

LE TEXTE PRONONCÉ FAIT FOI

**Allocution prononcée par David Dodge
gouverneur de la Banque du Canada
à la Table ronde de Spruce Meadows
Calgary, Alberta
le 9 septembre 2005**

Évolution et correction des déséquilibres mondiaux

Bonjour. Je suis heureux de l'occasion qui m'est donnée de revenir à Spruce Meadows et de me joindre à mes amis, les gouverneurs Zhou et Noyer, à la présente table ronde, qui a pour thème la politique monétaire à l'échelle mondiale.

Notre hôte, Ron Southern, nous a demandé de faire un exposé qui soit à la fois détaillé, apolitique et à caractère prospectif et qui favorise une démarche d'ensemble. C'est là tout un défi, que je tenterai de relever du mieux que je peux. Aujourd'hui, je parlerai de deux types de déséquilibres économiques mondiaux. Le premier concerne la répartition, de plus en plus inégale, de l'épargne et de l'investissement entre les pays. Le second se rapporte à la possibilité qu'au cours des prochaines décennies, l'économie mondiale soit confrontée à une période prolongée au cours de laquelle le niveau désiré de l'épargne serait supérieur à l'investissement prévu en raison notamment des tendances démographiques. Si les responsables des politiques économiques ne prennent pas les mesures qui s'imposent suffisamment vite, il existe même un risque, bien que mince, que l'économie du globe se retrouve aux prises avec un dilemme classique — énoncé pour la première fois par John Maynard Keynes —, à savoir une insuffisance généralisée de la demande conjuguée à un écart déflationniste persistant.

Mais avant de vous entretenir de ce risque à long terme, je me concentrerai sur les déséquilibres entre l'épargne et l'investissement observés actuellement dans les diverses régions du monde. Les États-Unis accusent un déficit important et croissant de leur balance courante, qui témoigne de dépenses d'investissement supérieures à l'épargne nationale. Y font écho les excédents grandissants des balances courantes de pays asiatiques, de pays exportateurs de pétrole et de certaines autres économies de la planète.

Les déséquilibres géographiques ne sont pas une mauvaise chose en soi, pas plus que ne le sont les flux financiers considérables qui en découlent. En fait, il devrait être possible pour les marchés financiers mondiaux de mettre

en relation emprunteurs et épargnants de pays différents. Un tel processus favoriserait une croissance plus vigoureuse à l'échelle du globe, puisque les pays disposant d'une épargne excédentaire pourraient investir là où l'épargne intérieure est insuffisante. Toutefois, lorsque les déséquilibres s'accroissent à un rythme insoutenable, comme cela semble être le cas à l'heure actuelle, une forme quelconque de correction doit forcément s'opérer. Si rien n'entrave le fonctionnement des marchés, ils pourraient se résorber d'eux-mêmes, de façon plutôt harmonieuse. Mais, en l'absence de mécanismes de marché appropriés, le risque d'une résorption abrupte et désordonnée est plus grand. En plus de perturber les marchés financiers, une résorption de cette nature pourrait aussi amener les gouvernements à recourir à des mesures protectionnistes malavisées, qui auraient alors pour effet d'aggraver les dommages causés à l'économie mondiale.

Mais peu importe la façon dont ces déséquilibres sont corrigés, la correction devra manifestement passer par une hausse de l'épargne nationale nette aux États-Unis. Le financement de l'investissement dans l'économie américaine devra reposer davantage sur des sources intérieures, que ce soit les secteurs des ménages ou des entreprises ou le secteur public, et moins sur des sources étrangères. Cela suppose une augmentation du volume net des exportations américaines et une baisse des exportations nettes ailleurs dans le monde, de même qu'une hausse de la demande intérieure dans d'autres pays.

Les mouvements des taux de change ont un rôle clé à jouer à cet égard, car ils peuvent contribuer à réorienter les flux d'échanges et d'investissements internationaux. Dans ce contexte, les efforts déployés par certains pays pour ralentir ou prévenir les ajustements requis en optant pour un régime de changes fixes sont donc, au bout du compte, contre-productifs. Je sais que les gouverneurs Zhou et Noyer comprennent parfaitement qu'en entravant le fonctionnement des mécanismes de marché, de telles politiques font planer le risque d'une correction future beaucoup plus importante et plus désordonnée ainsi que d'une flambée de protectionnisme.

Toutefois, on ne devrait pas compter sur les seules variations des taux de change pour résorber les déséquilibres existants à l'échelle mondiale. Aux États-Unis, on peut s'attendre à ce qu'un relèvement des taux d'intérêt favorise une hausse de l'épargne. Les autorités réussiraient aussi sans doute à faire augmenter l'épargne nationale en resserrant la politique budgétaire. Elles pourraient également mettre en oeuvre des réformes structurelles visant à encourager cette épargne au moyen des impôts, des cotisations de sécurité sociale et d'autres mesures.

Mais si les États-Unis étaient les seuls à chercher à corriger le déséquilibre en prenant les dispositions que je viens de décrire, l'économie mondiale se retrouverait avec une demande globale beaucoup plus faible. C'est pourquoi il importe que certains autres pays s'attachent à stimuler leur demande

intérieure. Cette tâche est d'autant plus urgente qu'à l'heure actuelle l'économie mondiale fonctionne légèrement en deçà de sa capacité, comme en témoigne l'absence de pressions inflationnistes à l'échelle planétaire.

Alors, comment pouvons-nous donner une impulsion à la demande intérieure hors États-Unis? Il est évident que la responsabilité de stabiliser la production nationale à court terme et d'amener leurs propres économies à tourner à plein régime incombe en grande partie aux autorités monétaires des divers pays. Cependant, l'efficacité de la politique monétaire pourrait être amoindrie par des problèmes liés à leurs politiques structurelles ou budgétaires. C'est pourquoi la politique appropriée dépend de la situation de chaque pays. Des réformes structurelles visant à assouplir les marchés sont importantes pour la plupart d'entre nous. Beaucoup doivent développer ou améliorer leur système financier afin de canaliser plus efficacement l'épargne vers l'investissement et de faire en sorte que les ménages puissent compter sur un meilleur accès au crédit. Pour certains, il serait utile de mettre en place des filets de sécurité sociale de façon à ce que leurs citoyens ne se sentent pas forcés de constituer une épargne excessive par mesure de précaution. Et pour quelques-uns, une politique budgétaire plus expansionniste serait profitable.

Je reviendrai sur ces politiques un peu plus tard, car elles sont également essentielles à la bonne tenue de l'économie mondiale à long terme. Mais d'abord, j'aimerais discuter du deuxième type de déséquilibre auquel j'ai fait allusion au début de mon allocution, à savoir les défis que posera l'évolution des réalités économiques et démographiques. Selon moi, si les pays ne mettent pas en oeuvre les politiques structurelles adéquates, nous risquons de nous retrouver, dans l'avenir, avec une demande mondiale déficitaire qui sera de longue durée. Permettez-moi maintenant d'examiner cette éventualité en faisant ressortir deux tendances qui seront importantes au cours des deux prochaines décennies.

Premièrement, on peut s'attendre à ce que le rôle de l'Asie au sein de l'économie du globe continue de croître. Pour diverses raisons, le taux d'épargne des pays asiatiques a traditionnellement été supérieur à celui d'autres économies. Ainsi, toutes choses égales par ailleurs, on peut prévoir une augmentation du niveau désiré de l'épargne à l'échelle mondiale. Or, toutes les choses ne sont pas égales. La deuxième tendance prévisible est une hausse de l'épargne souhaitée dans la plupart des pays membres de l'OCDE, au fur et à mesure que les baby-boomers se préparent à la retraite. Ces deux tendances conjuguées devraient vraisemblablement contribuer à un accroissement du niveau désiré de l'épargne dans le monde. Il est donc essentiel que les décideurs publics agissent dès maintenant, de manière à ce que la demande et l'investissement augmentent afin de compenser la progression de l'épargne souhaitée.

La façon dont les décideurs réagiront aux phénomènes qui se manifesteront dans les 10 à 20 prochaines années sera déterminante dans la préparation de l'économie mondiale pour la période débutant aux environs de 2020, moment où la proportion de personnes en âge de travailler commencera à baisser dans beaucoup de pays. Le Canada sera vraisemblablement dans cette situation d'ici quinze ans. Aux États-Unis, ces tendances démographiques seront sans doute moins problématiques, mais dans de nombreux pays de l'OCDE, on prévoit une vive accélération du ratio de dépendance lié à l'âge. Selon une étude réalisée par la Commission européenne, il y a actuellement environ quatre personnes en âge de travailler pour une personne âgée au sein de l'Union européenne et d'ici 2025, il n'y en aura plus que trois. De fait, si les taux de fertilité, l'espérance de vie ou les tendances migratoires ne changent pas radicalement, les populations dans bon nombre de régions du monde commenceront à diminuer, alors même que la population totale du globe continuera d'augmenter. Des chiffres des Nations Unies indiquent que le déclin pourrait s'amorcer d'ici 2025 dans les pays de l'Union européenne et d'ici 2050 en Chine. Déjà cette année, le Japon a déclaré une baisse de sa population masculine et un excédent du nombre de décès par rapport au nombre de naissances.

Mais, pour la plupart des pays de l'OCDE, la réduction de la main-d'oeuvre et de la population ne surviendra pas avant au moins une vingtaine d'années. Entre-temps, nous allons d'abord traverser une période au cours de laquelle le niveau désiré de l'épargne est appelé à progresser. On s'attend à ce que les travailleurs de nombreux pays tentent d'augmenter leur épargne en vue de la retraite. Ils peuvent y parvenir grâce à une hausse du prix des actifs, notamment des maisons. Mais cette situation ne pourra pas durer. Au cours des prochaines décennies, cette épargne accrue devra provenir du revenu courant, ce qui aura pour effet de freiner la croissance des dépenses de consommation. Parallèlement, les gouvernements, face à la nécessité de se préparer à de futures hausses des dépenses publiques liées au vieillissement de la population, devront aussi ralentir le rythme de progression des dépenses courantes.

Devant ce ralentissement prévu de l'expansion de la demande intérieure, on s'attend normalement, dans une économie ouverte, à ce que la politique monétaire stimule ou « attire » la demande étrangère grâce à une hausse des exportations. Cependant, le monde dans son ensemble constitue une vaste économie fermée : nous ne pouvons pas exporter nos produits sur une autre planète ! Si l'épargne augmente dans une partie du globe, une poussée compensatrice de la demande intérieure sera nécessaire ailleurs pour maintenir la demande mondiale à un niveau compatible avec celui de l'offre mondiale.

Comme nous ne pouvons pas exporter nos produits sur une autre planète, que peuvent alors faire les décideurs pour soutenir les trois composantes restantes de la demande, à savoir la consommation privée, les dépenses publiques et l'investissement ?

En ce qui concerne l'investissement, il importe de se rappeler que celui-ci nécessite la conviction que les bénéfices futurs dépasseront de loin le coût du capital. Bien entendu, les modifications des conditions financières contribuent de façon déterminante à stimuler l'investissement, étant donné que les taux d'intérêt réels devraient baisser au point où le niveau désiré de l'investissement correspond à celui de l'épargne. Mais si la propension à épargner est trop forte, et qu'elle caractérise l'ensemble de l'économie mondiale, il est possible que les taux d'intérêt réels ne puissent pas baisser assez pour apparier les niveaux souhaités de l'épargne et de l'investissement. Vu le niveau déjà bas de l'inflation et des taux d'intérêt à l'échelle internationale, on pourrait avancer que, lorsque la hausse prévue de l'épargne recherchée se manifesterait, les taux d'intérêt nominaux mondiaux risquent de devenir nuls avant que les taux d'intérêt réels n'aient baissé suffisamment pour rétablir l'équilibre entre les niveaux désirés de l'investissement et de l'épargne.

Je tiens à souligner qu'il ne s'agit pas ici d'une prévision de ma part. Tout ce que je dis, c'est que si la demande n'augmente pas à l'échelle du globe pour contrebalancer la hausse prévue de l'épargne souhaitée, il pourrait s'avérer difficile pour la politique monétaire de jouer efficacement son rôle de principal stabilisateur économique à court terme dans les prochaines années.

Donc, quels moyens les décideurs devraient-ils prendre dès maintenant pour nous aider à éviter un écart déflationniste keynésien dans le futur? Il se trouve justement que la plupart des politiques dont j'ai parlé précédemment dans le contexte de la résolution des déséquilibres que nous connaissons aujourd'hui pourraient également régler d'éventuels problèmes plus tard. Permettez-moi, par conséquent, de revenir sur ces politiques et de les examiner plus en détail.

Premièrement, on pourrait faire appel aux pouvoirs publics pour qu'ils instaurent une politique budgétaire expansionniste. Dans quelques économies, on bénéficie de toute évidence de la marge de manoeuvre requise pour assouplir encore davantage cette politique, en vue d'insuffler un élan à l'investissement et à la demande. À cet égard, les économies émergentes d'Asie disposent sans conteste de la latitude nécessaire pour soutenir la demande à l'aide de la politique budgétaire. Toutefois, en Amérique du Nord, en Europe et au Japon, la possibilité que la politique budgétaire puisse stimuler la demande semble très limitée, vu les niveaux d'endettement actuels de la plupart des pays de ces régions et les exigences croissantes que la population vieillissante imposera au secteur public. Les besoins de cette tranche de la société représenteront un très lourd fardeau pour le Trésor public. La situation sera plus grave dans les pays qui n'ont pas encore pris de dispositions en vue de rendre leur système de pension de l'État apte à faire face au départ à la retraite de la génération du baby-boom. À moins que les ratios de la dette publique au PIB ne soient abaissés avant que ce fardeau ne se fasse sentir, les gouvernements de

nombreux pays seront confrontés à une tâche douloureuse : réduire les services ou augmenter les impôts, ou les deux.

Quoi qu'il en soit, la dette publique de certains pays pourrait déjà avoir atteint de telles proportions qu'une impulsion additionnelle sur le plan budgétaire pourrait en fait se révéler contre-productive. Les ménages, préoccupés par les obligations fiscales futures ou la viabilité du régime de pension de l'État, pourraient diminuer leur consommation, ce qui serait susceptible de neutraliser les effets positifs de l'assouplissement de la politique budgétaire. Mais, en supposant qu'il y ait place pour des mesures budgétaires efficaces, je dirais que l'on devrait s'employer surtout à améliorer l'infrastructure de l'économie de façon à pouvoir soutenir la capacité de production et, parallèlement, répondre aux besoins sociaux croissants, au moment où la population active commence à diminuer. Il pourrait s'agir, par exemple, de fonds supplémentaires destinés à l'éducation et à la formation qui, en contribuant au capital humain, aideraient à maintenir la capacité de production de l'économie mondiale.

Mais s'il y a une chose que les gouvernements peuvent faire pour stimuler la demande, c'est de mettre en oeuvre des politiques structurelles adéquates, et j'insiste sur le mot « adéquates ». En effet, la mise en place de telles politiques favorisant la flexibilité de l'économie est importante quelles que soient les circonstances. Nous devons tous prendre des mesures visant à accroître la flexibilité de nos marchés du travail et, surtout, à s'assurer que les travailleurs plus âgés qui souhaitent demeurer au sein de la population active ne soient pas découragés de le faire. Nous devons aussi reconnaître que le bon fonctionnement des marchés du crédit est essentiel pour que les ménages puissent contracter des emprunts sur leur revenu futur et que les entreprises soient en mesure d'investir en prévision de l'avenir.

L'amélioration des politiques touchant les marchés financiers et du travail est particulièrement cruciale en Europe. Dans les économies émergentes d'Asie, il importe de bonifier les politiques concernant la sécurité du revenu, car celles-ci réduiront la nécessité pour les ménages d'accumuler une épargne considérable par mesure de précaution. De même, des systèmes financiers nationaux plus solides et plus efficaces pourraient favoriser le raffermissement de la confiance et l'accroissement de la dépense. En mettant en commun efficacement leurs ressources, les institutions financières et les marchés asiatiques plus robustes contribueraient à rendre les particuliers moins réfractaires au risque. Les ménages pourraient plus facilement emprunter sur leur revenu futur et les entreprises auraient un meilleur accès au crédit, qu'ils pourraient affecter au financement d'investissements.

En conclusion, permettez-moi de faire quelques mises au point. Je ne dis pas qu'une correction désordonnée des déséquilibres mondiaux est inévitable, ni que l'économie mondiale se dirige inéluctablement vers une

insuffisance déflationniste de la demande. Ce que je dis, c'est qu'en tant que décideurs prudents, nous ne devons pas compter sur la chance pour nous tirer d'affaire. Nous devons nous attaquer à ces questions de politiques dès maintenant, avant qu'il ne soit trop tard pour apporter des correctifs.

En particulier, nous devons veiller à ce que nos politiques structurelles encouragent la plus grande flexibilité possible de l'économie et ne nuisent pas à l'investissement et à la croissance. Nous devons nous assurer de disposer de la souplesse voulue sur le plan budgétaire pour faire face aux pressions démographiques à venir. Et nous devons continuer à mener la politique monétaire en ayant pour visée de maintenir l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible, de manière à maximiser les chances que nos économies tournent à plein régime. Nous devons agir dès maintenant afin de relever les défis d'aujourd'hui et de demain, pour le bien-être de tous nos concitoyens.