au moyen d'une supervision efficace, et des mesures visant à accroître la liquidité des marchés de financement en monnaie nationale sont essentielles. En définitive, une politique monétaire saine, une politique budgétaire soutenable et une supervision et une réglementation financières robustes sont les meilleurs remparts contre les crises et la contagion.

Conclusion

Le centre de gravité économique du monde est en train de se déplacer. L'efficacité des systèmes monétaire et financier internationaux déterminera la vitesse à laquelle ce changement se produira et jusqu'à quel point il sera durable.

Les perspectives actuelles indiquent qu'une reprise modeste se poursuivra à l'échelle du globe, la vigueur de l'activité dans les économies de marché émergentes étant contrebalancée par la faiblesse de la croissance au sein de certaines économies avancées. Toutefois, il y a des risques à la baisse non négligeables. En particulier, le fonctionnement actuel des systèmes monétaire et financier internationaux commence à imposer un dououreux ajustement réel dans l'ensemble des grandes économies. Le nouvel affaiblissement aux États-Unis pourrait avoir des implications importantes pour les perspectives de l'économie canadienne. Dans ce contexte, la Banque devra être prudente dans la trajectoire à imprimer à la politique monétaire. Toute nouvelle réduction du degré de détente monétaire devra être évaluée avec soin, à la lumière de l'incertitude inhabituelle pesant sur les perspectives.

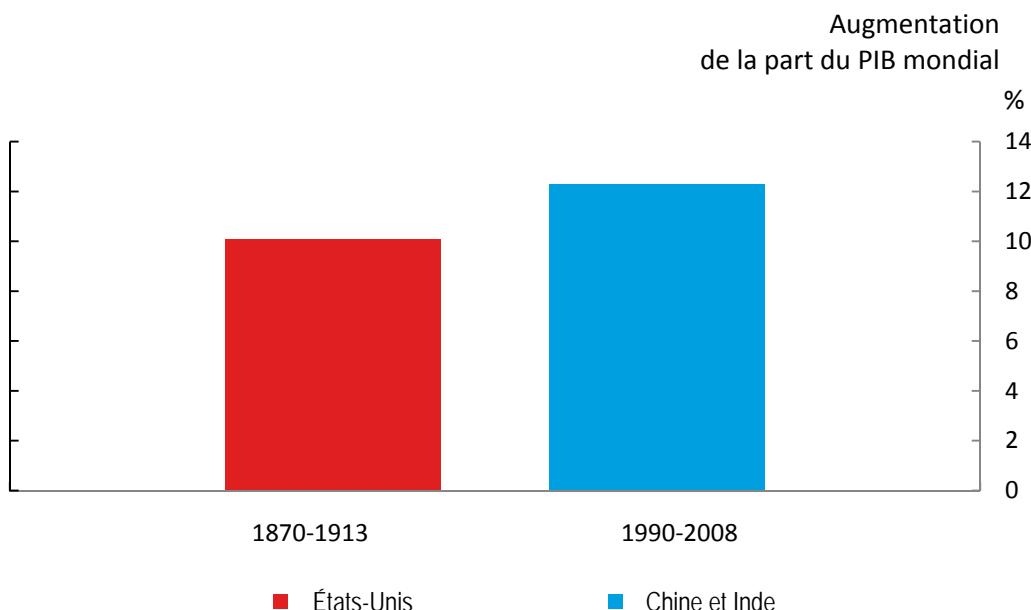
Il y a quelques mois, la Banque du Canada a analysé la différence possible entre une trajectoire pour l'économie mondiale fondée sur le cadre du G20 et la coopération entre les différentes autorités, et une autre selon laquelle les marchés forcent l'ajustement budgétaire et où très peu d'autres changements sont apportés. Nous avons estimé que le manque à gagner possible au chapitre de la production économique mondiale était de l'ordre de 7 billions de dollars d'ici 2015 (Graphique 5). Depuis, le Sommet de Toronto a permis la conclusion d'une entente concernant un grand nombre des mesures propres à compenser ce manque à gagner. Toutefois, les seules mesures qui ont été mises en œuvre en réalité ont été compatibles avec la trajectoire de la déflation. Bien que les autres promesses qui ont été faites soient les bonnes, il faudra faire preuve de conviction.

L'ajustement aux forces présentement à l'œuvre au sein de l'économie mondiale exige que les réformes financières soient menées à terme, qu'une plus grande flexibilité des taux de change soit appliquée et qu'une série de politiques structurelles soit mise en place.

Les pays du G20 ont amorcé le travail mais, pour le mener à bien, il faudra rétablir la confiance dans un système monétaire international ouvert, flexible et fondé sur les marchés.

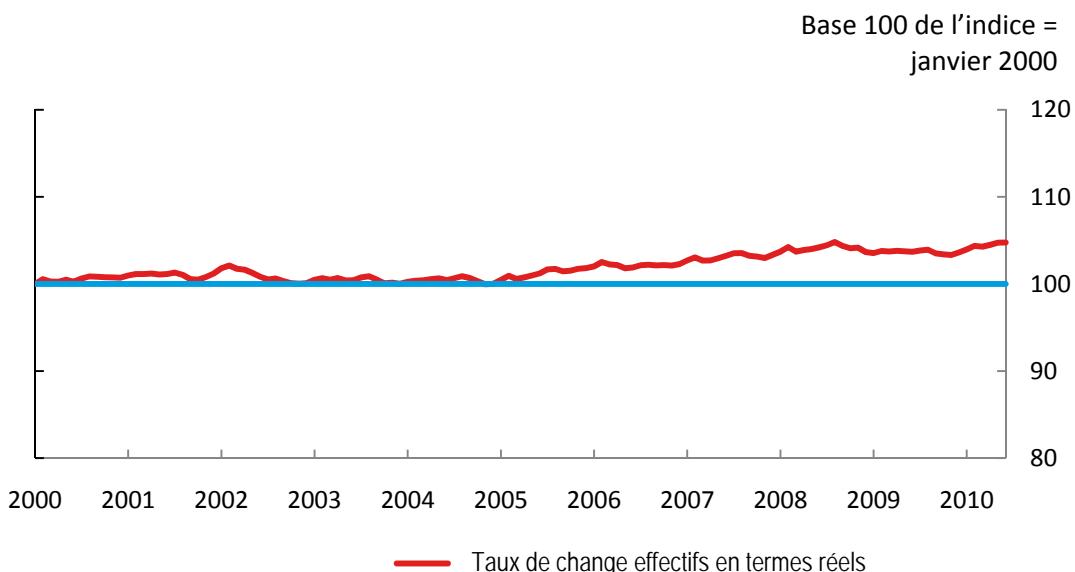
Annexe

Graphique 1 : Part croissante des économies émergentes dans le PIB mondial



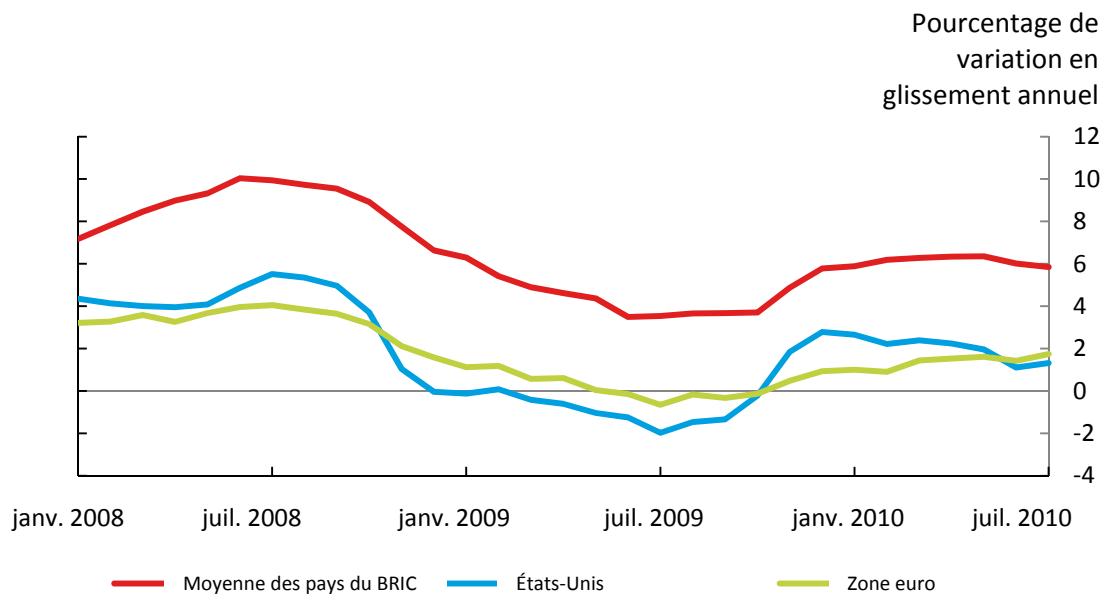
Source : Maddison

Graphique 2 : Taux de change effectifs, en termes réels, des pays du BRIC par rapport au G7



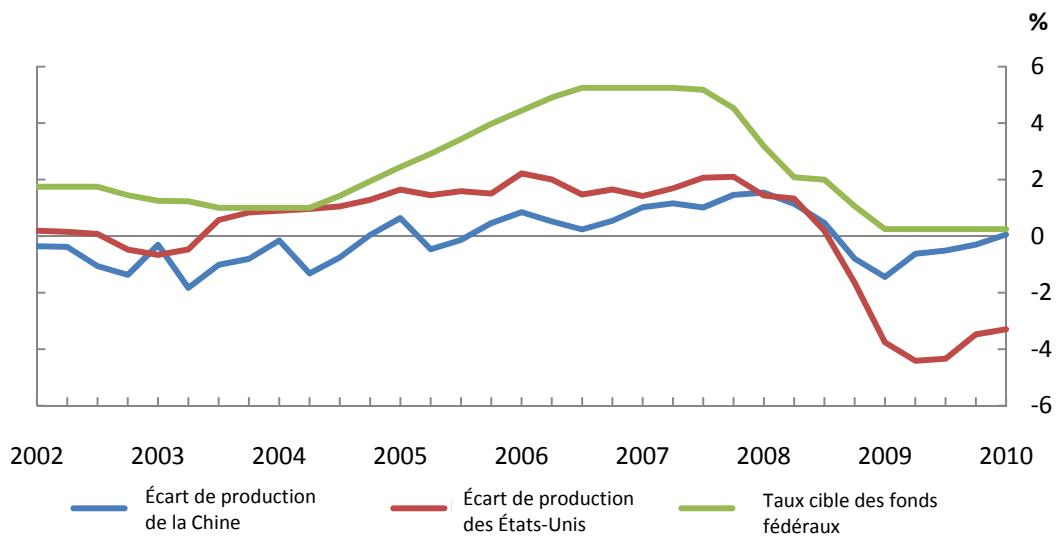
Sources : FMI, Bloomberg et organismes statistiques nationaux

Graphique 3 : Inflation dans les économies du BRIC



Source : Organismes statistiques nationaux

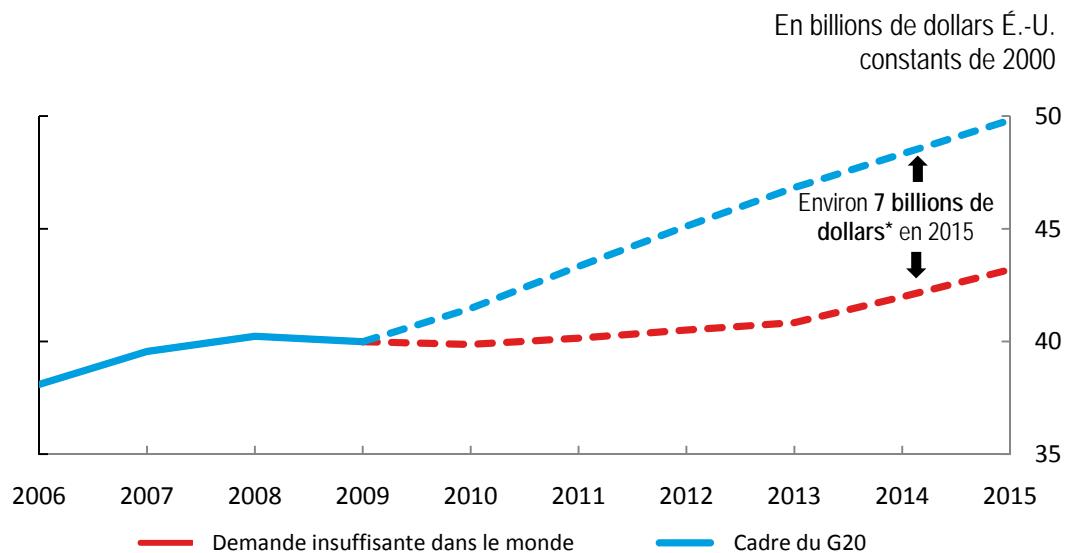
Graphique 4 : La politique monétaire américaine convient-elle aux autres pays?



Source : Banque du Canada

Graphique 5 : La question à 7 billions de dollars

Production mondiale



* Chiffre estimatif pouvant s'établir entre 6 et 9 billions de dollars, selon les hypothèses retenues.

Sources : Banque du Canada et Banque mondiale

Tableau 1 : Réserves internationales de quelques pays

	Réserves (en milliards de dollars É.-U.)	Réserves/PIB (%)		Réserves/ importations en chiffres mensuels		Réserves/M2 (%)	
		2000	2009	2000	2009	2000	2009
Chine	2 454,3	14,1	49,4	8,1	26,1	10,4	27,3
Russie	461,2	10,8	35,7	5,5	20,8	68,2	84,7
Corée du Sud	274,2	18,0	32,4	6,0	8,2	17,3	20,1
Inde	273,8	8,7	22,2	6,6	10,2	50,3	96,1
Brésil	257,3	5,1	15,2	5,5	16,4	22,7	35,6
Suisse	255,5	21,4	27,3	6,0	7,1	22,8	23,7
Thaïlande	146,8	26,6	52,5	5,5	10,6	24,8	48,8
Malaisie	94,8	30,5	50,5	3,6	8,0	30,5	33,5
Canada	55,4	4,5	4,1	1,4	1,6	9,6	5,9

Sources : Organismes statistiques nationaux, FMI et Economist Intelligence Unit. La première colonne présente les données les plus récentes; le reste des données est calculé à l'aide de valeurs annuelles.