



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Discours de Tiff Macklem
Gouverneur de la Banque du Canada
Council on Foreign Relations
7 octobre 2021
Washington
(par vidéoconférence)

Défis d'aujourd'hui et objectifs de demain : une vision équilibrée du système monétaire et financier international

Introduction

Merci pour cette aimable présentation. Je suis ravi d'être avec vous aujourd'hui, du moins virtuellement. J'ai bien hâte que nous puissions à nouveau nous réunir en personne. Mais la nécessité d'investir dans la coopération internationale ne peut pas attendre. Et je suis certain que nous aurons des discussions approfondies et animées malgré la distance.

J'ai bon espoir que nous saurons nous inspirer de la coopération entre les chercheurs qui ont réussi à mettre au point des vaccins efficaces contre la COVID-19 en un temps record. Leurs efforts et leur collaboration, en plus de sauver des vies et des gagne-pains, sont un catalyseur de la reprise économique mondiale. C'est un exemple de coopération internationale à son meilleur.

Malheureusement, le succès n'a pas été aussi retentissant quand est venu le temps de distribuer équitablement les vaccins dans le monde, surtout aux pays en développement. C'est le plus grand risque pour la santé et l'économie du monde, et comme il a été souligné au G20 en juillet, les gouvernements et le secteur privé doivent travailler main dans la main pour rendre le vaccin accessible à tous.

Si la santé publique mondiale est le défi le plus pressant pour la coopération internationale, le système monétaire et financier international est l'un des plus tenaces. En août, on commémorait le 50^e anniversaire de la fin du système de changes fixes de Bretton Woods. Le Canada s'en était retiré plus tôt, adoptant

Je tiens à remercier Julien Bengui, Gitanjali Kumar, Lori Rennison et Eric Santor de l'aide qu'ils m'ont apportée dans la préparation de ce discours.

Ne pas publier avant le 7 octobre 2021
à 12 h, heure de l'Est

un taux de change flottant dès 1970¹. Un an plus tard, les États-Unis suspendaient la convertibilité en or du dollar, et la plupart des grands pays décidaient de laisser flotter leur monnaie. Cet anniversaire est un moment propice pour réfléchir au système monétaire et financier international qui a émergé depuis, et se demander à quel point il est paré pour faire face aux défis de demain.

Ce système mondial – les régimes de change, les comptes de capital, et les institutions et règles qui les encadrent – concerne chacun de nous. C’est un pilier de notre prospérité collective. Les investissements que nous avons faits ensemble pour le renforcer nous ont permis de surmonter certains obstacles. Mais ce qu’il nous faut, c’est un système qui concilie mieux les impératifs les plus pressants à court terme et les fondements importants pour notre prospérité à long terme. Ce sera le thème de mon exposé d’aujourd’hui.

Nous aspirons à bâtir un système monétaire et financier international qui favorise une croissance inclusive et durable. À long terme, le système le plus à même d’atteindre ce but en est un qui encourage l’intégration économique – le libre-échange, des marchés financiers ouverts et des taux de change flottants. Nous n’y sommes pas encore avec le système actuel; nous nous projetons dans l’avenir, mais vivons dans le moment présent. Pour ces raisons, les décideurs ont affaire à un équilibre fragile.

À trop penser que le libre marché sera toujours garant de stabilité économique et financière, on augmente le risque d’épisodes de forte volatilité qui mettent à mal la croissance et l’emploi. Mais à trop s’attacher à gérer les pressions à court terme, on risque d’entraver les ajustements à moyen et à long terme qui sont essentiels à la productivité et à l’élévation du niveau de vie. Trouver le juste équilibre entre la gestion des pressions à court terme et les avancées constantes vers plus de libéralisation est la tâche primordiale du système monétaire et financier international.

Même si beaucoup de progrès ont été faits depuis la fin du système de Bretton Woods, il y a 50 ans, cet équilibre demeure difficile à atteindre. Et la tâche n’en deviendra pas plus facile ou moins cruciale avec le temps. À mesure que l’économie se remet de la pandémie, et que les grandes économies commencent à mettre fin à leur détente monétaire exceptionnelle, le système sera vraisemblablement soumis à plus de pressions. Le resserrement des conditions financières mondiales conviendra mieux à certains pays qu’à d’autres. Au-delà de la reprise post-pandémie, des défis nouveaux et encore plus grands se dessinent à l’horizon, dont les changements climatiques, la numérisation des monnaies et les inégalités croissantes.

Dans mon exposé d’aujourd’hui, j’aimerais d’abord parler de la place du Canada dans le système monétaire et financier mondial. Je vais ensuite souligner certains des défis qui guettent le système, en particulier dans le sillage de la pandémie. Pour terminer, je vais présenter notre vision pour le 21^e siècle.

¹ Le Canada a abandonné le système de parités fixes de Bretton Woods pour la première fois en 1950, mais y est revenu en 1962. En 1970, il l’a quitté pour de bon. Voir J. Powell (2005), [*Le dollar canadien : une perspective historique*](#), Ottawa, Banque du Canada.

Le Canada dans le système monétaire et financier mondial

L'intégration économique transfrontalière a été une source vitale de prospérité pour le Canada, et pour le monde entier. Pour être efficace, le système international doit procurer une stabilité des prix et permettre aux taux de change de fluctuer au gré des facteurs économiques fondamentaux. En même temps, il doit être capable de s'ajuster rapidement aux chocs et aux changements structurels. Au Canada, nous avons une longue expérience des comptes de capital ouverts, du ciblage de l'inflation et des taux de change flottants, des régimes qui ont nous ont bien servi, nous et un nombre croissant de pays.

Toujours est-il que les carences dans les arrangements et les politiques qui composent le système monétaire et financier international ne datent pas d'hier. Ces vingt dernières années, la Banque du Canada a fait valoir la nécessité de cadres économiques et financiers solides dans les pays émergents et avancés, et d'une saine gouvernance de nos institutions internationales².

Les progrès accomplis depuis ont rendu le système plus à même de prévenir et de gérer les crises. Le Fonds monétaire international (FMI) a renforcé sa surveillance, amélioré ses facilités de financement et élaboré un cadre pour baliser l'utilisation des contrôles des capitaux. De nombreuses économies de marché émergentes ont consolidé leur cadre de politiques, notamment par une plus grande utilisation du ciblage de l'inflation et des taux de change plus flexibles³. La réglementation et la surveillance financières ont été améliorées un peu partout dans le monde avec la mise en œuvre des réformes de Bâle III. Les accords de swap et la mise en commun des réserves entre banques centrales – deux composantes du filet de sécurité financier mondial – ont été élargis⁴. Les économies avancées sont également devenues plus conscientes des effets de débordement pouvant découler de leurs politiques.

Tous ces progrès ont aidé l'économie mondiale à amortir le choc de la pandémie. Mais la crise nous a aussi rappelé l'interdépendance et la fragilité qui sont inhérentes au système. Comme nous le savons tous, des injections massives de liquidités par les banques centrales ont été nécessaires pour rétablir le fonctionnement des marchés et soutenir l'octroi de crédit. Les

² Voir, par exemple : T. Macklem (2006), *Le renouvellement du FMI : enseignements tirés de la modernisation des banques centrales*, discours prononcé devant le Global Interdependence Center, Philadelphie (Pennsylvanie), 9 mars; D. Dodge (2007), *Le fonctionnement des institutions économiques internationales et les besoins actuels du monde*, discours prononcé devant le Chicago Council on Global Affairs, Chicago (Illinois), 21 mai; M. Carney (2011), *Évolution d'un paradigme – les déséquilibres mondiaux, les politiques et l'Amérique latine*, discours prononcé devant la Banque interaméricaine de développement, Calgary (Alberta), 26 mars.

³ Les pays qui ont tenté de fixer le taux de change de leur monnaie dans les années 1990 en ont payé le prix quand leur régime s'est effondré, et ils ont depuis adopté le ciblage de l'inflation. Voir A. Rose (2020), « iPhones, iCrises and iTargets: Inflation Targeting is Eradicating International Financial Crises in the iPhone Era », *CEPR Policy Insight*, n° 100, mai.

⁴ Les accords de swap sont des ententes par lesquelles deux banques centrales acceptent de s'échanger des devises, dont une constitue une monnaie de réserve. La mise en commun des réserves suppose l'accès à un bassin commun de réserves auquel différents pays contribuent.

interconnexions à l'intérieur du système financier mondial – d'un pays à l'autre et entre les banques et les institutions financières non bancaires – ont apporté d'énormes avantages. Mais elles peuvent aussi propager et amplifier les tensions. L'épreuve que nous avons vécue ensemble durant le choc de la pandémie, ainsi que les défis qui nous attendent, mettent en évidence le besoin de recentrer notre attention sur la direction à donner au système, et la façon d'y arriver. Avec les contrecoups de la pandémie et les ajustements inévitables à venir, à l'heure où les grandes régions se rétablissent chacune à leur rythme, il est d'autant plus urgent de s'attaquer à ces questions.

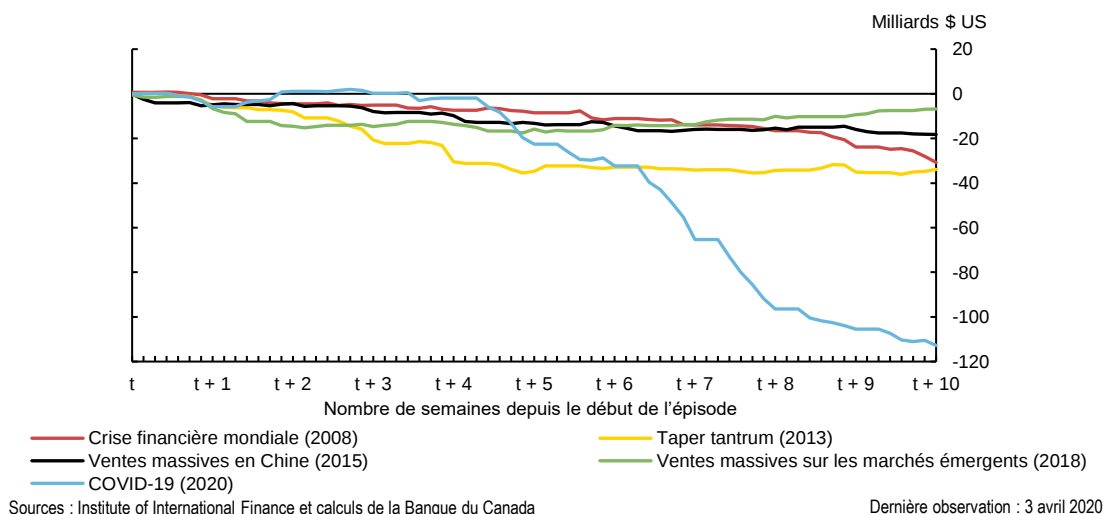
Défis et enjeux pour le système

Les défis actuels pour le système mondial peuvent être classés en deux catégories : les pressions à court terme et les défis à plus long terme. Je vais commencer par parler des premiers.

Les économies de marché émergentes ont continué d'éprouver la volatilité de leurs conditions financières, malgré l'amélioration des facteurs fondamentaux ayant permis de réduire le nombre de véritables crises. Les périodes de tensions n'ont été que trop fréquentes ces douze dernières années : la crise financière mondiale de 2008-2009, l'épisode du « taper tantrum » en 2013 et les ventes massives en Chine en 2015, puis sur les marchés émergents en 2018. Mais tous ces événements ont été éclipsés par le choc de la COVID-19, tant sa portée que son ampleur dans le monde. En mars 2020, les capitaux ont fui les pays émergents à un rythme sans précédent (**graphique 1**).

Graphique 1 : Les flux de portefeuille à destination des économies de marché émergentes ont chuté plus abruptement durant la COVID-19 que lors des chocs précédents

Flux de portefeuille de non-résidents quotidiens cumulatifs à destination des économies de marché émergentes



La situation s'est stabilisée depuis, mais une nouvelle vague de sorties de capitaux pourrait se produire quand les grandes économies commenceront à réduire les mesures de stimulation exceptionnelles mises en place pour composer avec la pandémie.

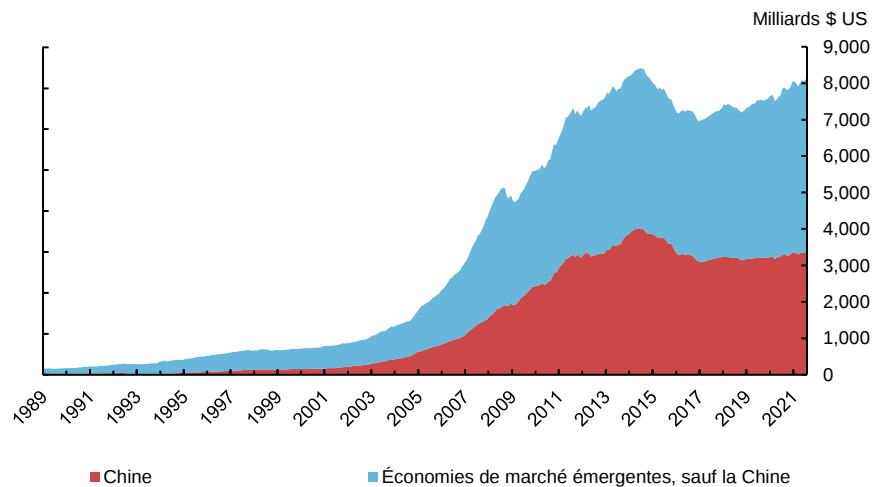
Pour faire face à pareilles situations, les décideurs des pays émergents ont déployé tout un arsenal de mesures, comme la restriction des mouvements de

capitaux ou les interventions sur les marchés des changes. Le recours à ces politiques s'est normalisé et il est vrai que, dans certaines conditions, celles-ci sont justifiées et peuvent s'avérer efficaces pour gérer les pressions à court terme. Cela dit, ces interventions des autorités peuvent empêcher ou retarder les ajustements nécessaires dans l'économie, et freiner le développement des produits et marchés financiers intérieurs. Par exemple, les contrôles des capitaux et les interventions sur les marchés des changes – surtout leur usage répété – peuvent miner le développement à long terme de marchés financiers profonds et liquides au pays. C'est pourquoi il est essentiel d'avoir des garde-fous appropriés pour s'assurer que les actions à court terme ne font pas obstacle au développement nécessaire. Autrement, le court terme peut s'installer à long terme.

De telles interventions ont toutefois un autre effet indirect. Confrontées à une volatilité élevée, les économies de marché émergentes assurent davantage leurs arrières en accumulant des réserves (**graphique 2**).

Graphique 2 : Les actifs de réserve détenus par les économies de marché émergentes restent élevés

Actifs de réserve officiels (y compris l'or)



Source : Statistiques financières internationales du Fonds monétaire international

Dernière observation : 31 juillet 2021

À tout le moins, cette autoassurance semble inefficace à l'échelle mondiale. Et la demande de réserves qu'elle provoque contribue à une pénurie d'actifs de réserve susceptible d'accentuer la baisse du taux d'intérêt neutre. Cela fait en retour augmenter le risque de trappes à liquidité et peut entraîner une accumulation de vulnérabilités financières partout.

À plus long terme, plusieurs défis se dessinent. Le premier découle de l'évolution bienvenue des économies de la catégorie des futurs pays émergents à celle des pays émergents, puis à celle des économies avancées. À mesure que ces économies croissent et prennent de l'importance, leur intégration au système monétaire et financier international devient plus pressante. Au départ, elles ne disposent peut-être ni d'un secteur financier national bien réglementé et stable, ni de système de commerce et de marchés de capitaux ouverts qui favorisent l'intégration économique. La communauté internationale doit donc élaborer une

stratégie claire à long terme pour faciliter l'intégration harmonieuse de ces pays au système mondial, investir dans cette stratégie et les inciter à adopter les règles qui régissent le système.

Un deuxième défi à long terme est le choix du régime de change. Nous savons qu'un taux de change flottant peut entraîner une volatilité excessive sous l'effet de perturbations de courte durée. Cependant, pour permettre les changements structurels à long terme essentiels à un développement soutenu, il faut une certaine marge de manœuvre. Si les taux de change nominaux restent fixes, alors les prix et les salaires intérieurs devront s'ajuster, ce qui peut être long et difficile. En particulier, si une baisse de ces prix et salaires est nécessaire, elle ne se produira vraisemblablement qu'après une longue période de faible demande et de chômage élevé. À moyen terme, le taux de change réel varie et le système s'ajuste, mais il peut être très coûteux de forcer une modulation de l'ensemble des salaires et des prix. Pire encore, si l'ajustement est aussi freiné par des contrôles visant les capitaux, des déséquilibres externes sont susceptibles de persister et de s'accumuler. Et si, en conséquence, l'ancrage de la monnaie n'est plus viable, le pays pourrait subir un brusque ajustement, ce qui se répercute souvent sur le système au complet.

Vision et priorités pour le 21^e siècle

Il nous faut absolument envisager ces défis, ensemble, selon une approche équilibrée. Notre vision pour le système monétaire et financier international du 21^e siècle doit tenir compte du fait que les économies de marché émergentes représenteront une proportion de plus en plus grande de l'économie mondiale et qu'elles développeront graduellement leur système financier. Cette vision à long terme ne peut pas simplement se baser sur un monde utopique où tous les participants ont un système financier arrivé à maturité et bien réglementé, des comptes de capital entièrement ouverts et des taux de change qui flottent librement. Nous devons aussi être conscients que certains pays sont plus proches de la destination que d'autres. Je souhaite axer ma discussion à ce sujet sur trois priorités : la nécessité de trouver un équilibre entre les politiques à court terme et les progrès à long terme, l'importance d'avoir un cadre pour les interventions de change, et le besoin de coopération mondiale et de ressources.

Au cours de la dernière décennie, les efforts déployés ont principalement visé à élargir l'ensemble de politiques dont les pays peuvent se servir pour faire face à des chocs externes temporaires. Ces efforts louables sont reflétés dans la « vision institutionnelle » du FMI. Cependant, on n'a pas fait assez pour veiller à ce que ces politiques ne gênent pas les progrès à long terme. De nombreux pays émergents semblent opter pour des régimes de change intermédiaires prévoyant des interventions sur les marchés des changes plus ou moins régulières. Cela risque de ralentir les ajustements structurels dont l'économie réelle a besoin, et d'exacerber les pressions mêmes que l'on tente de gérer à l'aide de ces outils à court terme. En freinant les ajustements, ces outils peuvent entraîner une accumulation des pressions qui accroîtrait la volatilité.

Trouver un équilibre, c'est permettre aux pays de réagir à la volatilité excessive ou aux perturbations à court terme tout en veillant à ce que le système soit en mesure de s'adapter à long terme. Du chemin a été fait dans la vision

institutionnelle du FMI, qui cautionne le recours à la politique macroprudentielle pour gérer les risques qui pèsent sur la stabilité financière. De plus, la gestion des flux de capitaux ne devrait être envisagée que si les mesures macroprudentielles ne suffisent pas. D'autres travaux sont toutefois nécessaires pour comprendre les implications des politiques à court terme sur l'évolution financière à long terme.

Il faut aussi s'intéresser aux interventions de change. Pour certaines économies de marché émergentes, une monnaie flottante n'est peut-être pas aussi avantageuse qu'on a pu le croire. La fixation des prix dans une monnaie dominante réduit les avantages de l'ajustement du taux de change pour certains pays, et les asymétries de monnaies dans les bilans font augmenter les coûts⁵. Il faut néanmoins des garde-fous pour veiller à ce que les interventions de change n'entravent pas les ajustements de prix relatifs nécessaires. La Banque aimerait voir l'élaboration d'un cadre de gestion des taux de change similaire au cadre de la vision institutionnelle du FMI applicable à la gestion des flux de capitaux. Un tel cadre, convenu entre les différentes parties, pourrait guider les régimes de flottement dirigé pour éviter qu'ils ne retardent les ajustements à moyen et à long terme. Il faut avant tout assurer une cohérence entre le régime de change choisi et les autres politiques.

En fin de compte, les décideurs doivent reconnaître que les interventions de change et touchant le compte de capital devraient être temporaires, et viser à répondre à des préoccupations particulières. Sur le long terme, les pays devraient s'efforcer de compter de moins en moins sur ces politiques, à mesure que leur système financier arrive à maturité. À court terme, chaque recours à ces interventions devrait s'accompagner d'un plan de retrait clair. En outre, les circonstances dans lesquelles ces interventions peuvent être menées devraient être bien définies, afin qu'on puisse facilement y mettre fin quand les conditions requises ne sont plus satisfaites.

Il faut également une coopération mondiale et des ressources pour s'accorder sur une vision à long terme du système international. Des ressources considérables ont été consacrées à la gestion des problèmes à court terme de liquidité et de volatilité, et ces mesures étaient importantes, indispensables. Les décideurs du monde entier doivent cependant contrebalancer ces efforts en se concentrant davantage sur l'évolution économique et financière à long terme, et en mobilisant les moyens nécessaires. Le rôle multilatéral de surveillance du FMI est essentiel : le système mondial doit être géré comme un tout. Et les examens et évaluations par les pairs menés par le Conseil de stabilité financière sont utiles pour renforcer l'adhésion aux normes internationales. J'espère que nous pourrions nous appuyer sur ces éléments pour approfondir l'engagement des économies d'importance systémique à l'égard d'un système monétaire et

⁵ Les prix de nombreux biens échangés entre les pays sont désormais établis surtout en dollars américains. Les variations des taux de change pourraient donc influencer sur le prix des importations par rapport au prix des biens produits au pays, mais ne pas avoir d'effet immédiat sur le prix des exportations comparativement au prix des biens étrangers, ce qui amoindrirait le rôle facilitateur des mouvements de change dans l'ajustement.

financier international qui maximise les avantages de l'intégration économique et financière.

D'après l'expérience du Canada, le but ultime est une économie dotée de marchés de capitaux ouverts, de politiques (monétaire, budgétaire, macroprudentielle, etc.) robustes et transparentes, ainsi que d'un taux de change assez flexible pour que des ajustements rapides et symétriques aux chocs soient possibles. Des institutions multilatérales efficaces et légitimes sont essentielles à l'atteinte de ce but. C'est pourquoi il importe de poursuivre les efforts visant à améliorer la gouvernance de ces institutions. Il faut notamment veiller à ce que les membres du FMI soient adéquatement représentés selon leur quote-part relative, et à ce que les rôles et responsabilités des décideurs du Fonds, à tous les niveaux, soient définis clairement et de manière transparente.

Conclusion

Permettez-moi maintenant de conclure pour que nous ayons le temps d'avoir une bonne discussion. Je souhaite vous laisser avec un sentiment d'urgence et la certitude d'avoir un but à accomplir. Compte tenu de la pandémie et des défis qui nous attendent, dont les changements climatiques et les monnaies numériques, il est plus important que jamais que le système monétaire et financier international évolue. Nous devons avoir un objectif à long terme clair que tous s'engagent à accomplir, et un cadre pour affronter les défis à court terme d'une manière qui ne nous détourne pas de cette destination ultime. Ce qu'il nous faut, c'est un système qui permettra – voire facilitera – les transitions à venir, qu'il s'agisse de mettre fin aux mesures de politique monétaire exceptionnelles, d'atteindre la carboneutralité ou, éventuellement, d'assurer la numérisation du système monétaire international.

Je serai heureux de discuter de ces questions avec vous. Merci.