

Le nouvel ordre monétaire international

*Mark Carney
sous-ministre délégué principal
ministère des Finances
Discours prononcé devant la Toronto Society of
Financial Analysts¹
le 23 novembre 2004*

C'est un honneur pour moi de prononcer mon premier discours en tant que sous-ministre délégué principal des Finances devant la Toronto Society of Financial Analysts. Évidemment, je me doute bien que, si l'on m'a invité à vous adresser la parole, c'est parce que j'ai été sous-gouverneur à la Banque du Canada. J'espère que vous excuserez ce leurre. Les opinions que je vous présente aujourd'hui sont les miennes et ne traduisent pas nécessairement le point de vue de la Banque ou du gouvernement.

J'aimerais vous parler tout particulièrement d'une question qui se trouve au cœur des perspectives relatives à la croissance de l'économie mondiale et aux investissements, soit l'état du système monétaire international.

1. M. Mark Carney a été nommé sous-ministre délégué principal au ministère des Finances le 15 novembre 2004. Il a exercé les fonctions de sous-gouverneur responsable des questions internationales à la Banque du Canada du 5 août 2003 au 12 novembre 2004. Le texte qui suit est une version légèrement abrégée de l'allocation prononcée.

J'aimerais vous parler tout particulièrement d'une question qui se trouve au cœur des perspectives relatives à la croissance de l'économie mondiale et aux investissements, soit l'état du système monétaire international. De prime abord, ce choix peut sembler curieux. Si nous savons tous que les fluctuations de la valeur des monnaies peuvent venir à bout du portefeuille de titres le mieux sélectionné, la tâche consiste normalement à prévoir les variations éventuelles des taux de change (ou à se protéger contre elles) plutôt qu'à anticiper les conséquences de nouveaux régimes monétaires internationaux. C'est pourtant précisément ce que de nombreux commentateurs sérieux et certains décideurs publics voudraient vous faire croire, à savoir qu'il s'est instauré à l'échelle du globe un nouveau paradigme monétaire international, souvent appelé le nouveau système de Bretton Woods.

Devant un auditoire aussi averti, je soupçonne que le mot « paradigme » a éveillé votre attention et je vais immédiatement vous dire pourquoi, du point de vue de la macroéconomie internationale, les mots « cette fois-ci, c'est différent » demeurent si dangereux².

Pour vous aider à tirer vos propres conclusions quant à savoir si nous sommes entrés dans un nouvel âge quasi doré, je regrouperai mes remarques sous quatre grands thèmes. Dans un premier temps, je traiterai brièvement des déséquilibres mondiaux. Je me pencherai ensuite sur l'argumentation selon laquelle l'état actuel des choses peut être viable, voire souhaitable. Puis, je ferai valoir que, dans les faits, le point de vue de sir John Templeton est toujours valable : l'époque dans laquelle nous vivons n'est pas différente, le nouveau « système » est voué à s'effondrer, et il sera extrêmement coûteux de penser autrement.

2. Propos attribués à sir John Templeton. Voir, par exemple, Chancellor (1999).

Je terminerai en examinant les choix qu'implique cette situation pour les décideurs publics. Je vous laisserai à vous, les professionnels, les implications sur le plan des placements.

Les déséquilibres mondiaux

Avant de commencer, je tiens à préciser ce que nous entendons par « déséquilibres mondiaux ». Au cours des 18 derniers mois, la Banque du Canada a discuté abondamment des perspectives d'un ajustement à l'échelle mondiale. Quoique l'économie canadienne ait réagi relativement bien jusqu'ici à l'évolution de la conjoncture internationale, il est important de tenir compte de l'étendue de la tâche. À l'heure actuelle, il existe deux grands déséquilibres macroéconomiques interdépendants : le déficit élevé de la balance courante des États-Unis et les excédents appréciables de la balance des paiements en Asie.

À l'heure actuelle, il existe deux grands déséquilibres macroéconomiques interdépendants : le déficit élevé de la balance courante des États-Unis et les excédents appréciables de la balance des paiements en Asie.

Le déficit de la balance courante américaine

Le déficit courant des États-Unis atteint un niveau record. À 5,5 % du PIB, il dépasse celui de tous les grands pays industriels depuis l'écroulement du système de Bretton Woods en 1971. Son ampleur est encore plus étonnante si l'on considère que l'économie américaine est relativement fermée. Par exemple, le déficit des États-Unis représente plus de 20 % du secteur des biens échangeables du pays, ce qui correspond grosso modo aux ratios enregistrés par le Mexique et l'Argentine avant leur crise financière³.

Le déficit courant américain continuera vraisemblablement de se creuser au cours des prochaines années, et ce, pour trois raisons.

3. Les ratios équivalents pour le Mexique en 1994 et l'Argentine en 1998 étaient de 12 % et de 25 %, respectivement.

Des chiffres préoccupants

Premièrement, les relations arithmétiques sous-jacentes posent des problèmes particulièrement épineux. En ce moment, aux États-Unis, les importations équivalent en gros à une fois et demie les exportations. Par conséquent, même si les importations et les exportations s'accroissent au rythme moyen observé dans le passé (environ 6 %) et que l'économie progresse au même taux que la production potentielle (quelque 3,5 %), le déficit d'aujourd'hui excédera 6 % d'ici trois ans.

Cependant, il est peu probable que les exportations évoluent à la même cadence que les importations, la propension des États-Unis à importer étant d'au moins 50 % supérieure à leur propension à exporter⁴. Autrement dit, si le produit intérieur brut (PIB) des États-Unis et celui du reste du monde enregistrent un même taux d'expansion, les importations de nos voisins du sud augmenteront une fois et demie plus vite environ que leurs exportations. Si l'on applique cette relation (que les économistes ne comprennent pas parfaitement mais qui tient depuis plus de 30 ans) à l'exemple simple que je viens de présenter, le déficit américain s'élèvera à 7,5 % du PIB d'ici trois ans⁵.

Croissance mondiale déséquilibrée

La deuxième raison pour laquelle le déficit courant des États-Unis risque de s'alourdir est qu'il est peu probable que l'évolution future des taux de croissance relatifs vienne à sa rescousse. En termes clairs, le rythme d'expansion économique du reste du monde est peu susceptible de dépasser celui des États-Unis. Ces dernières années, l'économie américaine est intervenue pour un tiers environ dans la croissance mondiale et, parmi les grandes économies, seuls les États-Unis, le Canada, la Chine, l'Inde et la Russie ont contribué pour plus que leur part du PIB mondial à celle-ci.

Ces résultats tiennent notamment au fait que les taux d'augmentation de la production potentielle diffèrent considérablement d'une grande région économique à l'autre. Par exemple, les États-Unis et le Canada, qui jouissent d'une démographie plus favorable, de marchés du travail plus flexibles et (en partie par voie de conséquence) d'une croissance plus forte de la productivité structurelle, affichent des taux d'expansion de la production potentielle qui dépassent de plus de

4. Il s'agit d'une hypothèse prudente. Hooper, Johnson et Marquez (2000) estiment à 1,8 % la propension des États-Unis à importer et à 0,8 % leur propension à exporter.

5. Les projections de Roubini et Setser (2004) et de Mann (2004) donnent des résultats similaires.

50 % ceux de leurs autres partenaires du Groupe des Sept (G7).

Il s'ensuit qu'en l'absence d'autres ajustements, les importations des États-Unis continueront probablement d'être tirées par la progression de la demande intérieure davantage que les exportations américaines ne le seront par la croissance à l'étranger.

Écart entre épargne et investissement

L'un des ajustements possibles serait une hausse de l'épargne chez nos voisins du sud. Le déficit courant équivaut à l'écart entre l'épargne et l'investissement au sein d'une économie. La réduction de cet écart permettrait par définition de diminuer le déficit de la balance courante.

Depuis quelques années, on a plutôt observé le contraire, l'épargne nationale aux États-Unis ayant reculé davantage que l'investissement. Le taux d'épargne de ce pays est tombé, au cours des cinq dernières années, à son plus bas niveau jamais enregistré. À moins de 1,5 % du PIB, ce taux se situe à environ la moitié de ce qu'il était il y a dix ans. L'augmentation de l'épargne des entreprises survenue après l'éclatement de la bulle technologique (une correction des bilans s'étant alors amorcée) a été annulée par une nouvelle baisse de l'épargne des ménages et le retour au financement massif des déficits publics.

Durant la même période, la croissance des investissements a chuté, et les dépenses d'investissement sont demeurées pour l'essentiel orientées vers l'intérieur. La combinaison du bas niveau des taux d'intérêt et de la forte concurrence étrangère a encouragé les investissements dans la construction résidentielle, le compartiment commercial de l'immobilier et la vente au détail (ce que les économistes appellent le secteur des biens non échangeables). Autrement dit, l'épargne étrangère finance les secteurs de l'économie qui, au bout du compte, ne contribueront pas à accroître les exportations et, par conséquent, à réduire le déficit courant.

Pour la plupart des économies, une telle situation aurait probablement déjà eu des répercussions négatives, comme ce fut le cas au Mexique et en Thaïlande dans les années 1990. Cependant, même si les États-Unis affichent un ratio des engagements nets envers l'étranger aux exportations de 280 % — ratio qui est comparable à celui du Brésil, qui possède une cote de crédit de B —, leur fardeau de remboursement est moins lourd du fait qu'ils contractent la quasi-totalité de leurs emprunts dans leur propre monnaie (Roubini et Setser, 2004). Contrairement à la plupart des autres

pays, ils voient incontestablement le service de leur dette s'alléger lorsque leur monnaie se déprécie⁶.

En résumé, le déficit courant américain atteint un niveau inégalé; il s'amplifiera même avec une croissance économique mondiale équilibrée, laquelle a peu de chances de se réaliser en l'absence d'ajustements substantiels.

Le déficit courant américain atteint un niveau inégalé; il s'amplifiera même avec une croissance économique mondiale équilibrée.

Dans ce contexte, comment le déficit est-il financé? Et combien de temps cette situation pourra-t-elle durer? Ces deux questions nous amènent au second grand déséquilibre mondial : les importants excédents de la balance courante et de la balance des paiements en Asie.

Excédents de la balance des paiements en Asie

Ces excédents forment la contrepartie du déficit courant américain. La Chine, à ce chapitre, est sans doute le pays dont la situation illustre le mieux, sinon parfaitement, les tendances de la dynamique régionale. C'est pourquoi je m'y reporterai souvent. Le Fonds monétaire international (FMI) estime que la Chine enregistrera un excédent courant équivalant à 2,5 % de son PIB en 2004⁷. Si les analystes ne manquent pas de souligner que les importations chinoises connaissent également une forte expansion, rappelons toutefois que leur croissance ne fait que suivre celle de la valeur des exportations⁸. Cette évolution s'explique en partie par le développement rapide autour de la Chine d'une chaîne d'approvisionnement panasiatique exportant surtout vers les États-Unis.

L'excédent structurel de la balance courante de la Chine dépasse même vraisemblablement le chiffre de

6. On suppose évidemment que l'échéance de la dette est suffisamment longue et que les coûts d'emprunt n'augmenteront pas trop dans l'avenir. Ces deux hypothèses semblent plausibles à l'heure actuelle. Par exemple, en 2003, la position débitrice nette des États-Unis ne s'est accrue que de 2 %, malgré un déficit courant de 5 %.

7. Consultations au titre de l'article IV, novembre 2004, p. 31-32.

8. Ibid.

2,5 %, obtenu en dépit d'une croissance économique supérieure à la progression de la production potentielle et d'une détérioration des termes de l'échange liée à l'escalade des prix des matières premières. On s'attendrait normalement à ce qu'une économie émergente promise à un bel avenir accuse un déficit courant dans la mesure où elle importe, essentiellement grâce à des capitaux étrangers, des biens d'équipement pour hâter son développement. L'expérience du Canada au début du siècle dernier en fournit un exemple typique : entre 1900 et 1913, années où nos principaux secteurs d'exportation ont été mis sur pied, le déficit moyen de notre balance courante a atteint 9 % du PIB⁹.

Or, la Chine cumule des excédents à la fois au titre de son compte de capital et de sa balance courante, ce qui fait grossir ses réserves de change très vite. Celles-ci se sont accrues à un taux annuel composé de 28 % ces cinq dernières années et elles devraient s'élever à 562 milliards de dollars É.-U. à la fin de 2004. Ensemble, les banques centrales asiatiques détiennent près de 2 billions de dollars, soit deux tiers des réserves de change officielles du monde.

Peu importe le critère employé, ces hausses sont disproportionnées. Les réserves de change des pays d'Asie ont augmenté bien plus rapidement que la part de cette région dans le PIB et les échanges mondiaux. Qui plus est, les réserves des pays asiatiques hors Japon dépassent aujourd'hui de loin les niveaux prudentiels. Les réserves chinoises couvrent par exemple 8,5 mois d'importations, alors que la norme prudentielle est de trois mois¹⁰. Même s'il est considéré comme la monnaie de réserve par excellence, le billet vert est surreprésenté dans les réserves de change asiatiques. D'après les données de la Banque des Règlements Internationaux (BRI), la part des actifs libellés en dollars américains dans les réserves asiatiques était de 70 % à la fin de 2003, c'est-à-dire plus du double du poids des États-Unis (30 %) dans l'économie mondiale.

Bien que l'on constate certains écarts dans les données, il semble bien que les banques centrales d'Asie financent par leurs interventions une large part du déficit courant américain. Ainsi, en 2003, les flux officiels à destination des États-Unis ont dépassé les 400 milliards de dollars,

9. Urquart (1986). La différence s'explique notamment par la faiblesse de la consommation intérieure en Chine. Celle-ci ne représente aujourd'hui que les deux cinquièmes du PIB dans ce pays, contre les deux tiers au Canada.

10. Elles équivalent aussi à six fois l'encours de la dette extérieure à court terme. Tous ces chiffres sont tirés du rapport que dresse le FMI dans le cadre des consultations menées au titre de l'article IV de ses statuts (novembre 2004).

un montant équivalent en gros aux trois quarts du déficit courant de ce pays¹¹.

Le jugement porté sur l'avenir du système monétaire international dépend de l'interprétation qui est faite de cette évolution.

Pourquoi la situation pourrait durer

Il existe deux explications à l'apparition de ces grands déséquilibres et aux importantes modifications qu'ont connues les mouvements internationaux de capitaux. Le fait que l'on évoque une flexibilité accrue, dans le cas de la première, et une rigidité calculée, dans celui de la seconde, donne à penser que l'une de ces deux interprétations est fautive.

Flexibilité accrue

Selon certains commentateurs, en particulier le président de la Réserve fédérale américaine, Alan Greenspan, la situation actuelle résulterait à la fois de décisions de placement rationnelles et d'une augmentation de la flexibilité dans le monde.

De ce point de vue, il convient d'abord de reconnaître que le déficit courant des États-Unis correspond approximativement au dixième de l'épargne totale du reste du monde, qui est de l'ordre de 6 billions de dollars américains¹². Naturellement, cette épargne n'est pas toute investie localement. Le montant des flux nets de capitaux en direction des États-Unis dépend en fait de l'attrait relatif des actifs qui y sont proposés et de la propension des investisseurs à internationaliser leur portefeuille. Les tenants de la thèse de la flexibilité accrue affirment que les niveaux actuels de ces flux autant que les tendances à venir favorisent une poursuite du financement des déficits courants de ce pays¹³.

L'attrait relatif des actifs réels et financiers américains n'est pas sans fondement. Sur le plan macroéconomique, le taux de croissance potentiel des États-Unis est le plus élevé de tous les membres du G7. Pour citer Greenspan, « l'accélération de la productivité américaine observée au milieu des années 1990 [explique] probablement

11. D'après Higgins et Klitgaard (2004), les données de la BRI permettent d'évaluer mieux que ne le font les statistiques officielles américaines sur la balance des paiements la part du déficit courant financée par les banques centrales, car elles englobent les achats de dollars que ces institutions effectuent par l'entremise d'intermédiaires privés étrangers.

12. Cooper (2004). Comparativement aux deux tiers de l'épargne étrangère nette indiqués plus haut.

13. Encore faut-il que les investisseurs chinois trouvent plus attrayant de placer leur argent aux États-Unis que leurs homologues américains d'investir en Chine.

pourquoi les étrangers croient pouvoir profiter de rendements supérieurs en investissant aux États-Unis »¹⁴. Évidemment, une croissance potentielle et une productivité plus fortes ne se traduiront pas forcément par une hausse des taux de rendement relatifs si les acteurs du marché ont déjà anticipé la chose. En outre, comme les taux de rendement devraient tous être corrigés en fonction du risque, il reste à savoir si le dénominateur du ratio de Sharpe augmentera dans le cas des titres américains.

Cela dit, même une baisse des rendements corrigés ne ralentira pas nécessairement la croissance des entrées de capitaux aux États-Unis. La diversification des portefeuilles plaide, en soi, en faveur d'une intensification des flux d'investissements en direction du marché financier le plus important et le plus profond au monde, surtout si l'on tient compte des perspectives de libéralisation du compte de capital en Chine. Il est logique qu'avec la levée des contrôles de capitaux, une plus grande part de l'épargne privée des Chinois soit investie dans l'économie américaine, qui représente encore le quart du PIB mondial et pratiquement la moitié des actifs financiers négociables. Cette hypothèse est corroborée par les travaux de mon ancien collègue de la Banque du Canada, John Helliwell. Son analyse tend à montrer que, dans les économies avancées, la préférence nationale des investisseurs est en net recul depuis une dizaine d'années¹⁵. Au reste, l'explosion des marchés financiers — dont le décuplement du volume quotidien des opérations de change en dollars canadiens ces vingt dernières années n'est qu'un signe — trahit aussi l'existence d'un environnement financier offrant davantage de flexibilité¹⁶.

Si ce mouvement de libéralisation des marchés des biens et des capitaux devait se poursuivre à l'échelle du globe, deux conséquences seraient à prévoir. Un, une plus forte dispersion des soldes des balances courantes. Sur ce point, on ne doit pas s'étonner de la disparité sans précédent des déficits (principalement celui des États-Unis) et des excédents courants (surtout ceux de l'Asie)¹⁷. Deux, une plus grande flexibilité

devrait faciliter la résorption des déséquilibres mondiaux par le biais de variations appropriées des prix des produits et des actions, des taux d'intérêt et des taux de change¹⁸.

Mais pour que cette flexibilité accrue donne les résultats attendus, il est indispensable que les acteurs privés prédominent sur le marché. Or, pour l'instant, les achats officiels massifs de titres du gouvernement américain tendent à masquer les signaux du marché et à enrayer les mécanismes d'ajustement du système¹⁹.

Rigidité calculée : le nouveau système de Bretton Woods

Examinons maintenant le second argument invoqué à l'appui de la stabilité du système, que je dénommerai rigidité calculée. Les défenseurs les plus célèbres de cette thèse sont Mike Dooley, David Folkerts-Landau et Peter Garber²⁰, de la Deutsche Bank. Selon eux, un nouvel ordre monétaire international se serait instauré. Ce nouveau « Bretton Woods » s'auto-entretiendrait du fait qu'il serait mutuellement bénéfique à l'Asie et aux États-Unis. En bref, il serait assez stable pour durer des décennies.

Je n'ai malheureusement pas le temps d'entrer dans les détails des travaux de Dooley, Folkerts-Landau et Garber, que je vous invite à lire, mais je pense pouvoir résumer honnêtement leur point de vue comme suit :

- Il existe maintenant *de facto* de nouveaux accords de Bretton Woods, qui reposent notamment sur un bloc « dollarisé » d'économies asiatiques.
- Les pays asiatiques concernés cherchent à réduire l'appréciation de leur monnaie et la volatilité des taux de change afin de promouvoir les échanges et les investissements²¹.

14. Greenspan (2003), p. 2.

15. Helliwell (2004) actualise les calculs de Feldstein-Horioka, qui mettaient en évidence une corrélation étroite entre les taux d'épargne intérieure et d'investissement dans les pays membres de l'Organisation de Coopération et de Développement Économiques (OCDE). Il étudie l'évolution de cette corrélation sur des intervalles de cinq ans et constate une baisse de celle-ci à la fin des années 1990. Toutefois, il est pour lui « fort possible que la variance accrue des soldes des balances courantes soit plus la marque de ces crises que la résultante de marchés financiers mondiaux plus fluides » (p. 4-5).

16. Banque du Canada (2004).

17. Selon les estimations du FMI, cet écart représente maintenant 2,3 % du PIB mondial, le double d'il y a dix ans (Roach, 2004).

18. Greenspan (2003), p. 6.

19. Même si l'on prétend souvent que ces achats portent essentiellement sur les obligations du Trésor américain, il n'est pas établi qu'ils concernent le segment à long terme de la courbe de rendement.

20. Mais ce ne sont pas du tout les seuls (voir, par exemple, McKinnon, 2003).

21. Leur principale motivation serait l'enseignement fondamental qu'ils ont tiré de la crise asiatique, à savoir que le modèle de croissance qui prévalait avant 1998 et qui se fondait sur un financement des investissements par des capitaux étrangers était devenu trop tributaire des mouvements de capitaux, qui pouvaient s'arrêter brutalement, voire s'inverser. Tout de suite après cette crise, certains pays asiatiques ont commencé à enregistrer des excédents de leur balance courante afin de reconstituer leurs réserves de change. Une fois les niveaux prudeniels atteints, l'accumulation des réserves s'est poursuivie, les pays concernés intervenant vigoureusement sur les marchés pour empêcher l'appréciation de leur monnaie, préjudiciable aux exportations.

- Pour montrer que le nouveau système s'auto-entretient, les trois chercheurs fondent leur raisonnement sur de solides arguments d'économie politique. Ici encore, la dynamique chinoise occupe une place centrale. Selon eux, la menace la plus sérieuse qui pèserait sur la stabilité sociale de la Chine tiendrait à l'aptitude de son économie à résorber l'excédent considérable de main-d'œuvre disponible. Dooley, Folkerts-Landau et Garber avancent que l'essor des exportations chinoises contribue à absorber les 15 à 20 millions d'ouvriers qui intègrent chaque année le marché de l'emploi²². Si l'on part du principe qu'il y a de 200 à 300 millions de travailleurs excédentaires en Chine, le nouveau système de Bretton Woods pourrait durer des décennies.
- Ce système protège aussi les intérêts des États-Unis. Le recyclage des dollars en titres du Trésor américain maintient les rendements à de bas niveaux. À leur tour, les faibles taux d'intérêt soutiennent les prix des actifs américains à l'aide desquels les ménages financent leur consommation (principalement tournée vers l'acquisition de biens asiatiques bon marché).
- Larry Summers qualifie cet arrangement d'équilibre de la terreur financière : la fin des achats de dollars par les pays asiatiques freinerait brusquement les investissements aux États-Unis et la croissance de l'économie américaine (en raison du relèvement des taux d'intérêt), tandis que l'appréciation du billet vert qui s'ensuivrait porterait un dur coup aux secteurs d'exportation asiatiques. Selon Dooley et ses collègues, les pays concernés se garderont bien, pour au moins vingt ans, de faire quoi que ce soit qui puisse rompre l'équilibre.
- L'occasion qui est offerte aux sociétés américaines d'investir dans le miracle asiatique assure le soutien du système par celles-ci (et, en définitive, par le gouvernement américain). Si l'on pousse l'interprétation à l'extrême, cette dynamique revient à créer un swap sur le rendement total garanti par les titres du Trésor américain que détiennent

les Chinois (les États-Unis renieraient leurs obligations de paiement si la Chine expropriait les investisseurs américains).

- Un jour ou l'autre (à la fin de la présente décennie), le billet vert finira par se déprécier par rapport aux devises asiatiques, ce qui rétablira la viabilité de la position débitrice nette des États-Unis. Les pays asiatiques essuieront une perte en capital, tout compte fait dérisoire par rapport aux avantages que leur aura procurés leur solide croissance économique basée sur l'exportation.
- Les pays de la « périphérie », dont le Canada, les pays d'Europe et les marchés émergents d'Amérique latine, ont des régimes flottants. Leur rôle se limite à celui d'observateurs intéressés, échappant au cercle vertueux censé exister entre les États-Unis et l'Asie.

Pourquoi le nouveau système de Bretton Woods ne tiendra pas la route

La thèse d'un nouvel ordre monétaire international audacieux formulée par Dooley, Folkerts-Landau et Garber est séduisante et propice à de belles discussions théoriques, mais les pouvoirs publics auraient tort de s'en inspirer pour prendre leurs décisions. L'accumulation de réserves en Asie, motivée à l'origine par des considérations d'ordre prudentiel, puis perpétuée par la torpeur qui semble inévitablement s'emparer des autorités monétaires optant pour la fixité des changes, reçoit maintenant la caution « quasi intellectuelle » des inventeurs de paradigmes qui ont décrété l'avènement d'un nouveau système de Bretton Woods.

Pourtant, ce nouveau système semble condamné pour au moins cinq raisons.

Premièrement, les relations économiques de base ne peuvent être suspendues, même dans le cas de nouveaux paradigmes. Certes, tout pays est en mesure de fixer le taux de change nominal de sa monnaie, même si les mouvements de capitaux ont été libéralisés en partie, mais il ne peut en fixer le taux de change réel. Si une appréciation réelle de la monnaie est nécessaire, les prix relatifs (et non le taux de change nominal) s'ajusteront en conséquence. En un mot, l'inflation sera plus élevée en Asie qu'aux États-Unis. En Chine, il y a déjà des indices que la hausse des prix à la consommation s'est intensifiée; elle serait passée

22. Ils n'expliquent pas pourquoi les industries à vocation exportatrice créent plus d'emplois que les autres secteurs.

de -1 % (déflation) voici deux ans à plus de 4 % cette année²³.

Deuxièmement, les autorités monétaires doivent stériliser leurs interventions sur les marchés des changes pour en neutraliser l'effet sur la masse monétaire intérieure, ce qui est très coûteux. Dans le cas de la Chine, l'immaturation du système financier réduit pour l'instant les coûts (c'est-à-dire la répression financière), mais cet atout s'estompera au fil de la modernisation du pays. Par ailleurs, de lourdes pertes en capital (pouvant atteindre 3 % du PIB) sont à envisager sur les réserves de change (Higgins et Klitgaard, 2004).

Troisièmement, malgré mon expérience limitée de la gestion des affaires publiques et des relations internationales, j'ai des raisons de douter des affirmations voulant qu'il existe, par-delà les frontières, une coordination simultanée, complexe et souple à la fois entre les États et entre les acteurs des secteurs public et privé. Par exemple, les intérêts et l'influence des entreprises américaines qui investissent en Asie l'emportent-ils vraiment sur ceux des entreprises manufacturières établies aux États-Unis et de leurs employés? Et pourquoi en serait-il également ainsi dans les cas de l'Europe et du Canada, auxquels la dépréciation du dollar américain impose actuellement un fardeau disproportionné? N'est-il pas plus probable que la division du monde en gagnants et perdants réveille le réflexe protectionniste?

Quatrièmement, la coordination entre États asiatiques est tenue pour acquise. Pourtant, le nouvel arrangement ne bénéficie ni de l'engagement crédible envers la stabilité des taux de change ni du mécanisme d'ajustement qui caractérisaient le système de Bretton Woods. L'émergence d'une chaîne d'approvisionnement panasiatique n'équivaut nullement à la mise en œuvre d'un bloc monétaire fondé sur des accords institutionnels. Par exemple, l'Asie compte autant de régimes de flottement dirigé que de régimes officiels de changes fixes²⁴. En outre, il n'est pas évident que tous les pays de la région aient les mêmes échéances pour effectuer les ajustements nécessaires. Dans les autres pays asiatiques (hors Japon), la main-d'œuvre excédentaire est généralement moins

abondante, et la plupart des systèmes financiers nationaux sont beaucoup plus sophistiqués qu'en Chine. Cela signifie que les pressions inflationnistes et les coûts négatifs associés aux mesures de stérilisation augmenteront sans doute plus rapidement dans les autres pays qu'en Chine.

Comme dans tout jeu coordonné ne comportant aucun garde-fou institutionnel, les incitations à la défection sont fortes. Puisqu'il est reconnu qu'à l'issue du jeu, certains participants essuieront de lourdes pertes en capital sur leurs réserves de change, pourquoi la Corée ou Taiwan ne chercheraient-ils pas à limiter les dégâts en quittant le navire les premiers? Comme le souligne Barry Eichengreen, en dépit des règles contraignantes régissant l'application des accords de Bretton Woods, c'est justement ce qu'ont fait la France, l'Allemagne et le Royaume-Uni en vendant leur or aux États-Unis en 1970 (Eichengreen, 2004). Les incitations à la défection sont également renforcées par d'autres différences entre le premier système de Bretton Woods et la situation actuelle, dont la plus grande hétérogénéité des pays asiatiques, l'existence, grâce à l'avènement de l'euro, d'une solution de rechange plus attrayante à l'utilisation du dollar américain, et l'absence relative de contrôle des mouvements de capitaux (Eichengreen, 2004).

Enfin, le processus de développement qui s'opère est incompatible avec le maintien d'un arrimage des monnaies à long terme. Pour que l'économie chinoise continue de progresser, il faut qu'elle développe son système financier. Mais elle ne peut y parvenir totalement sans une certaine flexibilité des taux de change et des taux d'intérêt²⁵. Même d'ici à ce que ces prix soient libéralisés, à mesure qu'évoluera le secteur financier, le contrôle des mouvements de capitaux deviendra plus difficile à mettre en œuvre et la stérilisation plus coûteuse. Qui plus est, cette dynamique sera accélérée par la croissance rapide des flux de capitaux transfrontières dont j'ai déjà discuté.

En somme, je considère la thèse de la flexibilité accrue comme plus réaliste et crois de ce fait que l'idée de rigidité calculée qui sous-tend le nouveau système de Bretton Woods ne fera probablement pas long feu.

Le cadre de conduite de notre politique dans ces circonstances

Je terminerai comme j'ai commencé : par un leurre. Le titre de mon allocution laisse entendre qu'un nouvel

23. Il ne faudrait pas oublier l'incidence sur la stabilité sociale d'une inflation élevée, car celle-ci peut avoir d'importantes conséquences sur le plan de la redistribution de la richesse.

24. L'expérience internationale démontre bien que l'adoption d'un régime intermédiaire, situé à mi-chemin entre le flottement libre et les parités fixes, est des plus dangereuses.

25. À cet égard, les mesures prises récemment dans la voie d'une plus grande flexibilité des taux d'intérêt importent davantage que le relèvement du taux directeur.

ordre monétaire international s'est instauré. Pourtant, je viens d'affirmer le contraire, à savoir que nous avons plutôt un arrangement de circonstance composé de deux régimes de changes — flottants et fixes — qui coexistent. Cette situation est insoutenable pour les monnaies des grands pays.

Les autres pays peuvent fixer le cours de leur monnaie, mais seulement s'ils assujettissent leur politique monétaire à celle du pays centre. Les pays qui optent pour la fixité des changes sans recourir à la stérilisation ont *de facto* un régime d'étalon-or classique ou une caisse d'émission. Résultat, ils ne tarderont pas à assumer leur part de l'ajustement mondial par le truchement de leur taux d'inflation. Ceux qui tentent de contrer les effets de cet ajustement en stérilisant leurs interventions se soustraient à leurs responsabilités. Ils ne font que retarder l'inévitable. À la longue, les taux de change réels finiront par s'ajuster. Même la Chine n'y échappera pas.

Le calendrier de l'ajustement est toutefois important, même si le résultat final ne fait pas de doute. Sixième puissance économique mondiale et assurant 6 % des échanges internationaux, la Chine possède l'une des principales monnaies du monde. Son impact économique est amplifié par le fait que les autres pays d'Asie sont incités à aligner leur monnaie sur le yuan pour faciliter l'intégration des chaînes d'approvisionnement. À une telle échelle, différer l'ajustement pourrait avoir des conséquences très fâcheuses pour l'économie mondiale. On investit vraisemblablement trop dans les industries à vocation exportatrice en Asie, et pas assez aux États-Unis. De plus, les risques et les coûts associés à un renforcement du protectionnisme ne devraient pas être pris à la légère.

Pourquoi prendre de tels risques? À moins d'une très forte diminution de la mobilité des capitaux à l'échelle mondiale, il semble inévitable que le régime des changes flottants va de nouveau démontrer sa supériorité. Les mouvements de capitaux et les avantages d'une monnaie flottante sont beaucoup trop importants pour qu'on n'en fasse aucun cas. Le défi consiste donc à faciliter la sortie des pays ayant opté pour une parité fixe. Plus tôt ces pays s'engageront sur cette voie, mieux les signaux du marché pourront s'exprimer et plus la correction des déséquilibres mondiaux se fera aisément.

Dans un monde où les capitaux circulent librement, le seul dispositif d'ajustement valable est l'intérêt personnel éclairé. Dans le passé, les pays ont eu tendance à ne pas tenir compte des problèmes systémiques lorsqu'ils prenaient des décisions à court terme. Un appel au bien commun a par conséquent

peu de chance de porter des fruits. La coordination des politiques à l'échelle internationale ne peut fonctionner qu'à condition que tous les pays y trouvent leur compte²⁶. C'est pourquoi les accords du Plaza ont donné de bons résultats, mais pas ceux du Louvre.

Dans un monde où les capitaux circulent librement, le seul dispositif d'ajustement valable est l'intérêt personnel éclairé.

L'un des principaux atouts du G7 et du G20 réside dans leur capacité de favoriser la compréhension mutuelle et d'encourager chacun des membres à agir selon ses intérêts. En aidant à coordonner des politiques rationnelles sur le plan individuel, le G7 et le G20 peuvent produire le maximum d'impact sur le plan collectif.

La situation actuelle s'y prête bien. Il y va de l'intérêt de la Chine de libéraliser peu à peu les taux d'intérêt, les mouvements de capitaux et les taux de change. Si elle ne le fait pas, elle ne pourra tout simplement pas atteindre son plein potentiel, et elle risque beaucoup si elle tarde à le faire. Ses politiques actuelles sont très coûteuses : la Chine gaspille massivement ses ressources, son secteur financier est inefficace — les prêts de faveur et les pratiques de crédit spéculatives y sont en effet monnaie courante —, sa politique monétaire laxiste nourrit l'inflation et encourage la formation de bulles financières, et la sous-évaluation de ses termes de l'échange pénalise les consommateurs chinois et fausse les décisions en matière d'investissement.

Parallèlement, chacun des pays du G7 gagnerait à une réduction des déséquilibres mondiaux. Les États-Unis en particulier ont avantage à diminuer leur déficit budgétaire et à promouvoir l'épargne privée. L'Europe et le Japon, pour leur part, ont réalisé qu'il était dans leur intérêt de s'attaquer activement à la réforme de leurs structures. Enfin, le Canada et la Grande-Bretagne doivent continuer d'afficher un bilan exemplaire en matière de politiques macroéconomiques tout en redoublant d'efforts pour assouplir leurs économies au maximum, améliorer l'efficacité de leurs systèmes

26. C'est-à-dire que les idées avancées par Adam Smith sont tout aussi valables au niveau international qu'à l'échelon de l'entreprise.

financiers et, au bout du compte, hausser les niveaux de productivité.

Les grandes nations ont un intérêt commun à accroître la mobilité transfrontalière des biens, des services, des capitaux et de la main-d'œuvre.

Les grandes nations ont un intérêt commun à accroître la mobilité transfrontalière des biens, des services, des capitaux et de la main-d'œuvre. Dans le nouvel ordre monétaire international, il y a fort à parier que les quatre principales devises — dollar américain, yen, euro, yuan — flotteront toutes les unes par rapport aux autres et que les autres monnaies, y compris le dollar canadien, pourront soit flotter librement, soit s'arrimer à un bloc qui, lui, sera flottant.

Dans cet ordre monétaire international, le choix du Canada est clair. Un taux de change flottant nous permet de conserver une politique monétaire indépendante et amortit les chocs économiques. C'est d'ailleurs grâce à cette indépendance que mon ancien employeur, la

Banque du Canada, a pu ramener l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible et ainsi faire en sorte que les Canadiens puissent consommer, investir et épargner en toute confiance. Mais aussi, la façon dont notre taux de change a réagi face aux chocs mondiaux, dont la crise asiatique à la fin des années 1990 et l'expansion vigoureuse en cours à l'échelle du globe, a aidé et aidera notre économie à s'ajuster à l'évolution de la conjoncture internationale. Le Canada comprend les règles du jeu de l'ordre monétaire international, et nous collaborerons avec nos partenaires afin que nous puissions tous réaliser le plein potentiel d'une économie mondiale souple et dynamique²⁷.

Un taux de change flottant nous permet de conserver une politique monétaire indépendante et amortit les chocs économiques.

Merci de votre attention. Je me ferai maintenant un plaisir de répondre à vos questions.

27. Pour un exemple, voir Murray (2000).

Bibliographie

Banque des Règlements Internationaux (BRI) (2004). *74^e Rapport annuel* (28 juin), chapitre 5, « Marchés des changes ». Document accessible à l'adresse <http://www.bis.org/publ/ar2004f.htm>.

Banque du Canada (2004). *Enquête sur l'activité des marchés des changes et des produits dérivés au Canada*, 28 septembre.

Chancellor, E. (1999). *The Devil Take the Hindmost*, New York, Penguin Books.

Cooper, R. (2004). « America's Current Account Deficit Is Not Only Sustainable, It Is Perfectly Logical Given the World's Hunger for Investment Returns and Dollar Reserves », *Financial Times*, 1^{er} novembre.

Dooley, M., D. Folkerts-Landau et P. Garber (2003). « An Essay on the Revived Bretton Woods System », document de travail n^o 9971, National Bureau of Economic Research.

Dooley, M., D. Folkerts-Landau et P. Garber (2004a). « The Revived Bretton Woods System: The Effects of Periphery Intervention and Reserve Management on Interest Rates and Exchange Rates in Center Countries », document de travail n^o 10332, National Bureau of Economic Research.

——— (2004b). « Direct Investment, Rising Real Wages and the Absorption of Excess Labor in the Periphery », document de travail n^o 10626, National Bureau of Economic Research.

Bibliographie (suite)

- Dooley, M., D. Folkerts-Landau et P. Garber (2004c). « The U.S. Current Account Deficit: Collateral for a Total Return Swap », Deutsche Bank (août).
- Eichengreen, B. (2004). « Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods », document de travail n° 10497, National Bureau of Economic Research.
- Fonds monétaire international (2004). *People's Republic of China: 2004 Article IV Consultation—Staff Report; Staff Statement; and Public Information Notice on the Executive Board Discussion*, 5 novembre.
- Freund, C. (2000). *Current Account Adjustment in Industrialized Countries*, « International Finance Discussion Papers », n° 2000-692, The Federal Reserve Board.
- Goldstein, M. (2004). « Adjusting China's Exchange Rate Policies », document de travail n° 04-1, Institute for International Economics.
- Greenspan, A. (2003). Allocation prononcée à l'occasion de la 21^e conférence monétaire annuelle, Cato Institute, Washington (novembre).
- Helliwell, J. (2004). « Demographic Changes and International Factor Mobility », communication présentée au symposium « Global Demographic Change: Economic Impacts and Policy Changes », organisé par la Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 26-28 août.
- Higgins, M., et T. Klitgaard (2004). « Reserve Accumulation: Implications for Global Capital Flows and Financial Markets », *Current Issues in Economics and Finance*, Federal Reserve Bank of New York, vol. 10, n° 10 (septembre-octobre).
- Hooper, P., K. Johnson et J. Marquez (2000). *Trade Elasticities for the G-7 Countries*, « Princeton Studies in International Economics », n° 87 (août).
- McKinnon, R. (2003). *The World Dollar Standard and Globalization, New Rules for the Game*, Stanford University (août).
- McKinnon, R., et G. Schnabl (2004). « The Return to Soft-Dollar Pegging in East Asia: Mitigating Conflicted Virtue », *International Finance*, vol. 7, n° 2, p. 169-201.
- Mann, C. (2004). « Managing Exchange Rates: Achievement of Global Re-balancing or Evidence of Global Co-dependency? », *Business Economics*, vol. 39, n° 3 (juillet), p. 20-29.
- Murray, J. (2000). « Why Canada Needs a Flexible Exchange Rate », *North American Journal of Economics and Finance*, vol. 11, n° 1, p. 41-60.
- Obstfeld, M., et K. Rogoff (2000). « Perspectives on OECD Economic Integration: Implications for U.S. Current Account Adjustment ». In : *Global Economic Integration: Opportunities and Challenges*, Federal Reserve Bank of Kansas City, p. 169-208.
- (2004). « The Unsustainable U.S. Current Account Position Revisited », document de travail n° 10869, National Bureau of Economic Research.
- Roach, S. (2004). « Collision Course », Morgan Stanley Economic Forum, 27 septembre. Document accessible à l'adresse <http://www.morganstanley.com/GEFdata/digests/20040927-mon.html>
- Roubini, N., et B. Setser (2004). « The U.S. as a Net Debtor: The Sustainability of the U.S. External Imbalances », Stern School of Business, New York University. Document accessible à l'adresse <http://www.stern.nyu.edu/globalmacro/>.
- Summers, L. (2004a). « The United States and the Global Adjustment Process », discours prononcé à Washington devant l'Institute for International Economics à l'occasion de la troisième Conférence Stavros S. Niarchos, 23 mars.
- (2004b). « The U.S. Current Account Deficit and the Global Economy », conférence donnée sous les auspices de la fondation Per Jacobsson (octobre). Document accessible à l'adresse <http://www.perjacobsson.org/2004/100304.pdf>.
- Urquhart, M. (1986). *Gross National Product, Canada 1870-1926: The Derivation of the Estimates*, base de données du FMI, Statistique Canada.
- United States Department of the Treasury, Federal Reserve Bank of New York et Board of Governors of the Federal Reserve System (2003). *Report on U.S. Holdings of Foreign Securities as of December 31, 2001* (mai).
- (2004). *Treasury International Capital (TIC) System* (en ligne). Internet : <http://www.treas.gov/tic/index.html>.