



Conférence sur la mondialisation financière - 2 février 2018

Symposium à la Banque centrale d'Irlande

Discours de François Villeroy de Galhau,

Gouverneur de la Banque de Franceⁱ

Contact pour la presse : Clémence Choutet (33 1 42 97 74.51 ; clemence.choutet@banque-france.fr).

Mesdames et Messieurs,

J'aimerais tout d'abord féliciter la Banque centrale d'Irlande à l'occasion du 75^e anniversaire de sa création et, plus particulièrement, mon collègue et ami, le gouverneur Philip Lane. Je suis très heureux de participer à cette conférence consacrée à la « mondialisation financière », en compagnie d'intervenants et d'experts d'une telle qualité.

Je souhaiterais partager avec vous quelques réflexions relatives aux déséquilibres des comptes courants à l'échelle mondiale ; j'aborderai cette question du point de vue de la politique économique. Les faits stylisés sont bien connus, donc je ne m'y attarderai pas [diapo 2]. À partir de la fin des années 1990, l'économie mondiale a été caractérisée par une montée très importante des déséquilibres des comptes de transactions courantes à l'échelle mondiale. En dépit d'un processus de rééquilibrage et de mouvements de court terme essentiellement liés aux prix des matières premières, processus qui a débuté avec la Grande récession en 2008-2009, ces déséquilibres sont demeurés importants et persistants. En conséquence, les positions extérieures nettes ont continué d'augmenter [diapo 3]. La zone euro est une des régions dans laquelle ces évolutions ont été particulièrement marquantes [diapo 4]. En dépit d'un rééquilibrage des comptes courants en Italie et en Espagne, des déséquilibres persistent encore, en raison essentiellement d'importants excédents en Allemagne et aux Pays-Bas.

Pourquoi devrions-nous nous soucier de ces déséquilibres ? Après tout, dans la mesure où ces déséquilibres reflètent simplement le besoin de financement de la consommation et de l'investissement actuels et futurs, tous les pays du monde ne doivent pas tous présenter en permanence une situation d'équilibre. **Toutefois, lorsqu'ils ont excessifs, les déséquilibres extérieurs peuvent devenir une source de préoccupation** car le financement des pays en situation de déficit par les pays en situation d'excédent peut s'interrompre brutalement, voire s'inverserⁱⁱ. L'expérience montre que les déséquilibres importants sont souvent un indicateur avancé

des crises et des interruptions brutales de flux de financements (*sudden stops*). Comme le montre Philip Lane dans une de ses nombreuses contributions sur le sujetⁱⁱⁱ, avant la Grande crise financière, les soldes des transactions courantes dépassaient les niveaux compatibles avec les fondamentaux économiques, ce qui a nécessité, par la suite, des ajustements importants et coûteux. Ces vulnérabilités ne sont pas circonscrites aux économies de marché émergentes : des déficits courants importants et persistants peuvent également précéder les crises financières dans les économies avancées^{iv}, y compris dans la zone euro.

La suite de mon propos est structurée de la manière suivante. Premièrement, je parlerai des déterminants du compte des transactions courantes, et plus particulièrement du rôle du taux de change. Dans une deuxième partie, je dirai quelques mots au sujet de la composition du financement externe (flux de capitaux bruts et nets). Enfin, **je conclurai par une discussion sur les options de politique économique**, qui seraient susceptibles de remédier à la persistance des déséquilibres courants, aussi bien à l'échelle mondiale qu'au sein de la zone euro.

**

1. Les déterminants des déséquilibres mondiaux et leurs mécanismes d'ajustement

Le coût économique et social d'une correction des déséquilibres des comptes courants peut être considérable. La question des effets macroéconomiques d'un transfert de ressources des pays débiteurs vers les pays créanciers est un vieux problème qui remonte au débat entre Keynes et Ohlin sur les engagements internationaux de l'Allemagne après la Première Guerre mondiale. Au cours des dernières décennies, Maury Obstfeld et Ken Rogoff^v ont indiqué dans une série d'articles que le mécanisme de base de l'ajustement impliquait le transfert de ressources réelles des pays débiteurs vers les pays en excédent, indépendamment des facteurs à l'origine du rééquilibrage mondial.

Pour le pays débiteur, il y a clairement un coût macroéconomique lié à la baisse des dépenses intérieures et à la détérioration de la richesse, entraînant d'importants écarts de production négatifs et des taux de chômage élevés, ce qui exerce une forte pression à la baisse sur les salaires. C'est typiquement ce que nous avons observé dans la zone euro, où l'ajustement a contribué à la dynamique très différente des coûts unitaires de main-d'œuvre d'un pays à l'autre [diapo 5], aboutissant ainsi à des ajustements de prix relatifs. En termes cumulés depuis 2007, l'Allemagne a enregistré une appréciation de quelque 8 % du taux de change réel par rapport à la France, et de 20 % par rapport à l'Espagne, bien que nous devons prendre en compte dans cette dynamique les importants gains de compétitivité constatés en Allemagne avant la crise. L'ajustement a consisté essentiellement en un ajustement nominal dans les pays en situation de déficit.

La relation entre **compte des transactions courantes et taux de change réel** fait encore l'objet de nombreux débats dans les milieux académiques. Prenons un simple graphique de dispersion montrant la relation entre les variations du compte courant et celles du taux de change réel depuis le début des années 2000 [diapo 6], la conclusion est plutôt pessimiste : au cours de cette période, les variations annuelles du taux de change réel n'ont affiché qu'une faible relation négative avec les ajustements du compte courant. On peut avancer qu'un rééquilibrage nécessite d'importantes variations du taux de change réel et entraîne, par conséquent, des coûts importants en termes de niveau de richesse pour les pays en déficit. En outre, cette relation peut sensiblement différer entre les périodes d'« accumulation » des déséquilibres à l'échelle mondiale et celles de « rééquilibrage ». Si l'on divise l'échantillon entre la période qui précède et celle qui suit le « pic » de ces déséquilibres mondiaux en 2006 [diapo 7], **on constate en effet clairement une asymétrie** : les variations des comptes courants ont été plus fortement liées aux mouvements du taux de change réel durant les quatre années qui ont suivi le « pic » des déséquilibres mondiaux (période de rééquilibrage) que durant les quatre années qui l'ont précédé (période d'accumulation). Il existe

de nombreuses raisons pour lesquelles cette relation pourrait évoluer avec le temps : par exemple, il a été montré, du côté des exportations, que les exportateurs très productifs réagissaient moins fortement aux mouvements du taux de change réel que les petits exportateurs moins productifs^{vi}. Cela signifie que lorsqu'il y a un besoin de rééquilibrage, celui-ci s'effectue dans une large mesure par le biais des importations et, dans les pays en déficit, par une compression de la demande.

2. Le financement des déséquilibres importants

Permettez-moi maintenant d'aborder l'aspect financier du compte courant et d'analyser le caractère soutenable d'un déséquilibre courant excessif, principalement à partir du niveau et de la composition du financement.

Les déséquilibres importants du compte courant, en particulier les déficits, posent des risques importants pour la soutenabilité de la dette extérieure et font apparaître la possibilité d'interruptions brutales (*sudden stops*)^{vii}. Les positions brutes sont aujourd'hui 3 à 4 fois plus élevées qu'en 1995, au sein d'une fourchette comprise entre 150 et 300 % du PIB (150 % dans le cas des États-Unis et 300 % dans le cas de la France, par exemple). Les positions nettes sont beaucoup moins élevées [diapo 8, tableau de la partie droite], mais ont été multipliés par un facteur de 5 à 10 par rapport à leur niveau de 1995.

L'existence d'importants déséquilibres persistants des comptes courants a pour contrepartie des positions extérieures nettes élevées [comme cela a déjà été montré dans la diapo 3], mais aussi l'accumulation persistante d'avoirs et d'engagements extérieurs.

À cet égard, la **composition** du compte financier (IDE, investissements de portefeuille ainsi que la catégorie des autres investissements qui recouvre dans une large mesure les flux bancaires) est importante. Si l'on examine les différents instruments financiers, on constate que la volatilité de l'ensemble des flux résulte dans une large mesure des flux bancaires [diapo 9]. Étant

donné la forte expansion des flux bancaires transfrontières avant la crise, en particulier dans la zone euro, le « faible » niveau observé ces dernières années pourrait simplement être interprété comme un retour à la normale. En effet, à la suite de la Grande crise financière, ce sont les flux bancaires qui ont le plus diminué, suivis des flux sur portefeuilles de titres de dette^{viii}. Les flux sur portefeuilles d'actions ont beaucoup mieux résisté que les flux sur titres de dette, qui ont diminué de moitié entre la période antérieure à la crise et celle postérieure à la crise. La résilience des flux sur actions montre que les actions ont de meilleures propriétés de partage du risque que les titres de dette^{ix}.

Par conséquent, même si d'importantes mesures sont prises pour réduire les soldes commerciaux (parfois à un coût élevé), la manière dont ces déficits courants ont été financés continue d'influer sur les déséquilibres actuels et futurs des comptes courants, limitant ainsi l'efficacité d'un rééquilibrage de la demande. Les effets de valorisation et les flux de revenus sont les facteurs qui déterminent de plus en plus les positions extérieures nettes, davantage que le solde commercial lui-même [diapo 10]. Cela implique de garder un œil vigilant sur les types de flux financiers qui financent les déséquilibres des comptes courants, et de surveiller la contribution relative des flux d'IDE, d'actions, de titres de dette et des flux bancaires à l'accumulation des déséquilibres extérieurs ainsi que l'exposition au risque de change, du point de vue aussi bien des avoirs que des engagements.

3. Donc, quelles sont les réponses de politique économique envisageables pour limiter les déséquilibres mondiaux excessifs ?

Permettez-moi de commencer par mettre l'accent sur ce que seraient des réponses inadéquates. Premièrement, il y a la tentation du protectionnisme, mais ce n'est pas une option. D'un point de vue macroéconomique, un renforcement du protectionnisme a des effets récessionnistes et inflationnistes, car il agit comme un choc d'offre négatif. De plus, le compte des transactions courantes étant déterminé par l'équilibre entre épargne et

investissement, il ne semble pas évident que les politiques commerciales soient susceptibles d'affecter les deux variables. Par exemple, en raison de l'intégration croissante des chaînes de valeur mondiales, toute augmentation des droits de douane sur les consommations intermédiaires importées se traduit immédiatement par une hausse des coûts de production et nuit, en conséquence, à la compétitivité à l'exportation. Ainsi, imposer de nouvelles barrières commerciales – ou des « accords bilatéraux » – à certains partenaires commerciaux n'a non seulement presque aucune chance d'éliminer le déficit global du compte des transactions courantes, mais menace en outre la croissance économique à long terme.

De même, il serait également illusoire pour les différents pays de mener des politiques macroéconomiques non-coopératives. Premièrement, les dévaluations compétitives : après des déclarations unilatérales et malencontreuses entendues la semaine dernière, plusieurs d'entre nous, membres du Conseil des gouverneurs de la BCE, ont jugé nécessaire de rappeler qu'au cours de la dernière Assemblée annuelle du FMI qui s'est tenue à Washington en octobre, nous nous sommes engagés, avec l'ensemble de nos partenaires, à adopter une approche multilatérale en affirmant que, je cite, « nous n'établirons pas de cible de taux de change à des fins de concurrence ». Tout écart par rapport à cette règle commune ne se ferait qu'au prix de la confiance mutuelle et de la croissance mondiale.

À propos du Conseil des gouverneurs de la BCE, permettez-moi de dire quelques mots sur notre politique monétaire. Elle suit, avec confiance et patience, une voie de normalisation progressive. Mais l'on ne devrait pas se concentrer de façon excessive sur le seul instrument des achats mensuels nets d'actifs : que nous y mettions un terme en septembre ou que nous les diminuions un peu plus progressivement n'est pas une question « existentielle »... Il y a deux autres questions plus importantes :

- premièrement, comme en danse irlandaise, nous préférons danser en quadrille plutôt qu'en solo ; ici, nous nous appuyerons de plus en plus sur

l'ensemble des mesures de politique monétaire, qui incluent le volume considérable d'actifs déjà acquis, les réinvestissements à venir et les indications sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs (*forward guidance*). Et nous suivrons une séquence prévisible.

- deuxièmement, le calendrier de cette séquence dépendra des perspectives d'inflation et des progrès réalisés sur la voie de notre objectif de taux d'inflation inférieur à mais proche de 2 %. En conséquence, nous surveillerons la transmission des variations du taux de change – qui constitue une source d'incertitude – et nous serons prêts à réévaluer les choses si nécessaire.

Des dévaluations budgétaires ont également été envisagées par les pays cherchant à doper leur compétitivité par le biais de modifications de leur système fiscal, généralement en réduisant la fiscalité du travail et/ou du capital, tout en accroissant les taxes sur la consommation^x. Ces modifications accroissent la compétitivité des entreprises nationales par rapport aux entreprises étrangères, tant sur les marchés intérieurs qu'à l'exportation. En pratique, toutefois, il y a des limites empiriques à cette stratégie. Un nivellement par le bas des taux d'imposition des sociétés soulève également des défis croissants concernant l'équité sociale de la mondialisation – et donc sa soutenabilité – comme l'a souligné le président Macron à Davos... et comme il ressort parfois même des débats au sujet de l'Irlande.

Des recherches récentes ont mis l'accent sur l'influence notable que les politiques budgétaires peuvent exercer sur l'évolution des déséquilibres, y compris aux États-Unis et en Allemagne^{xi}. À cet égard, la réforme fiscale américaine récemment adoptée par le Congrès devrait considérablement stimuler l'économie américaine, qui se trouve déjà en situation de plein emploi, entraînant ainsi une hausse des importations et un creusement du déficit extérieur. Cela risque donc clairement d'accroître les déséquilibres mondiaux. Symétriquement, au sein de la zone euro, certains pays dont les soldes des transactions courantes sont largement positifs ont récemment réalisé des excédents budgétaires (par exemple, en 2017, 0,9 % du PIB en Allemagne

et 0,7 % aux Pays-Bas). Cela suggère qu'une stimulation budgétaire dans ces pays pourrait contribuer à corriger les déséquilibres intra-zone euro, que ce soit par le biais des dépenses d'investissement public ou de réductions de la fiscalité des ménages.

Donc, quelle est la solution ? Plus que jamais, un multilatéralisme actif est aujourd'hui nécessaire pour relever nos défis mondiaux. Dans le monde incertain qui est le nôtre en 2018, il est de la responsabilité d'une Europe forte, ainsi que du Canada et de certains partenaires asiatiques, de porter ce message.

Je voudrais conclure en m'attachant au niveau intra-européen. La zone euro enregistre un excédent d'épargne par rapport à l'investissement qui devrait s'établir autour de 3,0 % du PIB en 2017. **L'épargne devrait circuler plus librement en Europe**, en direction des besoins d'investissement, en particulier vers l'investissement productif, et une façon notable de parvenir à ce résultat est de renforcer les fonds propres, qui sont la clé d'une économie d'innovation. Une grande partie de la solution se situe au niveau européen, avec la construction de ce que j'appelle une « **Union de financement pour l'investissement et l'innovation** » (UFII), qui regrouperait les initiatives déjà en place – l'« Union des marchés de capitaux » bien sûr, mais aussi l'Union bancaire et le Plan Juncker. Au Conseil des gouverneurs, nous trouvons tout regrettable que l'Union des marchés de capitaux soit actuellement traitée en parent pauvre dans les discussions politiques concernant le renforcement de la zone euro. L'Union des marchés de capitaux contribuerait de façon significative à favoriser le partage du risque privé :

- (i) premièrement, en incitant aux investissements transfrontières – de préférence en fonds propres – par le biais de l'harmonisation des règles comptables, de la fiscalité et des lois sur la faillite ;
- (ii) deuxièmement, en développant à l'échelle européenne des produits d'épargne davantage orientés vers les investissements à long terme.

Cela pourrait être réalisé par le biais de différents véhicules d'épargne, à commencer par la création de fonds de capital-risque européens ;

(iii) troisièmement, en achevant l'Union bancaire.

**

En conclusion, les déséquilibres mondiaux ne sont pas inévitables et nous avons toujours besoin de nouvelles idées pour améliorer le fonctionnement de nos économies mondialisées. À cet égard, je voudrais citer George Bernard Shaw, le célèbre écrivain irlandais, qui a dit « Vous voyez des choses et vous dites Pourquoi? Mais moi, je rêve de choses qui n'ont jamais existé ; et je dis 'Pourquoi pas ?' » Je vous remercie de votre attention.

ⁱ Discours préparé à l'aide des contributions d'Antoine Berthou, de Matthieu Bussière, de Laurent Ferrara, de Sophie Haincourt, de Francesco Pappadà et de Julia Schmidt.

ⁱⁱ Milesi Ferretti (G.-M.) et Razin (A.) (1998), « *Current account reversals and currency crises: Empirical regularities* », *NBER WP* n° 6620.

ⁱⁱⁱ Lane (P.) et Milesi-Ferretti (G.-M.) (2012), « *External adjustment and the global crisis* », *Journal of International Economics*, Elsevier, vol. 88(2), pages 252-265.

^{iv} Gourinchas (P.O.) et Obstfeld (M.) (2012), « *Stories of the Twentieth Century for the Twenty-First* », *American Economic Journal: Macroeconomics*, American Economic Association, vol. 4(1), pages 226-265.

^v Obstfeld (M.) et Rogoff (K.) (2001), « *The Six Major Puzzles in International Macroeconomics: Is There a Common Cause?* », *NBER Macroeconomics Annual 2000*, publié par Ben S. Bernanke et Kenneth Rogoff, vol. 15, *NBER Chapters*, National Bureau of Economic Research, Inc.: MIT Press, p. 339-412.

Obstfeld (M.) et Rogoff (K.) (2005), « *Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustments* », *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 36, n° 2005-1, p. 67-146.

Obstfeld (M.) et Rogoff (K.) (2007), « *The Unsustainable U.S. Current Account Position Revisited* » dans « *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment* », *NBER Chapters*, National Bureau of Economic Research, Inc., pp. 339-376.

^{vi} Berthou (A.), « Un euro fort pénalise moins les exportateurs très productifs », Bloc-notes Eco de la Banque de France, décembre 2017. Voir aussi le document de travail associé : « Mouvements de taux de change, exportations des entreprises et hétérogénéité », Banque de France, Document de travail n° 660.

^{vii} Obstfeld (M.) (2012), « *Does the Current Account Still Matter?* », *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 102(3), pages 1-23.

^{viii} Bussière (M.), Schmidt (J.) et Valla (N.) (2016), « *International Financial Flows in the New Normal: Key Patterns (and Why We Should Care)* », *CEPII Policy Brief 2016-10*, 2016, CEPII.

^{ix} Albuquerque (R.) (2003), « *The composition of international capital flows: risk sharing through foreign direct investment* » *Journal of International Economics*, 61(2), 353-383.

^x Fahri (E.), Gopinath (G.) et Itskhoki (O.) (2014). « *Fiscal Devaluations* », *Review of Economic Studies*, 81(2), pp. 725-760.

^{xi} Chinn (M.) (2017). « *The once and future global imbalances? Interpreting the post-crisis record*, *Speech at the Jackson Hole Symposium* », août 2017.