



BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA

Discours de Tiff Macklem
Gouverneur de la Banque du Canada
Paris Europlace – Chambre de commerce
France-Canada
23 juin 2026
Paris (France)

Déséquilibres mondiaux, croissance et stabilité

Introduction

Bonjour. Je tiens à remercier Paris Europlace et la Chambre de commerce France-Canada pour cette invitation. C'est un plaisir d'être avec vous aujourd'hui.

Le mois dernier, j'étais ici, à Paris, pour la réunion des ministres des Finances et des gouverneurs des banques centrales du G7. Nous avons surtout parlé du conflit au Moyen-Orient et de ses implications pour la croissance à court terme et l'inflation. La signature de l'accord Iran–États-Unis la semaine dernière est une très bonne nouvelle et les prix mondiaux de l'énergie ont commencé à baisser. Cela dit, il reste beaucoup de détails à régler.

Nos discussions ont aussi porté sur la croissance à moyen terme. Parmi nos préoccupations : les déséquilibres mondiaux qui se creusent de nouveau, en raison des déficits et des excédents importants et persistants de certains pays. Nous avons également exploré des pistes pour favoriser une croissance plus équilibrée à moyen terme. C'est le sujet dont je veux vous parler aujourd'hui.

Les déséquilibres mondiaux ont fait l'objet d'un intérêt renouvelé du G7 l'an dernier, sous la présidence du Canada. Et ils ont continué de s'imposer cette année sous le leadership de la France. Le sujet me semble donc bien choisi pour un banquier central canadien de passage à Paris.

Je reconnais que les déséquilibres mondiaux ne sont pas faciles à aborder : ils ne font pas partie des préoccupations des ménages et des entreprises. Et ils ne sont même pas forcément problématiques. En effet, les déficits et les excédents commerciaux font partie intégrante d'un système mondial ouvert de commerce et d'investissement qui profite à toutes les économies.

Je tiens à remercier Patrick Alexander et Geoffrey Dunbar de l'aide qu'ils m'ont apporté dans la préparation de ce discours.

Ne pas publier avant le 23 juin 2026
à 9 h 25, heure de l'Est

Mais quand les déséquilibres restent trop profonds et persistants d'un même côté, ils finissent par devenir excessifs. Sans les ajustements nécessaires, ils peuvent se propager par les échanges commerciaux, les flux d'investissement, les taux de change et les prix des actifs. Leurs effets peuvent alors se répercuter sur l'emploi, l'inflation et la sécurité financière – et tout le monde en subit les conséquences. Et au-delà de l'économie, ils peuvent également nuire aux relations internationales. Le Canada ne contribue pas aux déséquilibres excessifs dans le monde, mais il est tout de même secoué par la montée des tensions commerciales et pourrait l'être encore plus si les risques pour la stabilité financière devaient se matérialiser.

Dans nos discussions sur les déséquilibres, nous avons surtout parlé de l'excédent commercial toujours plus important de la Chine. Là-bas, la croissance dépend grandement des investissements et des exportations. Le surinvestissement dans le secteur manufacturier crée des capacités excédentaires. Cela entraîne une forte concurrence qui crée des forces déflationnistes nuisibles. En cherchant à exporter sa production excédentaire, la Chine s'est fait accuser de pratiques déloyales, et des restrictions commerciales et tarifaires ont été réclamées. Aucun de ces facteurs ne favorise une croissance durable – que ce soit en Chine ou dans le monde – ou encore de bonnes relations internationales.

Par ailleurs, les déséquilibres pourraient amplifier les risques pour la stabilité financière. Les flux de capitaux sont le pendant des balances commerciales. Par exemple, le déficit commercial des États-Unis doit être financé par d'importants flux de capitaux en provenance d'autres pays. Notons aussi que les changements dans le système financier peuvent interagir avec les déséquilibres et que ces interactions ne sont pas pleinement comprises. En effet, le système financier est maintenant plus rapide, plus vaste et plus complexe, et de nouveaux intermédiaires non bancaires y jouent un plus grand rôle.

Aujourd'hui, je veux mettre l'accent sur ce lien entre les déséquilibres, le commerce, les flux de capitaux et les risques pour la stabilité financière. Mon message porte sur deux thèmes.

Tout d'abord, il faut regarder les déséquilibres sous l'angle des flux de capitaux et des investissements extérieurs. Ensemble, ils forment la base du système financier international. Il est donc essentiel d'en comprendre les risques, en sachant à quel niveau ils se situent et quels acteurs y sont exposés.

Ensuite, il faut éviter de pousser le système monétaire et financier international au-delà de ses limites. Le système a toujours évolué avec les besoins. Mais trop souvent, ce sont les crises qui ont mené au changement. Une question demeure : allons-nous nous adapter au contexte en évolution ou attendre la prochaine crise?

Je vais aborder ces thèmes en trois temps. D'abord, je décrirai comment les crises ont façonné le système monétaire et financier international, en mettant en lumière le rôle que les déséquilibres mondiaux ont joué au fil du temps. Ensuite, je ferai un survol du contexte actuel et des pressions financières qui s'accumulent. Enfin, je proposerai des mesures concrètes pour favoriser la

croissance, améliorer l'équilibre des flux commerciaux et de capitaux, et préserver la stabilité financière.

Les leçons de l'histoire

Pour comprendre la situation actuelle, il faut revenir en arrière.

Avant la Première Guerre mondiale, l'étalon-or offrait une prévisibilité que beaucoup idéalisent encore. Comme les monnaies étaient convertibles en or, les taux de change restaient stables. Mais en cas de déséquilibres, les salaires et les prix devaient s'ajuster. Cela entraînait parfois des périodes difficiles où le chômage montait, et les salaires baissaient.

La Première Guerre mondiale a, à son tour, mis l'étalon-or sous pression. Il était impossible de financer l'effort militaire avec un régime de stricte convertibilité en or. Et les choses ne se sont pas améliorées après la guerre. Les contraintes politiques et financières étaient lourdes dans bien des pays. Le compromis implicite, soit des monnaies stables en échange d'une possible austérité nationale, ne pouvait pas durer.

Les pays ont fini par abandonner ce système. Ils ont alors dévalué leur monnaie et imposé des droits de douane pour protéger leur économie. Mais le tarif Smoot-Hawley aux États-Unis et les ripostes qui ont suivi ont affaibli l'ensemble des économies et accentué l'effondrement de la croissance mondiale dans les années 1930.

Après la Seconde Guerre mondiale, ces revers ont mené au système de Bretton Woods, plaçant le dollar américain au centre de la finance mondiale. Les États-Unis ont accepté de convertir, en or et à prix fixe, les dollars détenus par les institutions étrangères, offrant ainsi au monde une unité de référence fiable pour le commerce et les réserves. Les taux de change étaient arrimés au dollar américain, mais ajustables en cas de déséquilibre persistant de la balance des paiements.

Le système de Bretton Woods a fonctionné un certain temps. Mais encore une fois, les déséquilibres sont devenus problématiques et les impératifs nationaux ont prévalu sur le système. Face à l'augmentation simultanée des créances étrangères en dollars américains et des déficits budgétaires des États-Unis, les décideurs américains n'étaient pas prêts à accepter le resserrement nécessaire pour défendre la parité. En 1971, ils ont donc suspendu la convertibilité, mettant fin à ce système de taux de change fixes.

Nous pouvons en tirer de précieuses leçons.

Premièrement, les déséquilibres des flux commerciaux et de capitaux font partie intégrante d'un système efficace. Mais quand ils deviennent excessifs, ils créent des tensions.

Deuxièmement, sans intervention, les déséquilibres peuvent nuire à la stabilité du système. Et quand les objectifs nationaux passent avant les règles internationales, ces règles finissent par céder.

Troisièmement, le recours aux droits de douane et aux dévaluations monétaires pour répercuter les coûts des déséquilibres intérieurs sur d'autres pays est une

stratégie perdante. Les guerres commerciales réduisent la croissance et le niveau de vie de tout le monde.

Voilà qui nous amène au contexte actuel : un monde de taux de change flexibles, où les marchés des capitaux sont plus profonds et interconnectés, et où le dollar américain est la référence.

Le système actuel de changes flexibles et de marchés des capitaux ouverts fonctionne mieux que tous ceux qui l'ont précédé. Mais il n'a pas été à l'abri des turbulences. La crise financière mondiale de 2008-2009 a montré à quelle vitesse les crises se propagent dans nos systèmes financiers interconnectés. La liquidité, l'effet de levier et les canaux de financement international ont propagé les tensions plus vite que les flux commerciaux n'auraient pu le faire. Sous l'impulsion du G7, l'intervention coordonnée de la communauté internationale a permis d'éviter une bien plus grande catastrophe – mais seulement quand la situation était déjà critique.

Alors, que faut-il retenir de cette incursion dans l'histoire financière mondiale? Simplement que lorsque la pression monte dans le système, on ne peut pas supposer que les ajustements se feront d'eux-mêmes, du moins pas comme on le voudrait. L'histoire montre que les changements se produisent souvent en période de crise. Mais les crises coûtent cher et n'ont pas toujours une issue favorable. Il vaut donc mieux ajuster le système avant d'arriver à une crise.

Le contexte actuel

Les déséquilibres mondiaux se sont atténués après la crise financière mondiale, mais des déséquilibres excessifs se creusent de nouveau¹.

En parallèle, les nouveaux intermédiaires financiers non bancaires – fonds de couverture, sociétés financières privées, fonds de pension et autres gestionnaires d'actifs – jouent un rôle croissant dans le financement mondial.

Ces deux grands changements interagissent avec des phénomènes plus récents, comme la fragmentation géopolitique, l'essor de l'intelligence artificielle et les innovations monétaires et financières.

Laissez-moi préciser.

Les déséquilibres mondiaux reflètent les déséquilibres nationaux. En Chine, la croissance a été spectaculaire ces 25 dernières années, mais l'épargne est restée bien plus élevée que l'investissement. En Europe, l'investissement est modeste par rapport à l'épargne. Dans ces deux cas, les capitaux sortent du pays et s'en vont surtout aux États-Unis, où la consommation est élevée et les déficits budgétaires sont importants. La population épargne donc moins qu'elle n'investit au pays. Les capitaux étrangers ont comblé cet écart et, combinés aux effets de valorisation, ont poussé la position extérieure nette des États-Unis en territoire négatif comme jamais auparavant.

¹ Selon une analyse du Fonds monétaire international (FMI), les deux tiers de cet accroissement s'expliquent par des déséquilibres excessifs des comptes courants, qui ont atteint une ampleur jamais vue en 10 ans. Voir FMI, « [External Sector Report: Global Imbalances in a shifting world](#) », 2025.

La finance transfrontière est une bonne chose. Elle favorise la croissance en dirigeant les capitaux là où ils sont le plus productifs. Mais quand les flux sont trop élevés, ils peuvent creuser les déficits commerciaux, alimenter le protectionnisme et fausser les prix des actifs. Les capitaux sont alors mal répartis, les pressions s'accumulent, et les risques pour la stabilité financière augmentent.

En principe, les déséquilibres devraient entraîner un ajustement graduel. Les taux de change devraient varier, les flux commerciaux et de capitaux être redirigés, et les déficits de financement diminuer. Mais dans les faits, cet ajustement peut être différé.

En tant que monnaie de réserve mondiale, le dollar américain a contribué à la profondeur et à la liquidité des marchés. Mais son attractivité a pu laisser des déséquilibres perdurer, et les pressions et distorsions augmenter. Les flux à sens unique peuvent entraîner des bulles d'actifs. On l'a vu avant la crise financière mondiale, et on pourrait le revoir avec l'essor de l'intelligence artificielle. La Chine sent encore les effets du surinvestissement dans l'immobilier. Et en Europe, le sous-investissement a limité la productivité. Une chose est claire : quand l'ajustement tarde, les déséquilibres persistent. Cela freine la croissance et fait augmenter les risques dans le système mondial.

Alors que les déséquilibres se renforcent, la circulation des capitaux change aussi. Le système financier s'est élargi. Il est aussi plus rapide, plus complexe et de plus en plus dominé par de nouveaux acteurs. Ceux-ci, moins réglementés et moins transparents, n'ont pas autant fait leurs preuves en période de tensions.

Après la crise financière mondiale, la réglementation et la supervision bancaires ont été renforcées. Les banques sont devenues plus sûres. L'économie mondiale a traversé beaucoup d'épreuves depuis le début de la pandémie, en 2020, et le système bancaire est resté remarquablement solide. C'est un atout majeur qu'il faut préserver.

Suivant ce resserrement des normes bancaires, les activités plus risquées se sont déplacées vers les intermédiaires financiers non bancaires qui évoluent dans des secteurs moins réglementés. Cette expansion de la finance de marché a apporté des avantages indéniables : une diversification des risques, un accès amélioré au crédit, et une efficacité accrue.

Mais les risques n'ont pas disparu. Ils ont migré. Et nos cadres mondiaux de surveillance et de réglementation n'ont pas suivi le rythme. En général, les acteurs non bancaires ne sont pas soumis aux mêmes exigences de déclaration ni au même niveau de surveillance que les banques. Cette différence pose un défi pour les instances normatives mondiales, les organismes de réglementation nationaux et les banques centrales.

Les fonds de couverture sont devenus de gros acheteurs de titres émis par les gouvernements du monde entier. Ils aident ainsi à absorber davantage d'émissions et améliorent l'efficacité des marchés. Mais leurs stratégies à effet de levier, combinées au financement à court terme et à la hausse des opérations multidevises, pourraient fragiliser ce marché essentiel et accroître le risque de contagion d'un pays à l'autre.

De nouvelles formes de monnaie accélèrent aussi les mouvements de fonds dans le système financier. Dans les économies avancées, les entreprises de technologies financières demandent des licences bancaires et les banques traditionnelles offrent de nouveaux produits liés aux cryptomonnaies. Et dans les pays émergents, les cryptomonnaies stables en dollars américains sont de plus en plus utilisées dans les transactions internationales. Même si cela peut réduire les coûts, les flux de capitaux peuvent s'inverser plus vite, souvent dans l'angle mort des autorités et hors de portée des mesures de contrôle.

Le monde dans lequel le système financier évolue est de moins en moins axé sur les banques, et moins bien encadré. Il est aussi plus rapide, plus opaque et plus interconnecté. Des disparités pourraient donc apparaître entre les territoires, les instruments et les institutions.

Deux risques ressortent clairement. D'une part, d'importantes entrées de capitaux aux États-Unis pourraient de nouveau être mal réparties. Cela ferait grimper les valorisations des actions et du crédit, ouvrant la voie à une correction brutale. D'autre part, ces flux pourraient s'inverser soudainement. Dans l'un ou l'autre de ces scénarios, les tensions pourraient se propager bien au-delà des États-Unis.

Le problème n'est pas seulement que les déséquilibres s'accroissent à nouveau, mais aussi qu'ils s'accroissent dans un contexte où le système financier est plus rapide, plus complexe et moins transparent.

Regard vers l'avenir : résilience et diversification

Quelles sont les implications pour l'avenir?

S'il y a une chose que le passé nous a apprise, c'est que les ajustements différés finissent par s'imposer, et ce, avec des conséquences bien plus dommageables. On l'a vu entre les deux guerres mondiales. Les déséquilibres se sont accrus, et la coopération s'est détériorée. Les pays se sont repliés sur eux-mêmes, et au lieu de s'en sortir plus résilient, le monde est devenu plus fragmenté et plus instable.

Aujourd'hui, des déséquilibres importants et persistants alimentent de nouveau les tensions, et ce, par le commerce, les flux de capitaux et les marchés financiers. La question est celle-ci : devons-nous délibérément les corriger ou les laisser se résorber de façons que nous ne pouvons pas contrôler?

Il faut d'abord s'entendre sur la nature du problème. Un consensus ressort de plus en plus : les déséquilibres mondiaux proviennent des déséquilibres intérieurs des plus grandes économies². Pour réduire ces déséquilibres, il faut que la Chine consomme plus, que les États-Unis épargnent plus, et que l'Europe investisse plus.

Chaque pays a avantage à corriger ses déséquilibres intérieurs. Et une action coordonnée serait d'autant plus bénéfique pour tous, menant à un ajustement

² Voir C.-E. Bai, G. Gopinath, H. Rey et A. Weber, « [G7 Economists Memo on Global Imbalances](#) », rapport présenté lors de la réunion des ministres des Finances du G7, Road to the 2026 Evian Summit, G7 France (28 mars 2026).

plus ordonné et durable. À mesure que les États-Unis réduiront leur déficit budgétaire et leur dépendance aux entrées de capitaux, l'Europe et la Chine devront, pour leur part, réduire leur épargne excédentaire en augmentant l'investissement et la consommation à l'intérieur de leurs frontières.

Certains signes sont encourageants. Le nouveau plan quinquennal de la Chine met l'accent sur le renforcement de la consommation. L'Europe vise à accroître l'intégration et l'investissement, notamment en infrastructures et en défense. Et les États-Unis cherchent à réduire leur déficit budgétaire.

Bien sûr, avoir des plans ne suffit pas : il faut passer à l'action, puis s'ajuster. Et cet ajustement ne se fera pas du jour au lendemain.

Donc, comment pouvons-nous favoriser l'ajustement tout en préservant la stabilité financière? À mes yeux, il y a trois priorités : l'ouverture, la création de conditions favorables à l'investissement et la transparence.

Premièrement, l'ouverture. Malgré le recul qu'ont pris les États-Unis par rapport à l'ouverture du commerce, d'autres économies – dont le Canada et l'Union européenne – auraient avantage à consolider leurs relations en matière de commerce et d'investissement. Un système mondial ouvert permet une meilleure répartition des capitaux, favorise la croissance et aide les économies à s'adapter aux variations de leur offre et de leur demande intérieures. Mais on sait que l'ouverture perd des appuis quand les déséquilibres augmentent – ou quand elle est perçue comme une faiblesse. Le protectionnisme peut sembler apporter du répit, du moins à court terme. Mais si l'histoire nous a appris quelque chose, c'est qu'il ne vient pas sans sacrifices : il réduit l'efficacité et fragmente les marchés d'une façon qui nous pénalise tous.

Deuxièmement, la création de conditions favorables à l'investissement. En ce moment, l'épargne mondiale afflue massivement et de façon disproportionnée vers les États-Unis. Pour que le système mondial soit plus équilibré et résilient, il faut créer des canaux d'épargne ailleurs. Et pour ça, il faut plus d'actifs sûrs, et des infrastructures de paiement rapides, fiables et pratiques pour toutes nos monnaies. Nous devons aussi rendre l'investissement en dehors des États-Unis plus attrayant, en offrant aux entreprises des conditions favorables à leur expansion. Pour y arriver, nous avons besoin d'institutions solides, de comptes de capital ouverts, de l'état de droit et d'un cadre de politiques publiques qui élimine les obstacles à la productivité ou à la croissance. Au Canada, cela comprend l'élimination des barrières au commerce interprovincial et la réduction de l'incertitude réglementaire.

Troisièmement, la transparence. Le système fonctionne mieux quand les risques et les effets de contagion sont visibles. On ne voit pas tout ce qu'il y a derrière la mesure des échanges commerciaux, les positions extérieures et, ultimement, qui détient quoi. Et les marchés ne peuvent pas évaluer ce qu'ils ne voient pas.

Le secteur privé est la première ligne de défense, et les participants au marché ont l'habitude de bien gérer leurs risques. Mais les risques systémiques peuvent s'accumuler dans l'angle mort des entreprises. Pour assurer une surveillance efficace, les autorités financières ont besoin d'y voir clair.

Alors, comment améliorer la transparence? Tout d'abord, avec de meilleures données. Surtout dans les segments du système qui réagissent plus vite aux tensions, c'est-à-dire les intermédiaires financiers non bancaires, les marchés des changes et les flux internationaux de capitaux. Ensuite, il faut adapter nos tests de résistance en fonction de la rapidité et du degré d'interconnexion du système, et en communiquer les résultats au secteur privé. Enfin, nos institutions internationales – comme le Fonds monétaire international, le Conseil de stabilité financière et la Banque des Règlements Internationaux – doivent collaborer pour nous permettre à tous de voir les risques plus tôt.

Il ne faut pas laisser les pressions s'accumuler ni répéter les erreurs de l'entre-deux-guerres. Nous pouvons toutefois continuer à soutenir l'ouverture du commerce et de l'investissement, approfondir nos liens et renforcer la coopération entre nos pays. Ainsi, nous pourrions nous ajuster plus tôt et bâtir un système mondial plus résilient.

Conclusion

Je voudrais terminer par un message simple : la résilience est un choix. Il ne suffit pas d'avoir de bonnes intentions. Il faut agir et renforcer les systèmes pour qu'ils résistent aux tensions.

Les déséquilibres mondiaux sont en train de renforcer les vulnérabilités. Les frictions commerciales retiennent beaucoup l'attention, mais d'autres pressions s'accumulent dans le système financier mondial. Si nous travaillons ensemble pour identifier et réduire les risques pour la stabilité financière, tout en rendant nos marchés plus favorables à l'investissement, nous pourrions mieux nous ajuster et protéger nos économies contre la prochaine crise.

Nous partageons cette responsabilité entre acteurs publics, privés, nationaux et internationaux. Si nous faisons les bons choix, nous aurons un système financier mondial qui favorise la croissance. Un système qui canalise l'épargne vers les investissements les plus productifs. Un système qui facilite les ajustements au lieu d'amplifier les tensions.

Merci.