

Le système monétaire international : évaluation et pistes de réforme

Eric Santor, département des Analyses de l'économie internationale, et Lawrence Schembri, conseiller

- *Le système monétaire international est constitué des politiques et mécanismes officiels relatifs à la balance des paiements internationaux, en particulier les régimes de change.*
- *Le système actuel doit être repensé. Il n'a pas favorisé l'ajustement rapide et symétrique des taux de change réels qui s'imposait pour soutenir l'intégration de la Chine et des autres marchés émergents à l'économie mondiale. L'absence d'un tel ajustement a contribué à la crise financière et à la récession qui ont frappé l'économie de la planète et, parce qu'elle fait obstacle au rééquilibrage requis de la demande dans le monde, elle freine la reprise à l'échelle internationale.*
- *Pour faire en sorte que la croissance mondiale soit forte, durable et équilibrée, les pays membres du G20 devraient promouvoir de façon concertée la transition vers un système dans lequel toutes les économies et zones monétaires d'importance systémique auraient des taux de change flottants fondés sur le jeu du marché et appuyés par des cadres cohérents en matière de politique macro-économique et de réglementation financière.*

Le système monétaire international actuel a été qualifié de « non-système » ou de « système hybride » en raison de l'assortiment hétéroclite de politiques de change appliquées par les économies d'importance systémique. Dans la pratique, ce système a été incapable de s'ajuster adéquatement aux chocs d'envergure, comme l'intégration de la Chine à l'économie mondiale, de sorte qu'il n'a pu empêcher la création de déséquilibres substantiels et intenable au titre des balances courantes. De fait, bien des observateurs imputent en partie la crise financière de 2007-2009 et la lenteur du rétablissement présent de l'économie mondiale à l'instabilité intrinsèque du système monétaire international, notamment à l'absence de corrections rapides et symétriques des cours réels des monnaies en réaction à ces déséquilibres¹. Les autorités de nombreuses économies de marché émergentes, en particulier, sont intervenues pour limiter les flux de capitaux et les fluctuations du cours de la monnaie nationale, ce qui a eu pour effet de contrer le nécessaire rééquilibrage de la demande mondiale.

Ces déficiences ne sont pas passées inaperçues : le Groupe des 20 (G20) a reconnu qu'une réforme du système monétaire international était impérative (G20, 2010). De nombreuses propositions ont été formulées pour régler le problème actuel des déséquilibres généralisés de flux et de stocks; parmi elles, mentionnons un élargissement du rôle des droits de tirage spéciaux (Williamson, 2009) et la promotion d'autres devises en remplacement du dollar américain comme monnaie de réserve (Zhou, 2009). Mais de telles solutions constituent davantage des mécanismes d'adaptation qui préservent le statu quo que des remèdes actifs aux défauts inhérents au système (Carney, 2009). D'autres suggestions plus vastes, comme l'adoption d'une monnaie de

¹ Voir Fischer (2009), Carney (2009), Rajan (2010), Obstfeld et Rogoff (2009) et Banque de France (2011).

réserve internationale unique pour laquelle le Fonds monétaire international (FMI) ferait office de prêteur de dernier ressort, sont manifestement peu réalistes. Il manque au débat en cours une vision articulée de ce qu'est un système monétaire international efficace et résilient, qui sert au mieux les intérêts des pays, individuellement et collectivement. En sont également exclues les stratégies qui permettraient la transition de la difficile situation dans laquelle nous nous trouvons vers le système imaginé.

Notre article débute par une évaluation du système monétaire international actuel, qui met en lumière les forces de ce dernier, mais également ses faiblesses persistantes. Nous proposons ensuite un axe pour la réforme de ce système, suivant lequel toutes les économies et zones monétaires d'importance systémique adopteraient des taux de change flottants convertibles déterminés par les marchés et soutenus par des politiques monétaires, budgétaires et de réglementation financière adéquates^{2, 3}. Nous examinons aussi le rôle que peuvent jouer les pays membres du G20 et les grandes institutions financières internationales pour faciliter la mise en place d'un tel environnement.

Un système monétaire international dans lequel les taux de change flottants prédomineraient jouirait d'une stabilité et d'une résistance nettement accrues, car il favoriserait des ajustements aux chocs plus opportuns et symétriques, donc plus efficaces, prévenant ainsi l'apparition de déséquilibres extérieurs tenaces et l'accumulation de réserves considérables⁴. Un tel changement concourrait à l'avènement d'un système monétaire international fondé sur le marché et décentralisé, qui serait mieux en mesure de composer avec l'économie mondiale multipolaire en pleine émergence.

2 La politique budgétaire doit être soutenable sur une longue durée et donc compatible avec les politiques monétaire et de change. En effet, la cohérence globale des cadres de conduite à moyen terme des politiques monétaire, budgétaire et financière et du régime de change est indispensable au maintien de la stabilité intérieure et extérieure.

3 Dans ce nouveau système, les petites économies, pour qui les coûts des transactions commerciales et financières avec l'extérieur excéderaient les avantages d'une politique monétaire indépendante, auraient un taux de change fixe en permanence, dans le cadre d'un régime à parité fixe rigide ou d'une union monétaire.

4 Il existe des exemples où des déficits importants et persistants des comptes courants ont été alimentés par les forces du marché et ont eu un effet positif sur le bien-être. Ce fut le cas entre autres des flux considérables d'investissements directs étrangers dirigés vers le secteur des ressources naturelles de l'Australie et celui des infrastructures au Canada à la fin du XIX^e siècle. Il convient de signaler, toutefois, que ces déséquilibres se sont accompagnés d'appréciations notables du taux de change réel des monnaies de ces pays.

Description du système monétaire international

Le système monétaire international est le fruit d'un ensemble de politiques et mécanismes officiels concernant la balance des paiements internationaux (Carney, 2009; Lipsky, 2010), plus précisément : 1) les taux de change; 2) les paiements courants et les flux de capitaux; et 3) les réserves internationales. Il est également constitué d'une panoplie d'institutions, de règlements, de normes et de conventions qui régissent son fonctionnement.

Taux de change

Le système monétaire international a été qualifié de système hybride, ou encore de non-système, parce que les pays d'importance systémique n'ont en commun ni leur régime de change ni leur point d'ancrage nominal. Les deux tiers environ des 40 principaux pays de la planète (sur la foi du PIB fondé sur le marché) sont dotés de taux de change flottants, alors que le tiers restant a un régime de changes dirigés ou fixes; en gros, ces deux groupes de pays pèsent respectivement les trois quarts et le quart du PIB mondial. Jusqu'à ces dernières années, le nombre de nations ayant une monnaie flottante était en hausse, tendance qui s'est interrompue, sinon inversée, récemment.

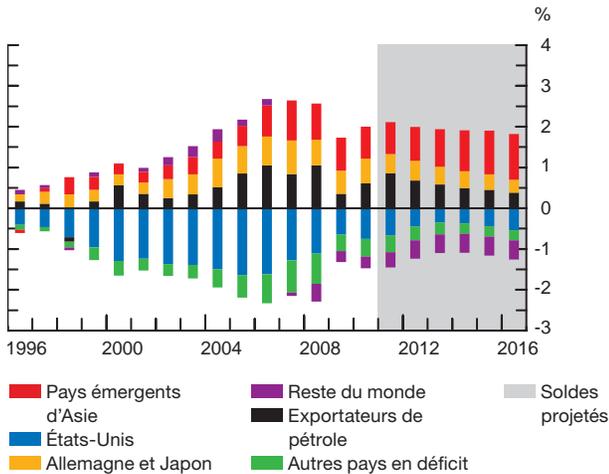
Paiements courants et flux de capitaux

Dans la majorité des pays avancés, la monnaie est convertible et le compte de capital est ouvert. Du côté des économies émergentes, les pratiques diffèrent, mais avant la crise de 2007-2009, la tendance y était à la suppression des contrôles et à la libéralisation des paiements courants et des flux de capitaux.

Depuis 2000, les mécanismes en place ont contribué à la création d'importants et persistants excédents et déficits des balances courantes, en proportion tant du PIB mondial que du PIB national (**Graphique 1**). Par exemple, aux États-Unis, le déficit courant a atteint presque 6 % du PIB en 2006 — un sommet —, alors que l'excédent de la balance chinoise a culminé à 10,1 % du PIB en 2007. La crise financière a certes entraîné une atténuation de ces déséquilibres, mais cette embellie tient aussi en grande partie au retournement cyclique de l'activité dans les pays avancés, lequel a bridé la demande de biens et services importés. On peut donc s'attendre à ce que les déséquilibres entre les balances courantes persistent au cours des prochaines années, à mesure que l'économie des pays avancés se

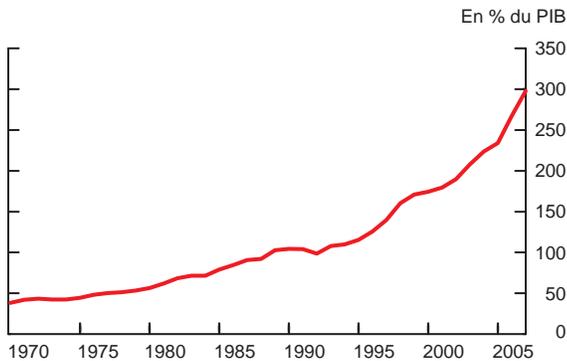
Graphique 1 : Déséquilibres mondiaux

Solde de la balance courante en pourcentage du PIB mondial



Sources : Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale américaine et estimations du FMI

Graphique 2 : Encours total brut des actifs et passifs extérieurs des pays du G20

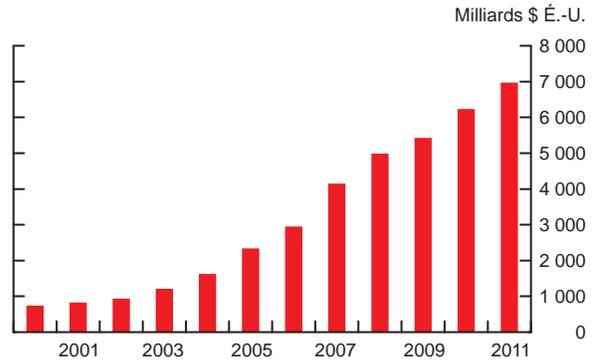


Nota : Les montants relatifs à l'Arabie saoudite sont exclus du calcul.
Sources : *Statistiques financières internationales* du FMI, Lane et Milesi-Ferretti (2007) et calculs des auteurs

Dernière observation : 2007

raffermira. Mais plus frappant encore est la vive progression des flux de capitaux et du montant brut des actifs et passifs extérieurs. L'encours brut de ces derniers est en effet passé de 40 % du PIB en 1970 à près de 300 % en 2007 dans les pays du G20 (**Graphique 2**). En outre, les variations qu'il a enregistrées ont été de loin supérieures à celles des balances courantes. Cette montée spectaculaire des flux bruts, qui est attribuable au mouvement de mondialisation financière, est l'un des principaux changements structurels qu'a connus le système monétaire international ces dernières années. Ce resserrement des liens financiers entre pays a concouru à la propagation de la crise financière et amplifié ses effets.

Graphique 3 : Réserves internationales des économies émergentes et en développement



Source : FMI, *Statistiques financières internationales*

Dernière observation : juin 2011

Réserves internationales

Après l'effondrement du système de Bretton Woods, de nombreuses économies avancées ayant une monnaie flottante ont réduit le niveau des réserves qu'elles détenaient par rapport à leur PIB. Un trait marquant du système monétaire international des dix dernières années est, à l'opposé, la vive accumulation d'avoirs de réserve dans les marchés émergents conjuguée à l'accentuation des déséquilibres des comptes courants. Les réserves internationales, qui se chiffraient à moins de 1 milliard de dollars É.-U. en 2000, totalisent près de 7 milliards maintenant (**Graphique 3**), dont la majeure partie est investie en titres de dette de l'État américain. Selon la plupart des mesures, ce niveau dépasse largement celui que dictent des motifs de précaution. Ainsi les réserves ont bondi en proportion du PIB dans les économies du BRIC (Brésil, Russie, Inde et Chine) (**Graphique 4**). La taille et la persistance des déséquilibres des balances courantes et l'accumulation résultante de réserves colossales sont la conséquence directe de l'absence d'ajustements opportuns et symétriques des taux de change réels au sein du système monétaire international.

Institutions

La surveillance du système monétaire international relève d'un ensemble complexe et évolutif d'institutions qui visent à mettre en œuvre un large éventail de règles, normes et ententes ressortissant aux politiques macroéconomiques et à la réglementation financière, et à encourager la conformité à ces

dispositions (**Figure 1**)⁵. L'objectif premier de cette superstructure est de préserver la stabilité financière et monétaire dans le monde. Les principales institutions chargées de superviser et de surveiller le système — le FMI, la Banque des Règlements Internationaux (BRI), le Conseil de stabilité financière (CSF) et le G20 — avaient cerné déjà bon nombre des risques qui se sont matérialisés pendant la crise de 2007-2009. Cependant, elles avaient mal évalué l'ampleur véritable de ces risques et les

conséquences qu'ils auraient s'ils se concrétisaient, ou n'avaient pas su trouver les appuis politiques requis pour infléchir les politiques des pays membres et favoriser l'ajustement nécessité par les déséquilibres extérieurs. Elles ont par conséquent été impuissantes face à l'accumulation des vulnérabilités macroéconomiques et financières qui ont alimenté la crise⁶.

Examen du système : quelques forces, mais de nombreuses faiblesses

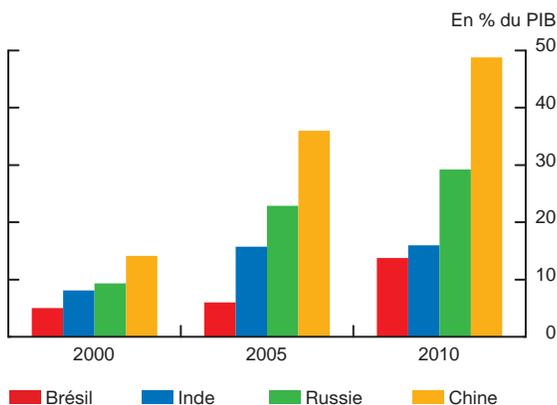
Forces

Le système monétaire international en place a favorisé l'expansion phénoménale de l'activité économique, des échanges commerciaux et de l'intégration financière à l'échelle de la planète : depuis 1970, le PIB mondial a crû annuellement de plus de 3 % en moyenne; le commerce entre pays, de près de 6 %; et le montant brut des actifs et passifs extérieurs, de plus de 9 %. Surtout, cette poussée est allée de pair avec l'intégration de la Chine et de l'Inde — qui comptent près du tiers de la population du globe — à l'économie mondiale. Entre 1980 et 2010, l'économie chinoise est passée du douzième au deuxième rang en importance et sa taille a été multipliée par plus de douze. La mondialisation, en particulier le commerce international et les investissements directs étrangers, a permis à la Chine non seulement de bénéficier d'un accès aux marchés, de transferts de technologies et d'une spécialisation accrue, mais aussi de tirer parti de l'avantage comparatif qu'elle possède dans la fabrication de produits à forte intensité de main-d'œuvre. Malgré les crises bancaires, de dette souveraine et de change que le système monétaire international a dû affronter depuis l'abandon des accords de Bretton Woods, il est généralement bien parvenu à appuyer la croissance des échanges commerciaux et des flux de capitaux.

Faiblesses

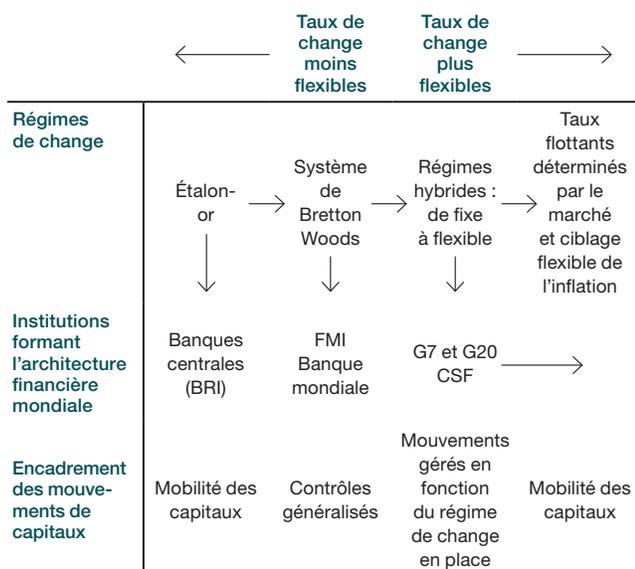
En théorie, le fait que les pays n'adoptent pas tous le même point d'ancrage nominal pour la conduite de leur politique monétaire (certains optant pour la stabilité des prix, d'autres pour celle des taux de change) ne constitue pas nécessairement une menace à la stabilité du système monétaire

Graphique 4 : Réserves internationales des économies du BRIC



Source : FMI, *Statistiques financières internationales*

Figure 1 : Tableau récapitulatif de l'évolution du système monétaire international



⁵ L'adoption d'un régime de change donné est une décision qui appartient à chaque pays. Le FMI et les autres institutions ne peuvent que surveiller les politiques appliquées par les pays et leur fournir à ce sujet des avis non contraignants.

⁶ Le Bureau indépendant d'évaluation du FMI (2011) énumère plusieurs des failles relevées dans les activités de surveillance du Fonds durant la période qui a précédé la crise.

international, pourvu que les taux de change réels puissent s'ajuster en réaction aux chocs comme les marchés le commandent, au moyen de variations des taux de change nominaux ou de modifications des salaires et des prix intérieurs. Sans un engagement des pays en ce sens, le système actuel se heurte à deux asymétries fondamentales et endémiques.

Les pays en excédent dont le taux de change est fixe peuvent bloquer le mécanisme d'ajustement habituel par la stérilisation.

En premier lieu, il n'existe aucun mécanisme efficace par lequel les pressions du marché peuvent, à point nommé, obliger les pays dotés de régimes de changes dirigés ou fixes et dont la balance des paiements est excédentaire à tolérer les corrections rééquilibrantes de leur taux de change réel. En particulier, ceux de ces pays dont le taux de change est fixe peuvent bloquer le mécanisme d'ajustement habituel en stérilisant les effets de l'excédent en question sur la masse monétaire. Pour ce faire, la banque centrale procède à la vente de titres d'État ou à l'émission d'obligations auprès du secteur privé (ou du secteur bancaire s'il est la propriété de l'État ou contrôlé par lui). En règle générale, les interventions de ce genre sont menées dans un contexte où les mouvements de capitaux sont restreints, ce qui a essentiellement pour effet d'empêcher les entreprises de contrer les opérations de stérilisation sur les marchés des changes⁷.

Deuxièmement, il est très difficile d'induire une dépréciation unilatérale du taux de change réel d'une monnaie dont la parité est fixe, et ce, parce que les prix et les salaires intérieurs sont habituellement moins flexibles à la baisse qu'à la hausse. Une telle dépréciation se fait donc au prix d'importants et douloureux écarts de production et d'emploi, comme en témoigne ce qui s'est produit en Grèce et en Espagne dans la foulée de la crise financière.

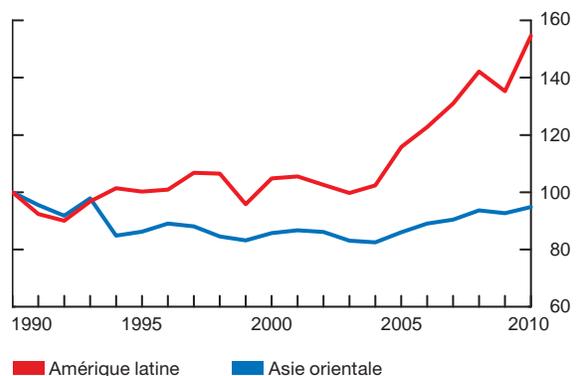
Ces deux écueils sont la cause d'une des grandes faiblesses du système monétaire international, à savoir son incapacité à générer des ajustements

⁷ Dans le même esprit, le niveau des réserves que les banques sont obligées de détenir peut être relevé pour permettre d'absorber l'excédent de liquidités résultant des interventions sur les marchés des changes. Ainsi la Chine a porté le coefficient de réserve obligatoire de 17 à 21,5 % au cours de la dernière année.

symétriques. Simplement dit, comme les pays en excédent peuvent faire obstacle à l'ajustement requis bien plus longtemps que les pays en déficit, ces derniers doivent souvent supporter de manière démesurée le poids de cet ajustement, qui peut alors être fort pénible. Lorsque l'absence d'ajustements symétriques est généralisée, elle risque de provoquer une insuffisance de la demande à l'échelle internationale.

La part croissante du PIB mondial détenue par les pays qui sont dotés de régimes de changes dirigés ou fixes et de contrôles des capitaux et qui accumulent des réserves qu'ils stérilisent constitue une menace sans précédent pour la stabilité du système monétaire international et de l'économie mondiale. De fait, le panier qui sert au calcul du taux de change effectif réel du dollar É.-U. se compose à hauteur de plus de 50 % de monnaies dont les pays émetteurs entravent activement l'ajustement. On peut évaluer l'incidence des interventions de ces pays sur le cours réel de leur monnaie en comparant l'évolution des taux de change effectifs réels des économies émergentes d'Asie orientale — où de telles politiques sont largement appliquées — à celle des marchés émergents d'Amérique latine, qui ont pour la plupart adopté des régimes de changes flottants, des comptes de capital ouverts et des cibles d'inflation. On constate ainsi que les pays du dernier groupe ont vu leurs taux de change réels augmenter sensiblement, comme le prévoit l'hypothèse de Balassa et Samuelson, tandis que ceux des économies émergentes d'Asie de l'Est n'ont guère varié (**Graphique 5**). Lorsque des pays empêchent leur taux de change de s'ajuster, la

Graphique 5 : Taux de change effectifs réels
Base 100 de l'indice : 1990

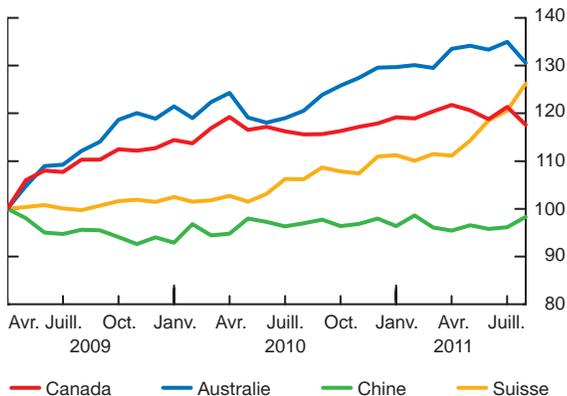


Sources : JPMorgan, *Perspectives économiques mondiales* du FMI et calculs des auteurs

Dernière observation : 2010

Graphique 6 : Report de la correction des taux de change effectifs réels sur d'autres pays

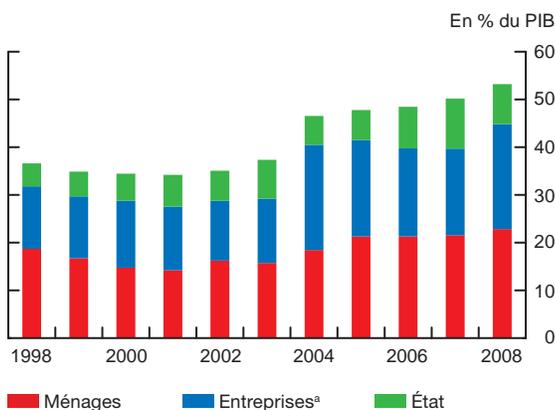
Base 100 de l'indice : avril 2009



Source : BRI

Dernière observation : août 2011

Graphique 7 : Répartition de l'épargne excédentaire chinoise



a. Sociétés financières et non financières

Source : Bureau national chinois de la statistique

Dernière observation : 2008

correction requise peut être reportée sur les pays dont la monnaie flotte et où le compte de capital est ouvert (**Graphique 6**)⁸.

Cette absence d'ajustement symétrique est à l'origine des profonds et persistants déséquilibres des balances commerciales et courantes observés, ainsi que de l'inégalité de la croissance économique. Par exemple, la Chine, de même que les autres économies émergentes qui lui font concurrence sur les marchés tiers, a cherché à bloquer l'ajustement du taux de change effectif réel de sa monnaie commandé par les excédents de ses balances courantes

⁸ Le report de l'ajustement illustré au Graphique 6 n'est pas la seule cause de l'appréciation des monnaies canadienne, australienne et suisse, mais il y a assurément contribué.

et des paiements. La Chine a résisté aux pressions internationales croissantes en faveur d'un assouplissement de son régime de changes fortement dirigés, grâce auquel sa monnaie peut rester sous-évaluée et favoriser une progression de l'emploi et de la production intérieure tirée par les exportations. Ce pays et les autres se trouvant dans des situations similaires entravent les corrections de leurs taux de change réels en accumulant des réserves et en neutralisant les effets que cette accumulation a sur l'offre intérieure de monnaie. En Chine, les banques étant forcées d'acquiescer les obligations émises par la banque centrale à des fins de stérilisation, la répression financière et la désintermédiation qui en résultent empêchent une intermédiation efficace, ce qui conduit de nombreux Chinois, en particulier ceux qui possèdent de petites et moyennes entreprises, à accroître leur épargne afin de financer eux-mêmes leurs investissements (**Graphique 7**).

Les déséquilibres structurels que nous venons d'évoquer ont contribué à la genèse de la crise financière en canalisant l'épargne mondiale excédentaire vers les marchés de capitaux des États-Unis et en mettant au jour les déficiences du système financier de ce pays aux chapitres de la réglementation et de la surveillance. Ce mouvement a déclenché une quête de rendement et généré des pressions indues sur l'offre de titres bien notés (Bernanke, 2011), notamment en encourageant l'exploitation des failles du cadre réglementaire et un recours déstabilisant à l'arbitrage réglementaire pour contourner les règles applicables à divers territoires ou pays (Rajan, 2010; Obstfeld et Rogoff, 2009).

Étant donné que les taux de change réels sont demeurés sensiblement inchangés, les déséquilibres de flux sont en train de refaire surface. Ces déséquilibres débouchent fatalement sur une aggravation des déséquilibres de stocks. Les réserves des économies émergentes, qui sont considérables, sont quant à elles investies massivement dans des actifs libellés en dollars américains. Elles constituent, à cause de leur ampleur et de leur manque de diversification, une importante source de vulnérabilité au sein de l'économie mondiale. Les titulaires de ces réserves pourraient subir de lourdes pertes en capital si le billet vert venait à se déprécier⁹.

⁹ De plus, les immenses réserves accumulées engendrent une version contemporaine du dilemme de Triffin : les pays acquièrent de plus en plus d'actifs dont la qualité ne cesse de diminuer, réduisant ainsi leurs chances d'être entièrement remboursés. Ce faisant, ils augmentent aussi les risques d'une appréciation future de leur monnaie, ce qui occasionnerait des pertes dans leurs portefeuilles d'actifs en devises. On trouvera un examen plus détaillé de cette question dans Gourinchas, Rey et Truempler (2011).

La résorption des déséquilibres de flux et de stocks qui menacent de déstabiliser l'économie mondiale passe par une réforme du système monétaire international. Dans la section qui suit, nous décrivons le système que nous entrevoyons pour l'avenir et plaidons pour son adoption.

Réforme du système monétaire international

Compte tenu de la persistance des déséquilibres, des tensions sur les marchés des changes et des vulnérabilités observées, le système monétaire international doit absolument être repensé pour permettre des ajustements plus symétriques et plus rapides des taux de change, tout particulièrement parmi les pays d'importance systémique. De tels ajustements faciliteraient le rééquilibrage des flux du commerce extérieur et des flux de capitaux, et préviendraient la résurgence de déséquilibres extérieurs profonds.

Les différentes configurations empruntées par le système monétaire international au cours des 140 dernières années n'ont pas abouti à un système capable de surmonter, à long terme, les chocs d'envergure. La **Figure 1** illustre l'évolution de ce système depuis 1870, c'est-à-dire depuis l'étalon-or et l'étalon de change-or, en passant par les accords de Bretton Woods (régime de parités fixes mais ajustables dans lequel le dollar américain servait de monnaie de réserve internationale) et jusqu'à sa forme « hybride » actuelle. Le système monétaire international n'est pas statique : sa configuration présente correspond à un point d'évolution donné sur un continuum de transformations possibles.

Il ressort de l'ensemble de ces diverses configurations que les régimes de changes fixes n'ont jamais su résister aux grands chocs. Étant donné, comme nous l'avons signalé déjà, que les pays en excédent peuvent se soustraire beaucoup plus facilement à un ajustement des taux de change que les pays en déficit, ceux-ci doivent bien souvent supporter une part disproportionnée de la correction. Par ailleurs — et le passé en témoigne —, le système monétaire international ne peut fonctionner que lorsque les pays d'importance systémique se dotent de politiques qui s'accordent avec lui. Par exemple, l'étalon de change-or aurait dû en principe donner lieu à des ajustements symétriques. Or, dans les années 1920, la France et les États-Unis, deux pays excédentaires, ont entravé l'ajustement en stérilisant leurs inter-

ventions (plongeant le Royaume-Uni, principal pays déficitaire, dans une situation de déflation). Les ajustements symétriques attendus ne se sont pas produits non plus dans les années 1960, pendant l'ère Bretton Woods, ni au cours de la décennie qui vient de s'écouler. La principale leçon à tirer du passé est la suivante : ce n'est pas le choix de l'actif de réserve qui importe, mais plutôt la volonté des pays d'appliquer des politiques permettant les corrections des taux de change réels.

Il convient donc de privilégier une nouvelle approche qui :

- favorise des ajustements rapides et symétriques aux chocs;
- empêche l'apparition de déséquilibres extérieurs profonds et de crises;
- assure un niveau suffisant de liquidité sur les marchés mondiaux;
- sauvegarde la confiance à l'égard du système.

Les deux derniers éléments sont essentiels à la stabilité économique mondiale, compte tenu de la mondialisation financière croissante. Le système monétaire international doit également être soutenu par un ensemble adéquat d'institutions internationales — les composantes de l'architecture financière mondiale — œuvrant à la concrétisation des attributs susmentionnés.

Pour que puisse être mis en place un système monétaire international dans lequel l'ajustement symétrique et opportun serait fondé sur le jeu du marché, et donc inhérent au système, il faudrait que tous les pays et toutes les zones monétaires d'importance systémique adoptent un régime de changes flottants ainsi qu'un cadre de conduite de la politique monétaire qui soit compatible avec l'objectif de stabilité des prix — laquelle se définit généralement comme une inflation faible, stable et prévisible. Un tel cadre doit lui-même reposer sur une politique budgétaire qui garantisse la viabilité des finances publiques et préserve ainsi la capacité de la banque centrale de réaliser la stabilité des prix et sur une réglementation financière qui favorise la stabilité du système financier grâce à des institutions et des marchés résilients, et ce, afin que l'intermédiation de l'épargne soit efficace, et la transmission de la politique monétaire, efficace.

Les données relatives à différents pays révèlent qu'un taux de change flottant déterminé par le marché s'ajuste rapidement en réponse aux chocs

économiques, et qu'il joue par conséquent le rôle d'« amortisseur », en ce sens qu'il atténue l'impact du choc sur l'activité économique réelle et sur le bien-être¹⁰. Il importe de souligner que cet ajustement est symétrique : il se produit aussi bien lorsque le choc est négatif que positif, qu'il touche le marché des actifs ou celui des biens. Un régime de changes flottants augmente donc la résilience de l'économie intérieure face aux chocs externes et internes.

Un taux de change flexible ne constitue toutefois pas lui-même un remède universel. De fait, ce qui s'est produit durant la période qui a immédiatement suivi l'effondrement du système de Bretton Woods montre clairement qu'un tel taux est potentiellement instable et sujet à des surs réactions en l'absence, dans l'économie intérieure, d'un point d'ancrage nominal des anticipations d'inflation soutenu par des cadres cohérents en matière de politique macroéconomique et de réglementation financière¹¹.

*Un taux de change flexible
ne constitue pas lui-même
un remède universel.*

Les autorités publiques ont fini par reconnaître, quoique vingt ans après l'abandon de Bretton Woods, qu'un régime de changes flottants ne peut donner de bons résultats que si les banques centrales ont pour mandat d'assurer la stabilité des prix et que les autorités budgétaires accordent à ces dernières l'indépendance d'action nécessaire pour poursuivre cet objectif. Depuis, on observe dans les économies occidentales une atténuation, par rapport aux années 1970 et 1980, de l'instabilité des taux de change et des désalignements entre les monnaies, lesquels étaient fort marqués à cette époque.

Après l'adoption de cibles d'inflation officielles par la Nouvelle-Zélande et le Canada, en 1990 et en 1991 respectivement, ce type de cadre de conduite de la politique monétaire a reçu l'aval d'un nombre croissant de pays, dont le Royaume-Uni, la Suède, la Norvège, ainsi que l'Afrique du Sud, Israël, la République tchèque et la plupart des pays de

l'Amérique latine¹². De fait, la popularité des cadres reposant sur un régime de changes flottants et assortis d'un mandat de stabilité des prix a marqué le début de l'ère de la « grande modération », marquée par des taux de change flottants absorbant les chocs, d'une part, et des attentes d'inflation solidement arrimées, d'autre part, qui ont été à la base de la tenue vigoureuse de l'activité économique dans beaucoup de pays où ces cadres ont été appliqués.

Rose (2007) et Mihov et Rose (2008) obtiennent trois résultats importants au sujet du système monétaire international que nous prônons, à savoir un système s'appuyant sur un cadre de conduite de la politique monétaire axé sur une cible d'inflation officielle et un régime de changes flottants. Premièrement, les auteurs constatent qu'un cadre de cette nature réduit l'instabilité des taux de change du fait qu'il fournit un point d'ancrage crédible pour les attentes d'inflation. Deuxièmement, ils soulignent que les pays qui ont opté pour un tel environnement subissent moins d'« arrêts brutaux », voire d'inversions, des mouvements de capitaux, ce qui est particulièrement intéressant pour les économies émergentes. Un taux de change flottant s'ajuste de manière à atténuer l'instabilité des flux de capitaux : il s'apprécie lorsque les entrées nettes de fonds sont positives et, à l'opposé, il se déprécie lorsque que celles-ci sont négatives. Le risque qu'il présente pour les emprunteurs nationaux et pour les investisseurs étrangers est aussi bien à la hausse qu'à la baisse, ce qui atténue l'aléa moral. Contrairement aux parités fixes, il n'offre aucune garantie, explicite ou implicite, quant à la stabilité de taux. Les parties au contrat doivent donc assumer elles-mêmes le risque de change, ce qui les incite à gérer prudemment leur exposition à ce risque ou à se protéger contre lui au moyen d'opérations de couverture. Voilà qui stimule l'essor des mécanismes de couverture et élimine la nécessité de restreindre les mouvements de capitaux. Troisièmement, les auteurs relèvent la longévité sans précédent des cadres de conduite de la politique monétaire fondés sur des cibles d'inflation officielles : ceux-ci sont utilisés depuis près de vingt ans, et aucun des pays qui les ont adoptés n'a jusqu'ici rebroussé chemin.

Les crises de change qui ont éclaté en Europe, au Mexique, en Russie et en Asie de l'Est dans les années 1990 ont accéléré la mise en place de tels cadres. Elles ont fait ressortir à quel point il est

¹⁰ On trouvera une analyse récente de l'expérience canadienne dans Murray, Schembri et St-Amant (2003). Broda (2004) se penche sur le cas de certains pays en développement.

¹¹ Le cas le plus flagrant s'est produit sous l'ère Reagan-Volcker, entre le début et le milieu des années 1980, lorsque le dollar américain s'est apprécié de près de 40 % en termes effectifs réels, pour ensuite subir une dépréciation d'un montant presque identique en valeur absolue.

¹² En outre, bien que certains pays ou régions comme les États-Unis, le Japon et la zone euro n'aient pas de cible d'inflation précise, leur banque centrale est autonome et poursuit un objectif de stabilité des prix.

difficile de maintenir des régimes de changes fixes en l'absence de contrôles généralisés des capitaux. Ces systèmes, dits d'« arrimage souple », se sont révélés vulnérables aux attaques à sens unique, les spéculateurs sachant fort bien que les politiciens ne sacrifieraient pas les objectifs économiques intérieurs pour préserver la parité fixe de la monnaie.

De cette mauvaise expérience des régimes de changes fixes mais ajustables et de l'expérience au contraire positive liée aux régimes de changes flottants est née une vision à deux pôles (Obstfeld et Rogoff, 1995; Fischer, 2001), selon laquelle les pays ont deux choix en matière de taux de change : adopter un régime strict de changes fixes (comme les pays d'Europe, qui ont créé une monnaie commune, l'Équateur ou la Bosnie, qui ont arrimé leur monnaie à une devise étrangère telle que le dollar ou l'euro, ou la Bulgarie, qui s'est dotée d'une caisse d'émission) ou opter pour un régime de changes flottants reposant sur une politique monétaire axée sur la stabilité des prix¹³.

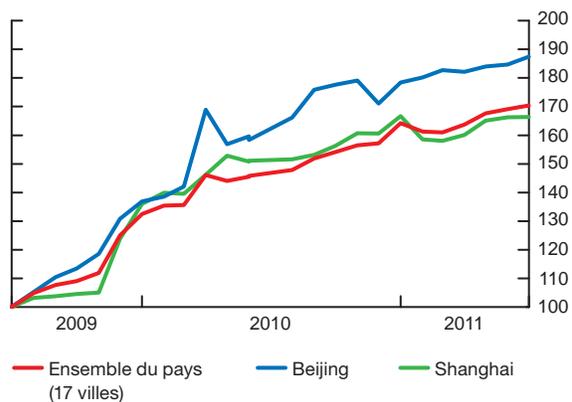
Bien qu'elle propose une image cohérente du système monétaire international, la vision à deux pôles ne tient aucunement compte des aspects liés à la transition, particulièrement en ce qui concerne le développement des marchés financiers. De nombreux pays n'étaient pas prêts à y adhérer immédiatement. En outre, le manque d'articulation de cette vision et de consensus au sujet de l'évolution des cadres de conduite des politiques s'est érigé en obstacle majeur. Qui plus est, face à l'instabilité qu'affichait le système monétaire international, de nombreuses économies émergentes se sont senties contraintes de maintenir le statu quo. Pourtant, un régime de changes plus flexibles, déterminés par le marché, pourrait contribuer à atténuer les distorsions créées par les régimes fortement dirigés, où la monnaie est sous-évaluée¹⁴. Plus particulièrement, un pays qui laisserait sa monnaie s'apprécier graduellement verrait son pouvoir d'achat augmenter, ce qui stimulerait la consommation intérieure et accroîtrait les importations, dont le prix relatif baisserait. La crainte qu'une telle stratégie ait un effet négatif important sur la compétitivité des exportations est souvent exagérée puisque la hausse du pouvoir d'achat modérerait les demandes salariales. Par

¹³ S'il y a mobilité des capitaux, un régime de changes solidement arrimés dicte dans les faits l'orientation de la politique monétaire intérieure, étant donné que, dans ce cas, celle-ci aura essentiellement pour objectif de veiller à ce que les taux de change restent fixes.

¹⁴ Selon le premier ministre de la Chine Wen Jiabao, [traduction] « le développement économique de la Chine manque d'équilibre, de coordination et de durabilité » (Wen, 2010).

Graphique 8 : Prix des logements en Chine

Base 100 de l'indice : juillet 2009



Sources : Soufun, Banque du Canada et calculs des auteurs

Dernière observation : juin 2011

ailleurs, les prix et les salaires intérieurs s'ajusteraient de manière à atténuer l'incidence d'une appréciation de la monnaie. Enfin, une plus grande flexibilité du taux de change augmenterait l'indépendance de la politique monétaire, de sorte que les autorités seraient mieux en mesure de maîtriser l'inflation montante sans devoir modifier les coefficients de réserve ou recourir à d'autres types de mesures d'encadrement du crédit, généralement moins efficaces. Lorsque le taux de change nominal est rigide, l'ajustement du taux de change réel a tendance à s'opérer par la voie d'une hausse des prix et d'une intensification des pressions inflationnistes, les forces du marché finissant par s'imposer (comme c'est le cas en Chine actuellement). La hausse de l'inflation pourrait toutefois menacer la stabilité financière, puisque les prix des actifs grimperaient aussi. Par exemple, le prix des logements a bondi de plus de 60 % en Chine depuis le mois de juillet 2009 (**Graphique 8**).

Une flexibilité accrue de leur taux de change réduirait également la nécessité, pour certains pays, d'accumuler des réserves à un rythme soutenu et d'effectuer des opérations de stérilisation. Les banques de ces pays pourraient donc utiliser leurs dépôts différemment : au lieu d'acquiescer des obligations émises à des fins de stérilisation, elles pourraient octroyer des prêts aux ménages et aux entreprises, lesquels n'auraient plus à miser autant sur l'épargne excédentaire pour se financer. Des taux de change plus flexibles stimuleraient aussi la création de marchés financiers, d'abord d'un marché d'instruments destinés à la couverture des risques, puis d'un marché monétaire ou de titres d'État à court terme

qui servirait d'appui à un éventail élargi d'activités financières. Ce marché permettrait éventuellement à la banque centrale de formuler sa politique monétaire en fonction d'un taux d'intérêt à court terme — qui agirait beaucoup plus efficacement sur les conditions monétaires que ne le font les instruments d'assouplissement quantitatif ou les contrôles utilisés actuellement, notamment le coefficient de réserve.

Les mesures de contrôle des mouvements de capitaux pourraient être assouplies au fur et à mesure que les marchés et les activités bancaires prendraient leur essor, mais, là encore, un régime de changes flottants contribuerait à stabiliser les mouvements de capitaux, puisque le cours de la monnaie s'apprécierait lorsque le solde de la balance des capitaux serait positive, et, inversement, se déprécierait lorsque ce solde est négatif, atténuant ainsi les facteurs à l'origine des mouvements en question. Grâce à la mise en place d'un régime de changes plus souple fondé sur le jeu du marché, de nombreux pays d'Amérique latine ont vu leurs marchés financiers croître et gagner en profondeur, et ont même assisté à l'émergence de marchés obligataires en monnaie locale. Ces mesures étaient appuyées par un cadre robuste de conduite des politiques monétaire et budgétaire et par une réglementation et une surveillance rigoureuses du secteur financier. Si la Chine décidait de s'engager, comme ces pays, sur la voie de la libéralisation et du développement de ses marchés financiers, les avantages qu'elle en tirerait seraient substantiels.

Compte tenu du statut de chef de file qu'a la Chine en Asie orientale, de même que parmi les économies émergentes et au sein du G20, sa conversion à un régime de changes flottants créerait un effet d'entraînement ailleurs dans le monde et aurait des retombées nettement positives sur l'économie mondiale. Cela dit, une refonte de l'architecture financière mondiale aiderait aussi les pays à emprunter cette direction.

Refonte de l'architecture financière mondiale

Par suite du déclenchement de la crise, des plans détaillés visant le remaniement des structures financières nationales et de l'infrastructure internationale ont été mis au point. Bien que ce processus soit toujours en cours, beaucoup de chemin a été parcouru jusqu'ici. Le G20 a succédé au G7 en tant que première tribune économique dans le monde. Parce

qu'il englobe les grandes économies émergentes et qu'il donne régulièrement aux dirigeants des pays l'occasion de se prononcer, le G20 a le pouvoir d'indiquer la voie à suivre et peut légitimement donner à la réforme économique une plus forte impulsion politique.

Le G20 a le pouvoir d'indiquer la voie à suivre et peut légitimement donner à la réforme économique une plus forte impulsion politique.

Le Forum sur la stabilité financière a été remplacé par le Conseil de stabilité financière. Cet organe ne change pas seulement de nom; il voit aussi sa participation s'élargir : autrefois réservé aux pays membres du G10, il englobe maintenant les membres du G20 et d'autres pays ayant un secteur financier d'envergure, comme les Pays-Bas et Singapour. Le Conseil de stabilité financière a reçu le mandat clair de diriger la réforme du secteur financier à plusieurs chapitres, notamment en ce qui concerne les normes de Bâle III relatives aux fonds propres et à la liquidité des banques, le secteur bancaire parallèle, l'infrastructure des marchés et les institutions d'importance systémique. La représentation des pays au FMI a également été étendue pour mieux refléter la composition de l'activité économique mondiale et ainsi accorder plus de poids aux économies émergentes et les faire participer davantage à la sauvegarde de la stabilité économique et financière mondiale. Le Fonds s'est par ailleurs vu attribuer de nouvelles ressources et a développé son éventail d'accords de précaution pour permettre aux pays d'avoir accès à des fonds d'urgence en cas d'événement fâcheux. En règle générale, toutes les principales institutions mondiales ont été renforcées et reflètent mieux aujourd'hui la dynamique de l'économie mondiale, et ce, afin d'encourager les économies émergentes à prendre une part plus active dans le maintien de la stabilité du système monétaire international.

L'architecture financière mondiale qui a émergé de la crise a plus que jamais la capacité de promouvoir et de soutenir la transition entre le système monétaire international actuel et un système caractérisé par une flexibilité des changes accrue, une plus grande rapidité et symétrie des ajustements aux déséquilibres extérieurs, et un renforcement de la stabilité financière sur l'ensemble de la planète. Globalement,

les dirigeants du G20 sont en mesure d'assurer la direction de cette transition, le Fonds monétaire international peut l'appuyer de sa forte capacité d'analyse, et le Conseil de stabilité financière peut coordonner la mise en œuvre des réformes dans le secteur financier avec tous les acteurs clés. La Banque des Règlements Internationaux, qui constitue une tribune favorisant la coopération entre les banques centrales, pourrait aussi être appelée à jouer un plus grand rôle.

Étant donné que les organismes internationaux n'ont pas le pouvoir d'imposer quelque politique économique que ce soit aux pays à cause de la souveraineté de ces derniers, le G20 a élaboré un programme à l'appui d'une croissance forte, durable et équilibrée qui encourage les membres du groupe ayant une importance systémique à collaborer entre eux, à s'ouvrir à une plus grande flexibilité de leur taux de change et à adopter des cadres plus durables en matière de politique macroéconomique et de réglementation financière, ce qui devrait leur être bénéfique individuellement et collectivement. À cette fin, le programme du G20 prévoit la mise en place d'un processus d'évaluation mutuelle des politiques macroéconomiques et des réglementations financières en vue d'améliorer la cohérence, à l'échelle mondiale, des cadres d'application de celles-ci à moyen terme. La notion de croissance équilibrée implique une réduction des soldes courants et budgétaires pour que la croissance mondiale puisse également être durable. Le processus d'évaluation débouchera sur l'élaboration d'un important plan d'action pour les membres du G20, qui définira les réformes macroéconomiques et financières devant être menées et planifiera leur coordination.

Conclusion

Le système monétaire international a des lacunes, et il doit être repensé. L'absence d'ajustements des taux de change a non seulement entraîné, pour les États-Unis et la Chine, des déséquilibres extérieurs profonds, qui ont contribué à la crise financière de

2007-2009, mais en plus elle fait obstacle au déplacement de la demande sans lequel la croissance de l'économie mondiale ne peut se raffermir. De fait, la faiblesse aiguë et la lenteur de la reprise aux États-Unis et en Europe ne font qu'aggraver les problèmes budgétaires et financiers avec lesquels ceux-ci sont aux prises.

Bien que, depuis toujours, les chocs importants soient à l'origine de graves problèmes d'ajustement au sein du système monétaire international, le statu quo ne saurait être envisagé. Les pays membres du G20 et les grandes institutions financières internationales doivent prendre des mesures afin d'instaurer un système monétaire international qui repose sur des cadres cohérents en matière de politique macroéconomique et de réglementation financière à moyen terme propices à une croissance forte, durable et équilibrée à l'échelle mondiale. Dans tous les pays d'importance systémique, ces cadres devront miser sur une flexibilité accrue des taux de change nominaux et réels, lesquels seront davantage déterminés par les marchés. Pour aider le système monétaire international à évoluer en ce sens, il faudra mieux gouverner, mieux coordonner et rendre plus efficaces les institutions de surveillance de l'architecture financière mondiale.

À long terme, à mesure que l'économie mondiale deviendra une économie multipolaire, constituée de plusieurs grandes régions économiques, les régimes de changes flottants dont elles se seront dotées — comme partie intégrante de leurs robustes cadres en matière de politique macroéconomique et de réglementation financière — concourront à assurer une transition sans heurts vers un système monétaire international plus résilient, un système mieux en mesure de composer avec la mondialisation financière grandissante. La présence de monnaies convertibles dont le cours est déterminé par le jeu du marché stimulera une concurrence génératrice de bien-être entre les monnaies susceptibles de jouer le rôle de monnaie de réserve, statut qui dépendra en partie de la solidité des cadres appliqués par les pays émetteurs.

Ouvrages et articles cités

- Banque de France (2011). *Revue de la stabilité financière*, n° 15, février. Numéro spécial sur les déséquilibres mondiaux et la stabilité financière.
- Bernanke, B. S. (2011). « Les flux internationaux de capitaux et le repli vers les actifs sûrs aux États-Unis, 2003-2007 », *Revue de la stabilité financière*, Banque de France, n° 15, février, p. 15-30.
- Broda, C. (2004). « Terms of Trade and Exchange Rate Regimes in Developing Countries », *Journal of International Economics*, vol. 63, n° 1, p. 31-58.
- Bureau indépendant d'évaluation du Fonds monétaire international (2011). *Évaluation de l'action du FMI au cours de la période qui a précédé la crise financière et économique mondiale : la surveillance du FMI en 2004-07*, Washington, Fonds monétaire international.
- Carney, M. (2009). *L'évolution du système monétaire international*, discours prononcé devant la Foreign Policy Association, New York, 19 novembre.
- Fischer, S. (2001). « Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct? », *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 15, n° 2, p. 3-24.
- (2009). « Preparing for Future Crises », *Financial Stability & Macroeconomic Policy*, actes du symposium annuel tenu par la Banque fédérale de réserve de Kansas City à Jackson Hole (Wyoming), 21 août.
- Gourinchas, P.-O., H. Rey et K. Truempler (2011). *The Financial Crisis and the Geography of Wealth Transfers*, document de travail n° 17353, National Bureau of Economic Research. Internet : <http://ssrn.com/abstract=1918682>.
- Groupe des Vingt (2010). *Déclaration du sommet du G-20 à Toronto*, 26-27 juin.
- Lane, P., et G. M. Milesi-Ferretti (2007). « The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970-2004 », *Journal of International Economics*, vol. 73, n° 2, p. 223-250. Internet : <http://www.philiplane.org/EWN.html>.
- Lipsky, J. (2010). « Reconsidering the International Monetary System », *Macroeconomic Challenges: The Decade Ahead*, actes du symposium annuel tenu par la Banque fédérale de réserve de Kansas City à Jackson Hole (Wyoming), 28 août.
- Mihov, I., et A. K. Rose (2008). « Is Old Money Better than New? Duration and Monetary Regimes », *Economics*, vol. 2, numéro spécial, p. 1-24. Internet : <http://www.economics-ejournal.org>.
- Murray, J., L. Schembri et P. St-Amant (2003). « Revisiting the Case for Flexible Exchange Rates in North America », *The North American Journal of Economics and Finance*, vol. 14, n° 2, p. 207-240.
- Obstfeld, M., et K. Rogoff (1995). « The Mirage of Fixed Exchange Rates », *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, n° 4, p. 73-96.
- (2009). « Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes », *Asia and the Global Financial Crisis*, actes d'un colloque tenu à la Banque fédérale de réserve de San Francisco les 19 et 20 octobre, p. 131-172.
- Rajan, R. G. (2010). *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*, Princeton, Princeton University Press.
- Rose, A. K. (2007). « A Stable International Monetary System Emerges: Inflation Targeting Is Bretton Woods, Reversed », *Journal of International Money and Finance*, vol. 26, n° 5, p. 663-681.
- Wen, J. (2010). *Consolidate the Upward Momentum and Promote Sustained Growth*, discours prononcé à la réunion annuelle des nouveaux champions organisée par le Forum économique mondial, Tianjin (Chine), 13 septembre.
- Williamson, J. (2009). *Understanding Special Drawing Rights (SDRs)*, Peterson Institute for International Economics, coll. « Policy Briefs » n° PB09-11.
- Zhou, X. (2009). *Reform the International Monetary System*, Banque populaire de Chine.