

Colloque
international

**FACE AUX DÉSÉQUILIBRES
MONDIAUX :
QUELLE RÉGULATION ?**

MARS 2011

SOMMAIRE

(Les qualités des participants sont celles à la date du colloque)

INTERVENANTS		5
ALLOCUTION INTRODUCTIVE	Christian NOYER, gouverneur, Banque de France	19
SESSION 1	QUELS DÉSÉQUILIBRES APRÈS LA CRISE ?	21
Président :	Axel WEBER, président, Banque fédérale d'Allemagne	23
Intervenants :	Franklin ALLEN, professeur, Wharton School, Université de Pennsylvanie	25
	Jacob A. FRENKEL, président, Groupe des Trente, président, JPMorgan Chase Intl.	33
	Pierre-Olivier GOURINCHAS, professeur, Université de Berkeley, Californie	37
	Kenneth ROGOFF, professeur, Université de Harvard	43
	Nouriel ROUBINI, professeur, Stern School of Business, New York University	47
SESSION 2	ENJEUX DE LA SURVEILLANCE ET DE LA COORDINATION	53
Président :	Mario DRAGHI, gouverneur, Banque d'Italie, président, Conseil de la stabilité financière	55
Intervenants :	Lorenzo BINI SMAGHI, membre du Directoire, Banque centrale européenne	58
	Olivier BLANCHARD, conseiller économique, Fonds monétaire international	67
	Choongsoo KIM, gouverneur, Banque de Corée	70
	Olli REHN, commissaire européen, Affaires économiques et monétaires	74
SESSION 3	LE RÔLE DES BANQUES CENTRALES : LES ENSEIGNEMENTS DE LA CRISE	77
Président :	Michel CAMDESSUS, directeur général, Fonds monétaire international (1987-2000)	79
Intervenants :	Charles A. E. GOODHART, professeur émérite, London School of Economics	81
	José DE GREGORIO, gouverneur, Banque centrale du Chili	85
	Olivier JEANNE, professeur, Université Johns Hopkins, Baltimore	92
	Jean-Pierre LANDAU, sous-gouverneur, Banque de France	100
	Athanasios ORPHANIDES, gouverneur, Banque centrale de Chypre	103

SESSION 4	■ VERS QUEL SYSTÈME MONÉTAIRE INTERNATIONAL ? (TABLE RONDE)	107
Modérateur :	Martin WOLF, éditorialiste associé et rédacteur en chef économique, The Financial Times	109
Panélistes :	HU Xiaolian, vice-gouverneur, Banque populaire de Chine	111
	Christine LAGARDE, ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, France	113
	Jacques de LAROSIÈRE, conseiller, BNP Paribas	116
	Kiyohiko G. NISHIMURA, sous-gouverneur, Banque du Japon	119
	Janet YELLEN, vice-présidente du Conseil des gouverneurs, Système fédéral de réserve	122
CONCLUSION	■ William R. WHITE, président, Comité d'examen des situations économiques et des problèmes de développement, OCDE	125
PARTICIPANTS	■	135

Curriculum vitæ (mars 2011)

ALLEN Franklin

Professeur, Wharton School, Pennsylvania University

Franklin Allen est professeur de finance et d'économie, titulaire de la chaire *Nippon life* à la Wharton School de l'Université de Pennsylvanie. Il est membre du corps enseignant depuis 1980. Il est actuellement co-directeur du *Wharton Financial Institutions Center*.

Il occupait auparavant les fonctions de vice-doyen et de directeur des programmes doctoraux de Wharton, et de rédacteur en chef adjoint de la *Review of Financial Studies*, l'une des plus importantes revues financières universitaires. Il a présidé l'*American Finance Association*, la *Western Finance Association*, la *Society for Financial*

Studies et la *Financial Intermediation Research Society*. Il est *Fellow* de l'*Econometric Society*. Il est titulaire d'un doctorat de l'Université d'Oxford.

Les principaux domaines d'intérêt de Franklin Allen sont la finance d'entreprise, l'évaluation du prix des actifs, l'innovation financière, la comparaison des systèmes financiers et les crises financières.

Il a coécrit avec Richard Brealey et Stewart Myers plusieurs éditions (de la huitième à la dixième) du manuel *Principles of Corporate Finance*.

BINI SMAGHI Lorenzo

Membre du Directoire, Banque centrale européenne

Lorenzo Bini Smaghi est membre du Directoire de la Banque centrale européenne (BCE) depuis juin 2005. À la BCE, il est en charge des relations internationales et européennes, des affaires juridiques et également du projet de construction du nouveau siège.

Il est titulaire d'une maîtrise en économie de l'Université de Californie du Sud et d'un doctorat de l'Université de Chicago.

Avant de rejoindre la BCE, il était directeur général des Relations financières internationales au ministère italien de l'Économie et des Finances.

Précédemment, il a occupé, notamment, les postes suivants : directeur général adjoint des Études et de la Recherche à la BCE, chef de la division d'Analyse et d'Orientation à l'Institut monétaire européen (Francfort-sur-le-Main) et chef de la division des Changes et du Commerce international, service de la Recherche, à la Banque d'Italie.

Il est l'auteur de plusieurs articles et ouvrages consacrés aux questions monétaires et financières internationales et européennes.

BLANCHARD Olivier

Conseiller économique, *Fonds monétaire international*

Citoyen français, Olivier Blanchard a passé la majeure partie de sa vie professionnelle à Cambridge, aux États-Unis. Après avoir obtenu son doctorat (Ph.D) en économie au *Massachusetts Institute of Technology* en 1977, il a enseigné à l'Université Harvard, avant de revenir au MIT en 1982, où il est aujourd'hui professeur d'économie *Class of 1941*. Il a été président du département d'Économie de 1998 à 2003. Il est aujourd'hui en poste au Fonds monétaire international, à Washington, en tant que conseiller économique et directeur de la Recherche.

Olivier Blanchard est un macroéconomiste qui a travaillé sur un large éventail de sujets, tels que le rôle de la politique monétaire, la nature des bulles spéculatives, le marché

du travail et les déterminants du chômage, la transition vers l'économie de marché des ex-pays communistes, les récessions macroéconomiques et les déséquilibres externes. À l'occasion de ses recherches, il a collaboré avec de nombreux pays et organisations internationales. Il est l'auteur d'un grand nombre d'ouvrages et d'articles, dont deux manuels de macroéconomie : l'un à l'usage des étudiants de 3^e cycle, coécrit avec Stanley Fischer, l'autre à l'usage des étudiants de 2^e cycle.

Il est *Fellow* de l'*Econometric Society* (et anciennement membre de son conseil), ancien vice-président de l'*American Economic Association*, et membre de l'*American Academy of Sciences*.

CAMDESSUS Michel

Gouverneur honoraire, *Banque de France*

Directeur général, *Fonds monétaire international (1987-2000)*

Président du Fonds monétaire international de 1987 à 2000, Michel Camdessus est gouverneur honoraire de la Banque de France. Il préside également le Comité d'orientation et de suivi de l'emploi des fonds du Fonds de Cohésion sociale et est contrôleur des rémunérations des professionnels du marché. Il a, en outre, exercé les fonctions de président du Club de Paris, ainsi que celles de président du Comité monétaire de la Communauté économique européenne de décembre 1982 à décembre 1984.

Diplômé d'études supérieures d'économie politique et de sciences économiques de l'Université de Paris, il est également titulaire d'un diplôme de Sciences Po de Paris et ancien élève de l'École nationale d'administration.

Il est grand officier de la Légion d'honneur, chevalier de l'Ordre national du Mérite et commandeur de l'Ordre de l'Empire britannique.

DE GREGORIO José**Gouverneur, Banque centrale du Chili**

José De Gregorio est gouverneur de la Banque centrale du Chili depuis décembre 2007. Il a auparavant occupé le poste de vice-gouverneur à partir de décembre 2003 et siège au Conseil de la Banque depuis juin 2001.

De mars 2000 à juin 2001, il a combiné trois portefeuilles ministériels, l'Économie, les Mines et l'Énergie.

Il est professeur à l'Université du Chili et à l'*Universidad Católica*. Entre 1997 et 2000, il était professeur et directeur des programmes de troisième cycle au Centre d'économie appliquée de l'Université du Chili.

De 1994 à 1997, il a assuré les fonctions de Coordinateur de la politique économique au ministère des Finances du Chili.

Entre 1990 et 1994, il a travaillé en tant qu'économiste au département des Études du Fonds monétaire international.

Il est titulaire d'un diplôme de génie civil et d'une maîtrise d'ingénierie de l'Université du Chili (1984). Il a obtenu un doctorat en économie en 1990 au MIT.

Ses articles, largement publiés dans les revues académiques internationales, portent sur les questions relatives à la politique monétaire, aux taux de change, aux flux de capitaux et à la croissance économique. Il est l'auteur de deux ouvrages, le dernier en date étant consacré à la macroéconomie. Il a été expert et membre des comités de rédaction de plusieurs journaux universitaires. Il a également été membre du Comité exécutif de la *Latin American and Caribbean Economic Association* — LACEA (Association économique pour l'Amérique latine et les Caraïbes) et co-directeur du comité d'organisation de la réunion annuelle de la LACEA en 1999.

DRAGHI Mario**Gouverneur, Banque d'Italie****Président, Conseil de stabilité financière**

Mario Draghi est gouverneur de la Banque d'Italie. De par cette fonction, il est membre du Conseil des gouverneurs et du Conseil général de la Banque centrale européenne, ainsi que du conseil d'administration de la Banque des règlements internationaux. Il représente également l'Italie au Conseil des gouverneurs de la Banque internationale pour la reconstruction et le développement et à celui de la Banque asiatique de développement. Il a été élu président du Forum de stabilité financière en avril 2006, rebaptisé Conseil de stabilité financière au printemps 2009.

Il est diplômé de l'Université de Rome et a obtenu un doctorat d'économie au *Massachusetts Institute of Technology*. Par la suite, il a enseigné l'économie à l'Université de Florence, de 1981 à 1991.

Avant de prendre la tête de la Banque d'Italie, il a été vice-président et directeur général de Goldman Sachs International et membre du comité de direction de ce groupe (2002-2005). En outre, il a été directeur général du Trésor italien (1991-2001), président du Comité économique

et financier du Conseil de l'Union européenne, membre des suppléants du G7 et président du Groupe de travail n° 3 de l'OCDE (Organisation de coopération et de développement économiques). Il a été nommé président du Comité pour les privatisations en Italie en 1993, et a exercé les fonctions de directeur exécutif de la Banque mondiale de 1984 à 1990.

Lorsqu'il dirigeait le Trésor italien, il a présidé le comité qui a révisé la législation relative aux entreprises et la législation financière et qui a élaboré le projet de loi régissant les marchés financiers de l'Italie. Il a aussi siégé au conseil de plusieurs banques et sociétés (Eni, IRI, BNL et IMI).

Il fait partie du *Board of Trustees* (conseil d'administration) du *Princeton Institute for Advanced Study* et de la *Brookings Institution*. Il a été *IOP Fellow* à la *Kennedy School of Government* de l'Université d'Harvard.

Il est l'auteur de plusieurs publications traitant de questions macroéconomiques et financières.

FRENKEL Jacob A.

Président, JPMorgan Chase Intl.

Président, Group of Thirty

Le Dr. Jacob A. Frenkel est président de *JPMorgan Chase International* et ancien vice-président d'*American International Group, Inc.* (AIG). Il dirige également le groupe des Trente (G30). Il est titulaire d'une licence d'économie et de sciences politiques, obtenue à l'Université hébraïque de Jérusalem, ainsi que d'une maîtrise et d'un doctorat d'économie, délivrés par l'Université de Chicago.

Il a été président de *Merrill Lynch International Inc.* de 2000 à 2004. En outre, il a accompli deux mandats de gouverneur de la Banque d'Israël entre 1991 et 2000. À ce poste, il a réussi à réduire l'inflation et à stabiliser les prix, à libéraliser les marchés de capitaux, à supprimer le contrôle des changes et à intégrer l'économie israélienne dans le système financier mondial. Il a été conseiller économique et directeur de recherche du Fonds monétaire international de 1987 à 1991, après avoir occupé la chaire *David Rockefeller* d'Économie internationale à l'Université de Chicago et exercé la fonction de rédacteur au *Journal of Political Economy* de 1973 à 1987.

Il est membre de l'*Econometric Society*, membre honoraire étranger de l'Académie américaine des arts

et des sciences, membre du conseil d'administration du *National Bureau of Economic Research* (NBER), membre du conseil consultatif du Conseil des relations extérieures et membre de la Commission trilatérale. Il siège également au conseil d'administration de l'*Institute for International Economics* (IIE).

Il a été lauréat de l'*Israel Prize* d'économie en 2002. Il a aussi reçu plusieurs diplômes *honoris causa*, et d'autres distinctions et récompenses telles que l'*Economic Policy Award* 1993, décerné par la revue « *Emerging Markets* », et le *Central Banker of the Year Award* 1997, attribué par la revue « *Euromoney* ».

Il a présidé le Conseil des gouverneurs de la Banque interaméricaine de développement en 1995-1996 et a été vice-président du Conseil des gouverneurs de la Banque européenne pour la reconstruction et le développement en 1999-2000.

Il est l'auteur de nombreux ouvrages et articles consacrés à l'économie internationale et à la macroéconomie.

GOODHART Charles

Professeur émérite, London School of Economics

Charles Goodhart, *Commander of the British Empire*, *Fellow of the British Academy*, est membre du Groupe des marchés financiers de la *London School of Economics* (LSE), après en avoir été directeur adjoint de 1987 à 2005. De 1985 jusqu'à son départ à la retraite en 2002, il était professeur titulaire de la chaire *Norman Sosnow* en Banque et Finance à la LSE. Il avait avant cela travaillé pendant dix-sept ans à la Banque d'Angleterre, en tant que conseiller sur les questions monétaires, puis conseiller spécial à partir de 1980. En 1997, il a été nommé membre indépendant externe du Comité de politique monétaire nouvellement créé à la Banque d'Angleterre, et a occupé ce poste jusqu'en mai 2000. Il avait auparavant enseigné à l'Université de Cambridge et à la LSE.

Outre de nombreux articles, il a écrit plusieurs ouvrages sur l'histoire monétaire ; un manuel d'économie monétaire de 3^e cycle universitaire, *Money, Information and Uncertainty* (2^e éd. 1989) ; deux séries de papiers sur la politique monétaire, *Monetary Theory and Practice* (1984) et *The Central Bank and The Financial System* (1995) ; un certain nombre d'ouvrages et articles sur la stabilité financière, sujet pour lequel il a été conseiller auprès du gouverneur de la Banque d'Angleterre de 2002 à 2004, et de nombreuses autres études relatives aux marchés financiers, à l'histoire monétaire et à la politique monétaire.

Sur son temps libre, il élève des moutons (à perte).

GOURINCHAS Pierre-Olivier

Professeur, *University of California, Berkeley*

Pierre-Olivier Gourinchas a étudié en France où il a fait l'École polytechnique. Il a obtenu un doctorat au *Massachusetts Institute of Technology* (MIT) en 1996 et a enseigné à la *Stanford Graduate School of Business* et à l'Université de Princeton, avant de rejoindre le département d'Économie de l'Université de Berkeley.

Ses recherches sont principalement axées sur la macroéconomie et la finance internationales. Les plus

récentes s'intéressent à l'importance des valorisations pour la dynamique de l'ajustement interne et la détermination des taux de change (avec Hélène Rey), aux déterminants des flux de capitaux en direction et en provenance des pays en développement (avec Olivier Jeanne), aux portefeuilles internationaux (avec Nicolas Cœurdaier), aux déséquilibres mondiaux (avec Ricardo Caballero et Emmanuel Farhi) et à la discrimination internationale par les prix (avec Gita Gopinath, Chang-Tai Hsieh et Nick Li).

HU Xiaolian

Sous-gouverneur, *Banque populaire de Chine*

Hu Xiaolian est sous-gouverneur de la Banque populaire de Chine (BPC) et administrateur de l'Administration d'État du contrôle des changes (SAFE).

Elle est titulaire d'une maîtrise d'économie de l'École supérieure de la Banque populaire de Chine obtenue en 1984.

Après ses études, elle est entrée à l'Administration du contrôle des changes, où elle a occupé de nombreux postes, notamment celui d'adjoint au chef de division et de chef de la division Études et Recherche, adjoint au directeur général du département Politique et Réglementation, et adjoint au directeur général et directeur général du

département Gestion des Réserves de change. En 1999, elle est devenue membre du Comité du Parti communiste chinois, déléguée au SAFE. De 2001 à 2004, Elle a occupé les fonctions d'administrateur adjoint du SAFE.

En 2004, elle a été nommée conseiller auprès du gouverneur de la Banque populaire de Chine et membre du Comité du Parti communiste chinois pour la BPC. En 2005, Hu Xiaolin a été promue administrateur de l'Administration du contrôle des changes. Elle est actuellement membre suppléant du 17^e Comité central du Parti communiste chinois et a été nommée sous-gouverneur de la Banque populaire de Chine en 2009.

JEANNE Olivier

Professeur, Johns Hopkins University, Baltimore

Olivier Jeanne est professeur d'économie à l'Université Johns Hopkins (Baltimore, États-Unis) depuis 2008. Il a auparavant travaillé pendant dix ans au département des Études du Fonds monétaire international.

Il s'intéresse à diverses questions théoriques et pratiques liées à la macroéconomie internationale et nationale : flux de capitaux, régimes de change et crises monétaires, dette souveraine et défauts de paiement, liquidité internationale et politique monétaire.

Olivier Jeanne est également *Senior Fellow* au *Peterson Institute for International Economics* (Washington, D.C.), *Research Associate* au *National Bureau of Economic Research* (NBER) et *Research Fellow* au Centre de Recherche sur la politique économique (CEPR). Il est diplômé de l'école polytechnique et de l'École nationale des ponts et chaussées en France, et titulaire d'un master d'économie obtenu à la *London School of Economics*, ainsi que d'un doctorat d'économie délivré par l'École des hautes études en Sciences sociales (EHESS, Paris). Il a enseigné l'économie à l'École polytechnique, à l'Université de Berkeley et à l'Université de Princeton.

KIM Choongsoo

Gouverneur, Banque de Corée

Choongso Kim est le 24^e gouverneur de la Banque de Corée et il est également président du Comité de politique monétaire. Il a pris ses fonctions le 1^{er} avril 2010 pour un mandat de quatre ans.

Le Dr. Kim a obtenu une licence d'économie de l'Université nationale de Séoul en 1973 et un doctorat d'économie de l'Université de Pennsylvanie en 1979.

Avant sa nomination comme gouverneur de la banque centrale, il a exercé diverses fonctions dans le service public et dans les milieux universitaires. De septembre 2008 à mars 2010, il était en poste à Paris en tant qu'ambassadeur de Corée et représentant permanent auprès de l'OCDE. Avant d'être nommé ambassadeur, il a occupé le poste de secrétaire principal auprès du président pour les Affaires économiques, dans le Cabinet du président de Corée.

Il a également occupé de nombreux autres postes : président de l'Université Hallym (2007-2008), président de l'Institut de développement de la Corée (2002-2005), doyen

de l'École des hautes études internationales, Université de Kyung Hee (1998-2002) et président de l'Institut de finances publiques de Corée (1997-1998). Il a également occupé les fonctions de ministre adjoint et conseiller spécial du vice-premier ministre au ministère des Finances et de l'Économie, et de ministre et chef du bureau de l'OCDE à l'ambassade de Corée à Paris (1995-1997), chargé des négociations relatives à l'adhésion de la République de Corée à l'OCDE. En 1993, il a été secrétaire auprès du président pour les Affaires économiques, dans le Cabinet du président.

Il a travaillé pendant dix ans (1983-1993) comme économiste senior à l'Institut de développement de la Corée, où ses domaines de recherche comprenaient la gestion de la politique macroéconomique, la main-d'œuvre et la politique de protection sociale. Il a été associé de recherche senior au *Center for Human Resource Research* de l'Université d'État de l'Ohio (1979-1983) et a commencé sa carrière en 1975 comme associé de recherche pour *Wharton Econometric Forecasting Associates Inc.*

LAGARDE Christine*Ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, France*

Christine Lagarde est ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie de la France. Elle a effectué ses études secondaires au Havre. Elle a ensuite enchaîné les formations et les diplômes : DESS de droit social à l'Université Paris X, maîtrise d'anglais, Sciences Po, *Holton Arms School* (Bethesda, États-Unis).

Une fois obtenu son titre d'avocat au barreau de Paris en 1981, elle est aussitôt entrée au bureau parisien du cabinet international Baker & McKenzie. Spécialisée en droit du travail et en droit de la concurrence, elle a progressivement gravi tous les échelons du cabinet : avocat associé (1987-1991), gérant du bureau parisien (1991-1995), membre du Comité exécutif mondial (1995-1999), président de ce même Comité (1999-2004), et enfin président du Comité stratégique mondial (2004-2005).

En 2005, elle met ses compétences et son expérience au service de son pays. Elle est nommée ministre déléguée au

Commerce extérieur puis ministre de l'Agriculture et de la Pêche et, en 2007, elle devient la première femme ministre de l'Économie en France.

Depuis lors, elle est chargée de conduire la politique économique française dans le contexte de l'une des crises les plus graves depuis la deuxième guerre mondiale. Elle a également présidé de juillet à décembre 2008 le conseil ECOFIN qui réunit les ministres des Finances de l'Union européenne. Participant régulièrement aux réunions du G20, Christine Lagarde a contribué à favoriser une politique internationale de supervision et de régulation du secteur financier, notamment en matière de rémunérations et de juridictions non coopératives.

Elle a été décorée des insignes de chevalier de la Légion d'honneur en juillet 2000.

LANDAU Jean-Pierre*Sous-gouverneur, Banque de France*

Jean-Pierre Landau a été nommé sous-gouverneur de la Banque de France en janvier 2006. Auparavant, il a occupé différentes fonctions au ministère de l'Économie et des Finances, notamment celles de directeur des Relations économiques extérieures et de ministre conseiller pour les Affaires financières à l'Ambassade de France à Londres.

Il a été administrateur pour la France au Fonds monétaire international et à la Banque mondiale (Washington, DC) de 1989 à 1993, et administrateur pour la France à la Banque européenne pour la reconstruction et le développement (BERD, Londres), de 2001 à 2005.

Il est actuellement membre du conseil d'administration de la Banque des règlements internationaux (BRI) et membre du Conseil de la stabilité financière. Il est également suppléant au G7 et au G20 et membre du Groupe de travail de l'OCDE (WP3) consacré à la politique économique et financière.

Il a été, de 1991 à 1993, professeur associé à l'Université Johns Hopkins à Washington, École des hautes études internationales. Il est actuellement professeur d'économie internationale à Sciences Po de Paris.

De LAROSIÈRE Jacques

Conseiller du Président, BNP Paribas

Jacques de Larosière a été nommé le 1^{er} octobre 1998 conseiller du président de Paribas, maintenant BNP Paribas. À ce titre, il apporte, par son expertise des questions financières internationales, sa contribution au développement de la stratégie, notamment internationale, de BNP Paribas.

Diplômé de Sciences Po de Paris, ancien élève de l'École nationale d'Administration (ENA) (promotion «Dix-huit juin»), inspecteur général des Finances honoraire, il fut notamment directeur du Trésor de 1974 à 1978, avant d'être directeur général du Fonds monétaire international de 1978 à 1987, puis gouverneur de la Banque de France de janvier 1987 en août 1993. Il fut président de la Banque européenne pour la Reconstruction et de Développement (BERD) de septembre 1993 à février 1998.

Il est actuellement président de l'Observatoire de l'Épargne européenne « OEE » depuis 1999, *Co-chairman*

d'Eurofi depuis 2000, président du Comité stratégique de l'Agence France Trésor depuis 2004, *Chairman Advisory Board MidEuropa Fund* depuis 2006, membre du *Group of Trustees for the Principles for Emerging Markets* depuis 2006, membre du conseil de *Stichting NYSE Euronext* et *trustee* de *NYSE Group Trust I (the U.S. Trust)* depuis 2007 et co-président du "*Markets Monitoring Group*" de l'Institut de Finance international (I.I.F.) depuis 2008. Il est membre du Conseil européen du Risque systémique depuis 2011.

Il a présidé le Haut Comité sur la réforme de l'architecture de surveillance financière européenne (2008-2009).

Il est membre de l'Académie des Sciences morales et politiques (1993) ; membre honoraire de la Société des Cincinnati de France ; commandeur de la Légion d'honneur ; K.B.E.

NISHIMURA Kiyohiko G.

Sous-gouverneur, Banque du Japon

Kiyohiko G. Nishimura est sous-gouverneur de la Banque du Japon. Il est titulaire d'une licence (1975) et d'une maîtrise (1977) de l'Université de Tokyo, et d'un doctorat de l'Université de Yale (1982). Il a été chargé de recherche pour le programme Arthur M. Okun (1981-1982) à la *Brookings Institution* (Washington, D. C.), avant de rejoindre la Faculté d'économie de l'Université de Tokyo en 1993 en tant que professeur associé (1983-1994), puis en tant que professeur (1994-2005). Il a également été nommé directeur de la recherche de l'Institut de recherche économique et sociale du Cabinet du Premier ministre du gouvernement japonais de 2003 à 2005, avant de rejoindre la Banque du Japon en tant que membre du Conseil de la politique monétaire (2005-2008). Il a été nommé sous-gouverneur le 20 mars 2008.

Ses travaux couvrent un large domaine qui s'étend de la théorie économique, concernant notamment les mathématiques appliquées à l'économie et les bases microéconomiques de la macroéconomie, à des études de gestion touchant par exemple aux marchés de l'immobilier et à la commercialisation en ligne dans le secteur automobile.

Il a été récompensé par le *Nikkei Prize* en 1993 pour son ouvrage "*Imperfect competition, differential information, and*

microeconomic foundations of macroeconomics" (Oxford University Press, 1992), par le *Japan Economist Prize* en 1997 pour son livre « *Macroeconomics of "Price Revolution"* » (Nihon Keizai Shinbun, 1996), par le *Real Estate Sciences Prize* de la *Japan Association* en 2005 pour l'ouvrage intitulé « *Economic Analysis of Property Markets* » (Nihon Keizai Shinbun, 2002), et par le *TELECOM Social Science Award* en 2006 pour son livre « *Advancement of information and communication technology and its impacts on the Japanese economy* » (Yuhikaku Publishing, 2004). Il a également remporté le prix Nakahara de la *Japanese Economic Association* en 1998 pour sa contribution internationale dans le domaine des mathématiques appliquées à l'économie et dans celui de la théorie économique.

Il est actuellement conseiller principal de l'*Asian Economic Panel* et membre du conseil de rédaction de plusieurs publications universitaires internationales traitant de sciences économiques et de gestion. Il a également occupé plusieurs postes avant d'entrer à la Banque du Japon, comme membre du conseil consultatif du *Fujitsu Research Institute* (Japon) et comme conseiller universitaire pour *Recruit Ltd.* (Japon) et pour *Investment Property Databank* (Royaume-Uni).

NOYER Christian**Gouverneur, Banque de France**

Gouverneur de la Banque de France depuis novembre 2003, Christian Noyer a été renouvelé à ce poste en novembre 2009 pour un second mandat de six ans. Il est également membre du Conseil des gouverneurs et du Conseil général de la Banque centrale européenne.

Il est diplômé en droit, ancien élève de Sciences Po de Paris et de l'École nationale d'Administration (Promotion Guernica, 1976).

Affecté en 1976 à la direction du Trésor du ministère de l'Économie et des Finances, il fut détaché de 1980 à 1982 à la représentation permanente de la France auprès des Communautés européennes, à Bruxelles. Il occupa par la suite diverses fonctions à la direction du Trésor (trésorerie et dette, affaires bancaires, financement de l'industrie et entreprises publiques, questions multilatérales et financement des exportations) jusqu'à sa nomination en 1993 en tant que directeur du Trésor. Parallèlement, il fut le collaborateur direct de plusieurs ministres des Finances, comme conseiller au cabinet de M. Édouard Balladur de 1986 à 1988, puis directeur de cabinet auprès de MM. Edmond Alphandéry, en 1993, et

Jean Arthuis, de 1995 à 1997. Il fut nommé vice-président de la Banque centrale européenne, lors de la création de cette institution en 1998.

En tant que Gouverneur de la Banque de France, il est aujourd'hui président de l'Autorité de contrôle prudentiel, du Comité de médiation bancaire, de l'Observatoire de la sécurité des cartes de paiement, de l'Observatoire de l'épargne réglementée, du Conseil de surveillance de l'Institut d'émission des départements d'Outre-mer et du Conseil de surveillance de l'Institut d'émission d'Outre-mer.

Il est également président de la Banque des règlements internationaux, pour un mandat de trois ans ayant commencé le 7 mars 2010, ainsi que gouverneur suppléant du Fonds monétaire international.

Officier de la Légion d'Honneur et Chevalier de l'Ordre national du Mérite, il a été distingué par plusieurs pays, notamment l'Espagne (grand-croix de l'Ordre du Mérite civil), le Sénégal (l'Ordre national du Lion) et le Cameroun (officier de l'Ordre national de la Valeur).

ORPHANIDES Athanasios**Gouverneur, Banque centrale de Chypre**

Athanasios Orphanides est gouverneur de la Banque centrale de Chypre et membre du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne.

Avant sa nomination comme gouverneur de la Banque centrale de Chypre en 2007, il a occupé la fonction de conseiller principal auprès du Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve des États-Unis, où il a commencé sa carrière comme économiste en 1990. Lorsqu'il était au Système fédéral de réserve, il a enseigné la macroéconomie et l'économie monétaire à des étudiants de premier et de deuxième cycle à *Georgetown University* et *Johns Hopkins University*. Le Dr. Orphanides a également été chercheur attaché au *Center for Financial Studies* de Francfort et au *Centre for Economic Policy Research* de Londres, et chercheur international attaché à l'Institut de Kiel pour l'économie mondiale.

Il a publié de nombreux articles traitant de questions économiques très diverses et co-édité un certain nombre

d'actes de conférences portant sur la politique monétaire ainsi que sur l'histoire monétaire. L'évaluation et l'élaboration de la politique monétaire en temps réel constituent un des axes essentiels de ses travaux relatifs à l'économie monétaire. Entre autres sujets, il a étudié les règles simples de politique monétaire, les politiques de contrôle optimales et le ciblage de l'inflation. Il a également analysé les complications pour la politique monétaire qui découlent d'une connaissance imparfaite de la formation des anticipations et de concepts non observables tels que l'écart de production. Par ailleurs, il s'est consacré à l'examen de la mise en œuvre de la politique monétaire dans le contexte de taux d'intérêt nominaux à court terme proches du plancher constitué par des taux nuls.

Il est titulaire d'une maîtrise de mathématiques et d'économie ainsi que d'un doctorat d'économie décernés par le *Massachusetts Institute of Technology*.

REHN Olli

Membre chargé des Affaires économiques et monétaires,
Commission européenne

Olli Rehn est membre de la Commission européenne chargé des Affaires économiques et monétaires.

Avant d'occuper ce poste, il a été pendant cinq ans commissaire européen en charge de la politique d'élargissement sous la première présidence de M. Barroso et, pendant quelques mois, commissaire chargé des Entreprises et de la Société de l'information sous la présidence de M. Prodi. De 1998 à 2002, il a été le chef de Cabinet du Commissaire Erkki Liikanen.

Entre 2002 et 2003, avant de prendre ses fonctions de conseiller en matière de politique économique auprès du Premier ministre finlandais, il a travaillé en tant que professeur et directeur de recherche au Centre d'études européennes du département de Sciences politiques de l'Université d'Helsinki. Dans les années quatre-vingt-dix,

il a été président de la délégation finlandaise auprès du Conseil de l'Europe, vice-président du Mouvement européen de Finlande (ONG) et membre du Parlement européen (vice-président du Groupe libéral). Il a également été membre du Parlement finlandais (1991-1995) et vice-président du parti du Centre finlandais (1988-1994).

Il a étudié les sciences économiques, les relations internationales et le journalisme au *Macalester College* de Saint Paul, Minnesota (USA). Il a obtenu une maîtrise de sciences politiques à l'Université d'Helsinki et un doctorat à l'Université d'Oxford.

Il a publié plusieurs articles et ouvrages, dont les plus récents sont intitulés *Europe's next frontiers* (Nomos, Baden-Baden 2006) et *Suomen eurooppalainen valinta ei ole suhdannepolitiikkaa* (WSOY, Helsinki 2006).

ROGOFF Kenneth

Professeur, Harvard University

Kenneth Rogoff est professeur de politiques publiques, titulaire de la chaire Thomas D. Cabot, et professeur d'économie à l'Université Harvard. De 2001 à 2003, Il a occupé les fonctions d'économiste en chef et directeur de la Recherche au Fonds monétaire international. Son traité intitulé *Foundations of international macroeconomics* (co-rédigé avec Maurice Obstfeld) fait référence au niveau mondial dans le domaine, et sa chronique mensuelle consacrée aux problèmes économiques mondiaux est publiée régulièrement dans plus de cinquante pays. Son récent ouvrage, coécrit avec Carmen Reinhart, *This time is different: eight centuries of financial folly* (Princeton University Press), paru en français sous le titre *Cette fois, c'est différent : huit siècles de folie financière*, s'appuie sur un très vaste ensemble de données couvrant soixante-six pays sur une période de huit cents ans. Cet ouvrage (une publication à succès pour le *New York Times*, Amazon et à l'échelle internationale) montre les remarquables similitudes quantitatives dans le temps et entre pays dans les périodes qui ont précédé et suivi les graves crises financières. Il est

également connu pour ses recherches majeures relatives à l'indépendance des banques centrales et au ciblage d'inflation comme outil institutionnel au service de la crédibilité de la politique monétaire

Il a été élu membre de l'Académie nationale des sciences et de l'Académie américaine des arts et des sciences, ainsi que du Conseil des relations extérieures et du Groupe des trente. Il a été invité à de nombreuses reprises à participer à des conférences réputées dans des universités du monde entier, et s'exprime aussi largement sur des questions touchant à l'économie mondiale. Il a reçu le titre, décerné à vie, de Grand maître international du jeu d'échecs. Il est le lauréat 2011 du prix Deutsche Bank d'économie financière décerné tous les deux ans par le *Center for Financial Studies*.

Il est membre du Conseil économique consultatif du Système fédéral de réserve et de la Banque centrale de Suède.

ROUBINI Nouriel**Professeur, Stern School of Business, NYU**

Nouriel Roubini est le cofondateur et président de *Roubini Global Economics*, un cabinet novateur de conseil et de service en intelligence géostratégique et économique qui, selon *Business Week*, *Forbes*, le *Wall Street Journal* et *The Economist*, publie l'un des meilleurs sites internet consacrés à l'économie. Il est également professeur d'économie à la Stern School of Business de l'Université de New York, et possède une grande expérience de la politique économique ainsi que des références académiques étendues. De 1998 à 2000, il a occupé le poste d'économiste senior aux affaires internationales au sein du Comité des conseillers économiques (*Council of Economic Advisers*) de la Maison Blanche, puis celui de conseiller senior auprès du sous-secrétaire aux Affaires internationales du Trésor américain, apportant notamment sa contribution à la résolution des crises financières asiatique et mondiale. Le Fonds monétaire international, la Banque mondiale, ainsi que de nombreuses institutions prestigieuses, privées ou publiques, ont fait appel à son expertise.

Il a publié plus de 70 articles de recherche théorique et empirique portant sur des sujets de macroéconomie

internationale, et a été co-auteur de plusieurs ouvrages : *Political Cycles : Theory and evidence* (MIT Press, 1997), *Bailouts or Bail-ins?, Responding to Financial Crises in Emerging Markets* (*Institute for International Economics*, 2004), et *Crisis Economics – a Crash Course in the Future of Finance* (Penguin Press, 2010) (*Économie de crise – une introduction à la finance du futur*, publié chez JC Lattès). Ses vues sur les questions relatives à l'économie mondiale sont largement reprises dans les médias, et il participe fréquemment en tant que commentateur à des programmes d'actualités économiques. Plusieurs articles de fond lui ont été consacrés, dans le *New York Times Magazine* et dans d'autres grandes revues d'actualité. Le *Financial Times* s'est également largement fait l'écho des opinions exprimées par Nouriel Roubini.

Il a obtenu une licence d'économie à l'Université de Bocconi, à Milan, puis un doctorat en économie à l'Université Harvard. Avant de rejoindre la *Stern School of Business*, il travaillait au département d'Économie de l'Université Yale.

WEBER Axel A.**Président, Banque fédérale d'Allemagne**

Axel Weber est président de la Banque fédérale d'Allemagne depuis avril 2004 et, à ce titre, membre du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne. Il est également gouverneur du Fonds monétaire international pour l'Allemagne et membre du conseil d'administration de la Banque des règlements internationaux. Depuis 2009, il est membre du comité de pilotage du Conseil de stabilité financière. En 2011, il est devenu membre du comité de pilotage du Comité européen du risque systémique.

De 1976 à 1982, il a étudié l'économie et la gestion à l'Université de Constance. Tout en occupant un poste d'assistant de recherche en économie monétaire (1982-92), il a obtenu un doctorat à l'Université de Siegen en 1987. Il a été *Visiting Fellow*, notamment au FMI, à la *Brookings Institution* (Washington, DC), et au Queen Mary College de l'Université de Londres, et conseiller pour la recherche à la BCE.

Il a enseigné à l'Université de Bonn en tant que professeur de théorie économique (1993-98). Entre 1998 et 2001, il a été titulaire de la chaire d'Économie monétaire appliquée à l'Université de Francfort et a également occupé le poste de directeur du *Center for Financial Studies* (CFS) à Francfort (1998-2002). à ce titre, il a débuté la série de conférences intitulée « *The ECB and its Watchers* ». De 2001 à 2004, il a enseigné l'économie internationale à l'Université de Cologne. Il est l'auteur d'ouvrages et d'articles, essentiellement consacrés à des questions relatives à la macroéconomie, aux marchés financiers et à la politique monétaire.

En 2002, il a été nommé au Conseil allemand des experts économiques, principale instance chargée de conseiller le gouvernement fédéral sur les questions économiques ; il a dû abandonner ce rôle quand il a été nommé président de la Banque fédérale d'Allemagne.

WHITE William R.

Président, Comité d'examen des situations économiques et des problèmes de développement, OCDE

William R. White préside le Comité d'examen des situations économiques et des problèmes de développement (EDR) de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) à Paris depuis octobre 2009. Ce comité évalue périodiquement les politiques des pays membres de l'OCDE et des pays candidats. De par sa fonction, il participe également aux réunions du Groupe de travail n° 1 et du Comité de politique économique de l'OCDE.

De plus, il est membre de la Commission Issing, qui a conseillé la chancellerie allemande sur les questions relatives au G20, et de l'*Advisory Board* (conseil consultatif) de l'*Institute for New Economic Thinking*. Il continue à publier des recherches et des articles traitant de la stabilité monétaire et financière, ainsi que du processus de coopération internationale dans ces deux domaines. Par ailleurs, il intervient régulièrement devant divers auditoires, dans le secteur public et le secteur privé.

De mai 1995 à juin 2008, il a été conseiller économique et directeur du Département monétaire et économique de la Banque des règlements internationaux (BRI)

à Bâle, en Suisse. En tant que conseiller économique, il a publié des articles en son nom propre et il a supervisé l'élaboration du rapport annuel de la BRI, dont il a rédigé l'introduction et les conclusions. En qualité de directeur du département monétaire et économique de la BRI, il a été responsable de la production de recherches, de données et de services d'information par ce département, ainsi que de l'organisation de réunions pour les gouverneurs et le personnel des banques centrales dans le monde entier.

Avant de rejoindre la BRI, il a exercé différentes fonctions au sein de la Banque d'Angleterre et de la Banque du Canada. Il a quitté cette dernière alors qu'il y occupait le poste de sous-gouverneur chargé des affaires internationales. À ce titre, il a pris part aux réunions du G7, du G10, de l'OCDE (Groupe de travail n° 3), du Fonds monétaire international et du *Bellagio Group*, entre autres.

Il a fait ses études dans l'Ontario (Canada), à Kenora, sa ville natale, puis à l'Université de Windsor. Il a obtenu un doctorat à l'Université de Manchester (Royaume-Uni) dans le cadre d'une bourse du Commonwealth.

WOLF Martin

Éditorialiste associé et rédacteur en chef économique, *The Financial Times*

Martin Wolf est éditorialiste associé et rédacteur en chef économique au *Financial Times*, à Londres.

Il a reçu le titre de CBE (Commandeur de l'Empire Britannique) en 2000 « pour services rendus au journalisme financier ». Il est membre associé du conseil d'administration de Nuffield College, à Oxford, membre honoraire du *Corpus Christi College*, à l'Université d'Oxford, membre honoraire de l'*Oxford Institute for Economic Policy* (Oxonia) et professeur à l'Université de Nottingham. Il participe depuis 1999 à la réunion annuelle du Forum économique mondial, à Davos, et il est membre de l'*International Media Council* depuis 2006. Il a été fait docteur *es lettres, honoris causa*, par l'Université de Nottingham en juillet 2006 et docteur *es sciences (économiques)* de l'Université de Londres, *honoris causa*, par la *London School of Economics* en décembre 2006.

En 1989 et 1997, il a reçu le prix d'excellence du journalisme financier, décerné par la *Wincott Foundation*. Il a été lauréat en 1994 du prix RTZ David Watt, décerné chaque année « à un auteur considéré comme ayant apporté une contribution exceptionnelle, en langue anglaise, à l'éclaircissement de questions nationales, internationales et politiques ainsi qu'à la promotion de leur meilleure compréhension ». Il a reçu le prix « *Accenture Decade of Excellence* » à l'occasion de la cérémonie récompensant le meilleur journaliste économique de l'année 2003 ainsi que le prix « *Newspaper Feature of the Year* » lors du *Workworld Media Awards* 2003. Le 1^{er} décembre 2005, il a reçu le « *Special Advocacy Award* » de la revue *First Magazine* lors de sa cérémonie annuelle de « récompense pour un capitalisme responsable ». « *Why globalization works* » (Yale University Press, 2004) et « *Fixing global finance* » (Johns Hopkins University Press, 2008 and Yale University Press, 2009) sont ses publications les plus récentes.

YELLEN Janet

Vice-présidente, Conseil des gouverneurs du Système fédéral de Réserve

Janet L. Yellen a pris ses fonctions en tant que vice-présidente du Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve le 4 octobre 2010, pour un mandat de quatre ans. Elle a entamé simultanément un mandat de quatorze ans comme membre du Conseil des gouverneurs, qui prendra fin le 31 janvier 2024.

Avant sa nomination comme vice-présidente, elle a été présidente et directrice générale de la Banque fédérale de réserve de San Francisco, qui constitue le douzième district de la Réserve fédérale.

Elle est professeur émérite à l'Université de Californie à Berkeley où elle a été titulaire de la chaire Eugene E. et Catherine M. Trefethen en Gestion, professeur d'économie, et où elle est membre du corps enseignant depuis 1980.

Elle a quitté Berkeley pour une durée de cinq ans à partir d'août 1994 pour être d'abord membre du Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve jusqu'en février 1997, date à laquelle elle a quitté cette instance pour présider le *Council of Economic Advisers* jusqu'en août 1999. Elle a également présidé le Comité de politique économique de l'Organisation de coopération et de développement économiques de 1997 à 1999.

Elle est membre du *Council on Foreign Relations* et de l'*American Academy of Arts and Sciences*. Elle a occupé les postes de présidente de la *Western Economic Association* et de vice-présidente de l'*American Economic Association*. Elle a été membre de la *Yale Corporation*.

Elle a obtenu une licence d'économie avec mention très bien à l'Université de Brown en 1967, et son doctorat d'économie à l'Université de Yale en 1971. Elle a reçu la *Wilbur Cross* de Yale en 1997, un diplôme de docteur honoraire en Droit de Brown en 1998 et un diplôme de docteur honoraire en Lettres humaines du *Bard College* en 2000.

Professeur assistant à l'Université Harvard de 1971 à 1976, elle a occupé un poste d'économiste auprès du Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve en 1977 et 1978, et a fait partie du corps enseignant de la *London School of Economics and Political Science* de 1978 à 1980.

Elle a écrit sur une grande variété de questions macroéconomiques, tout en se spécialisant sur les causes, les mécanismes et les conséquences du chômage.

ALLOCUTION INTRODUCTIVE

Christian NOYER

Gouverneur

Banque de France

Je suis très heureux de vous accueillir à Paris aujourd'hui au Colloque international de la Banque de France. Comme vous le savez peut-être, ce colloque est une manifestation récurrente, il s'agit en fait de la 6^e édition, mais il prend une tournure toute particulière cette année, puisqu'il coïncide avec la présidence française du G20.

Cette présidence s'exerce à un moment clé de la réforme de la gouvernance et de la régulation de l'économie mondiale. La thématique d'aujourd'hui, « Face aux déséquilibres mondiaux : quelle régulation ? » n'a bien sûr pas été choisie au hasard. Mais au-delà de cette proximité thématique avec les travaux du G20, ce colloque représente aussi, je l'espère, une excellente opportunité d'étendre la réflexion au-delà de ce forum institutionnel, d'approfondir nos échanges avec les dirigeants de banques centrales (ils sont plus de cent, dans cette salle), les responsables publics, les dirigeants du secteur privé, les universitaires de premier plan de toutes les régions du monde, qui nous font l'honneur d'être présents en cette journée et que je tiens à remercier chaleureusement.

L'économie mondiale a connu des évolutions majeures au cours des deux dernières décennies. Ces changements ont été facteurs de progrès — croissance forte, inflation faible, réduction de la pauvreté — mais ils ont aussi été facteurs de crises. Ainsi l'accélération de la mondialisation des années quatre-vingt-dix et deux mille s'est accompagnée d'un essor régulier des déséquilibres mondiaux. Même si le rôle joué par ces déséquilibres dans le déclenchement de la dernière crise continue de faire débat, leur coïncidence avec la montée de déséquilibres financiers dans plusieurs économies — envol du crédit et de la titrisation, fortes hausses des prix d'actifs, déficits publics, etc. — est frappante. En bref, la question des déséquilibres mondiaux et celle de la régulation dans une économie globalisée sont à l'évidence étroitement liées.

Deux grands thèmes transversaux me paraissent particulièrement pertinents pour alimenter nos réflexions de ce jour.

Le premier est celui de l'évolution du système monétaire et financier international. Le financement des déséquilibres de paiements courants a été facilité par la libéralisation des mouvements de capitaux opérée dans de nombreux pays au cours des années quatre-vingt-dix ; les flux de capitaux internationaux ont ainsi été multipliés par sept entre 1990 et 2010. Ces flux ont eu un effet bénéfique indéniable, particulièrement pour les économies émergentes qui ont besoin de capitaux pour se développer. Mais l'essor rapide du volume des flux financiers s'est accompagné d'une hausse de leur volatilité, qui constitue une nouvelle source de risques. Les retraits soudains de capitaux internationaux ont joué un rôle important dans le déclenchement et la propagation des crises financières des quinze dernières années. Cette question est au cœur des préoccupations de la présidence française du G20 et il m'apparaît crucial de l'examiner, non pas seulement sous l'angle restreint de la gestion des flux de capitaux mais plus largement sous l'angle de la liquidité mondiale.

La montée des déséquilibres mondiaux ne se limite d'ailleurs pas aux balances des paiements courants. Outre l'accroissement des *flux* nets de capitaux internationaux, la très forte hausse des *positions brutes* dans les portefeuilles internationaux, pas seulement mais largement liée à l'accumulation des réserves de changes officielles des grands pays émergents, est une des évolutions les plus marquantes des dernières années. La synchronisation frappante de la crise économique récente au sein des principales économies en est sans doute en grande partie la conséquence.

Quoi qu'il en soit, la question du niveau adéquat d'offre d'actifs internationaux sûrs et liquides et du système monétaire et financier international le mieux à même d'y pourvoir reste posée. Cette question est, vous le savez, au cœur de la présidence française du G20.

Un deuxième grand thème transversal est celui de la coordination économique et financière internationale

et j'en évoquerai rapidement les deux principaux volets.

Le premier volet concerne le *Cadre pour une croissance forte, soutenable et équilibrée*. L'exercice a été largement médiatisé depuis son adoption en septembre 2009 au sommet du G20 de Pittsburg. J'incline cependant à penser qu'il a été parfois déformé et qu'on en a sous-estimé la portée. Cet exercice est en effet prometteur et ambitieux : prometteur, car il peut être le vecteur d'un réel enrichissement de la coopération économique internationale, grâce à la combinaison de politiques économiques prenant davantage en considération les effets d'externalité et de réformes structurelles, afin d'atteindre des objectifs globaux définis en commun. Ambitieux, naturellement, car il implique que les pays s'engagent explicitement sur des mesures et en discutent les résultats avec leurs pairs, dans le cadre de ce qu'on appelle dans le jargon du G20, le « *mutual assessment process* » (MAP). Sous la présidence coréenne, dont j'aimerais saluer ici l'efficacité et la vision, un premier exercice a pu aboutir fin 2010 à Séoul à l'adoption d'un plan d'action détaillé par pays et à l'engagement de traiter plus spécifiquement les déséquilibres globaux identifiés par des lignes directrices indicatives. Loin de moi l'idée de minimiser la difficulté de l'exercice, mais les acquis ne sont pas négligeables, et je suis heureux à cet égard que la réunion des ministres et gouverneurs de février à Paris ait débouché sur un accord relatif à la définition d'une liste réduite d'indicateurs de référence.

Le deuxième volet concerne la régulation financière. Dans ce domaine, très clairement, nous n'en sommes plus au stade des propositions mais pour l'essentiel à celui de la consolidation des acquis validés par les chefs d'État et de gouvernement à Séoul, s'agissant en particulier du dispositif Bâle III. L'accord auquel nous sommes parvenus en 2010 a permis de concilier le besoin de réformes profondes avec la nécessité de réduire l'incertitude liée aux changements réglementaires. La mise en œuvre de ces réformes dans un cadre harmonisé apte à assurer un véritable *level playing field* est désormais l'enjeu crucial, tant du point de vue de notre crédibilité collective que de l'efficacité d'ensemble du nouveau dispositif. Cette avancée très significative en matière de régulation financière ne doit pas occulter les progrès qu'il reste à faire sur les chantiers en cours, qu'il s'agisse, en particulier, des infrastructures de marché (y compris des

marchés de matières premières), d'un encadrement plus strict de ce qui est regroupé sous l'appellation *shadow banking system*, ou du comportement des acteurs des marchés eux-mêmes. À nouveau, j'insiste sur notre responsabilité collective qui est de s'assurer que tous les pays du G20 et au-delà toute la communauté internationale appliquent les standards internationaux.

La discussion d'aujourd'hui va s'articuler autour de quatre grandes sessions. La première, animée par Axel Weber, traitera de la notion de déséquilibre après la crise et nous pourrions y évoquer l'évolution incertaine des déséquilibres mondiaux à moyen terme, en relation avec différentes hypothèses relatives à la croissance et à la dynamique d'épargne dans les différentes zones.

Mario Draghi a accepté de piloter la deuxième session, consacrée aux enjeux de la surveillance et de la coordination. Le contexte actuel est, comme je viens de le souligner, marqué par la réforme de la gouvernance et de la régulation mondiale que le G20 a impulsée. Il semble donc opportun d'aborder à ce stade des sujets tels que l'évolution du rôle des institutions financières internationales ou les progrès acquis et à venir de l'harmonisation de la régulation financière dans le monde.

La troisième session, présidée par Michel Camdessus, doit nous permettre de mieux identifier ce que pourrait ou devrait être le rôle des banques centrales après la crise. Les banques centrales, par exemple, doivent-elles intégrer de façon plus explicite que ce n'est le cas aujourd'hui des considérations de stabilité financière ? Si oui, comment ? Dans quelle mesure l'élargissement de leur rôle est-il toujours compatible avec leur indépendance ou même leur mandat d'assurer la stabilité des prix ?

La réforme du système monétaire international sera au cœur de la dernière session, qui prendra la forme d'une table ronde animée par Martin Wolf.

Je suis particulièrement heureux que Bill White ait accepté la difficile tâche d'assurer la synthèse de notre colloque qui s'annonce dense et captivant.

Je cède la place à Axel Weber pour présider la première session, en remerciant à nouveau toutes les personnalités éminentes qui ont accepté de participer à ce symposium.

SESSION I

QUELS DÉSÉQUILIBRES APRÈS LA CRISE ?

Président :	Axel WEBER, Président, Banque fédérale d'Allemagne	23
Intervenants :	Franklin ALLEN, Professeur, Wharton School, Université de Pennsylvanie	25
	Jacob A. FRENKEL, Président, Groupe des Trente, président, JPMorgan Chase Intl.	33
	Pierre-Olivier GOURINCHAS, Professeur, Université de Berkeley, Californie	37
	Kenneth ROGOFF, Professeur, Université de Harvard	43
	Nouriel ROUBINI, Professeur, Stern School of Business, New York University	47

Axel WEBER
Président
Banque fédérale d'Allemagne

Au cours des dernières décennies, l'intégration des différentes économies du monde s'est renforcée. Avec la suppression des obstacles à la circulation internationale des idées, des services, des biens et des capitaux, on a assisté à l'émergence d'une économie mondialisée. Il en est résulté une forte augmentation du bien-être, et il existe encore un gigantesque potentiel de croissance économique et de prospérité. Toutefois, au cours des dernières années, la croissance de l'économie mondiale s'est caractérisée par une montée des déséquilibres, phénomène qui se manifeste clairement dans les divergences présentées par les soldes des transactions courantes. Sans constituer pour autant la cause fondamentale de la crise financière, ces déséquilibres ont contribué à la formation de structures non soutenables. Cette situation a suscité un débat public sur la politique à suivre en vue de rééquilibrer l'économie mondiale et d'assurer une croissance soutenable à long terme. Considérons tout d'abord les évolutions récentes des déséquilibres mondiaux avant de débattre des options pour y remédier.

I | Le rééquilibrage au niveau mondial : tendances récentes et perspectives

Au cours des deux ans et demi qui viennent de s'écouler, nous avons observé une correction partielle des déséquilibres des comptes de transactions courantes, principalement sous l'effet d'ajustements externes dans les pays en déficit et de la diminution des excédents dans les pays exportateurs de matières premières. Toutefois, le FMI prévoit une nouvelle accentuation des divergences entre les soldes des transactions courantes. Tandis que le solde des transactions courantes de l'ensemble de la zone euro restera globalement équilibré, les évolutions futures des déséquilibres mondiaux seront déterminées principalement par les États-Unis pour les pays en déficit et par les économies émergentes d'Asie et les nations exportatrices de pétrole pour les pays excédentaires.

Selon ces prévisions, le déficit des transactions courantes des États-Unis augmentera légèrement jusqu'en 2015, tandis que l'excédent des transactions

courantes de la Chine devrait progresser encore plus fortement. Toutefois les perspectives à moyen terme sont incertaines, le gouvernement chinois ayant élaboré un nouveau programme de relance de la demande intérieure. Les excédents des transactions courantes des pays exportateurs de pétrole n'ont pas rejoint leurs niveaux antérieurs à la crise, mais, compte tenu de l'augmentation récente du prix du pétrole, ils pourraient s'accroître plus rapidement que prévu initialement. En résumé, les évolutions des comptes de transactions courantes indiquent que les déséquilibres mondiaux vont recommencer à se creuser et qu'ils resteront, au cours des années à venir, à des niveaux préoccupants, bien qu'inférieurs à ceux d'avant la crise. Par conséquent, il existe de bonnes raisons de poursuivre le débat sur les choix qui s'offrent aux autorités pour rééquilibrer l'économie mondiale.

2 | Les différentes options pour réduire les déséquilibres mondiaux

En principe, les excédents ou les déficits des comptes de transactions courantes ne sont pas un problème en tant que tels. Toutefois, ceux que l'on observe depuis quelque temps au niveau mondial constituent des obstacles sous-jacents à une croissance soutenable et, dans le même temps, ajoutent un élément d'instabilité à l'économie mondiale. Le déficit du solde des transactions courantes des États-Unis, par exemple, a reflété un recul général de l'épargne. Malgré le vieillissement de la population et les augmentations prévisibles des dépenses de santé et des dépenses liées à l'âge, l'épargne publique a diminué. Parallèlement, l'épargne des ménages a fléchi, en raison d'un accroissement du recours à des emprunts gagés sur la valeur toujours croissante des logements. En contrepartie des déficits des transactions courantes des États-Unis, des excédents ont été enregistrés dans les économies de marché émergentes, notamment en Chine et dans certains pays exportateurs de pétrole. Pour ce dernier groupe de pays, les excédents s'expliquent en partie par l'augmentation du prix du pétrole. Néanmoins, ils ont également résulté de politiques de change adoptées par certains pays pour soutenir artificiellement leurs secteurs exportateurs.

Compte tenu de l'aspect problématique de ces différences persistantes entre les soldes des transactions courantes, on peut bien parler de déséquilibres mondiaux, et il est nécessaire d'y porter remède. Toutefois, il convient, lors de l'élaboration de mesures à cet effet, de ne pas sous-estimer la complexité du problème. Le solde des transactions courantes d'un pays est influencé par un ensemble très varié de facteurs sous-jacents, d'origine aussi bien interne qu'externe. Par conséquent, une approche raisonnable de la réduction des déséquilibres des comptes de transactions courantes ne devrait pas viser à agir directement sur eux. Il conviendrait plutôt de créer des circonstances dans lesquelles les soldes des transactions courantes seraient déterminés par des décisions de marché efficaces et exemptes de biais. Dans ce contexte, la question de savoir quels pays doivent agir pour corriger les déséquilibres mondiaux ne peut être résolue qu'en examinant les causes fondamentales de ces derniers.

De manière générale, les économies émergentes présentant des comptes de transactions courantes fortement excédentaires ainsi que les pays exportateurs de pétrole devraient éliminer les distorsions structurelles qui limitent l'expansion de la demande intérieure. Dans les pays où la monnaie est sous-évaluée, par exemple, accroître la flexibilité des taux de change renforcerait le pouvoir d'achat et contribuerait donc à réorienter la croissance, qui résulte actuellement des exportations, vers la demande intérieure. Toutefois, ces mesures ne sont pas une panacée et devraient être complétées par des réformes structurelles. En Chine, par exemple, il pourrait s'agir de mesures visant à améliorer la protection sociale, de manière à réduire l'épargne de précaution des ménages et à renforcer la demande intérieure, ce qui permettrait finalement de rééquilibrer le solde des transactions courantes.

Pour leur part, les économies qui présentent des déficits des transactions courantes importants et persistants devraient prendre des mesures visant à soutenir l'épargne. Cela nécessiterait un important recul de l'absorption intérieure, les niveaux de revenu et les taux de croissance en vigueur avant la crise ne constituant plus des références appropriées. Il faut que les gouvernements stabilisent le déficit public et que les ménages réduisent leur endettement qui s'était fortement accru pendant la période de bulle immobilière. En outre, des mesures de renforcement des secteurs exportateurs, tout en maintenant les marchés ouverts, contribueraient également à la réduction des déficits des transactions courantes.

Le G20 a récemment pris une initiative pour traiter le problème des déséquilibres au niveau politique avec le lancement, en septembre 2009, d'un *Cadre pour une croissance forte, durable et équilibrée*. Ce dispositif comporte l'engagement de « promouvoir des comptes de transactions courantes plus équilibrés ». Cette orientation générale est certainement appropriée et ce cadre pourrait sans aucun doute apporter un soutien utile au processus de restauration d'une croissance mondiale plus équilibrée. Il est soutenu par l'ensemble des principales parties prenantes et piloté au niveau le plus élevé par les dirigeants du G20. De plus, il comporte une procédure d'évaluation mutuelle. Cette dernière pourrait fournir l'occasion d'exercer une pression des pairs entre les membres afin d'entreprendre les réformes structurelles qui s'imposent. En ce qui concerne la conception du mécanisme de supervision, des avancées ont été réalisées pendant une réunion du G20 à la mi-février. Bien que des négociations difficiles se profilent, je suis certain qu'elles finiront par aboutir à des résultats viables.

La nécessité de traiter le problème des déséquilibres mondiaux ne fait aucun doute. Toutefois, pour réussir, il est essentiel que les efforts ne soient pas axés sur les symptômes mais plutôt dirigés vers les causes structurelles des déséquilibres. Plus spécifiquement, comme les comptes de transactions courantes sont déterminés par un ensemble très complexe de facteurs, toute tentative d'agir directement sur eux dans des limites plus ou moins arbitraires imposerait une charge excessive aux autorités concernées. Des objections similaires s'appliquent aux tentatives de stabiliser les principaux taux de change autour de cibles censées constituer des valeurs d'équilibre. De telles tentatives de réglage macroéconomique suscitent chez le grand public des attentes auxquelles la politique économique n'est pas en mesure de répondre ; elles risquent de créer de nouvelles frictions qui nécessiteraient de nouvelles interventions. Il faut au contraire que les autorités nationales se chargent de mettre en œuvre les mesures structurelles nécessaires pour permettre une réduction des déséquilibres durable et fondée sur les mécanismes de marché.

Franklin ALLEN

Professeur

Wharton School, Université de Pennsylvanie

I | Causes

Un des événements économiques les plus commentés l'année dernière a été le rattrapage du Japon par la Chine, devenue la deuxième économie mondiale. Une autre statistique qui retient l'attention révèle que le niveau du PIB par habitant à Taïwan a dépassé celui du Japon (en termes de parité de pouvoir d'achat – PPA). Selon le Fonds monétaire international (FMI), le PIB par habitant de Taïwan s'élevait à 34 743 dollars en 2010, tandis que celui du Japon était de 33 828 dollars. Le tableau 1 reprend les montants des pays les mieux classés, en ordre décroissant. Il est très intéressant de constater que le PIB par habitant (PPA) de Taïwan est plus élevé que celui de la France (34 092 dollars) et se situe juste derrière ceux du Royaume-Uni (35 053 dollars) et de l'Allemagne (35 930 dollars). La croissance de Taïwan (considérée comme une province de Chine) a démarré environ vingt ans avant celle de la Chine continentale, laquelle pourrait donc dépasser d'ici vingt ans environ les niveaux européens de PIB par habitant. Certes, les comparaisons en termes de parité de pouvoir d'achat posent de nombreux problèmes et il n'est pas certain que la croissance de la Chine continentale soit aussi rapide que celle de Taïwan. Quoi qu'il en soit, l'objectif de ces statistiques est de montrer le déplacement de la puissance économique de l'Ouest vers l'Est. Tout le monde est conscient de la richesse du Japon, mais l'ampleur du rattrapage de certains autres pays d'Asie de l'Est sur les pays européens est moins connue. C'est ainsi que la Corée du Sud (29 791 dollars) a dépassé l'Espagne (29 651 dollars) et l'Italie (29 418 dollars).

Malheureusement, la structure de gouvernance des institutions de Bretton Woods, et notamment du FMI, a accusé un retard par rapport à ce changement dans la répartition de la puissance économique. Les pays européens, surtout les petits, ont des quotes-parts importantes par rapport aux pays asiatiques et notamment à la Chine. Ainsi, la Belgique dispose actuellement de 2,08 % des droits de vote et les Pays-Bas de 2,34 %, alors que la Chine en détient 3,65 %¹.

1 Cf. <http://www.imf.org/external/np/sec/memdir/members.htm>. 27 février 2011

Tableau 1 Liste des pays rangés selon le PIB par habitant (PPA) en 2010

(en dollars)

Rang	Pays	PIB par habitant (PPA)
1	Qatar	88 232
2	Luxembourg	80 304
3	Singapour	57 238
4	Norvège	52 238
5	Brunei	47 200
6	États-Unis	47 123
7	Hong Kong	45 277
8	Suisse	41 765
9	Pays-Bas	40 777
10	Australie	39 692
11	Autriche	39 454
12	Canada	39 033
13	Irlande	38 685
14	Koweït	38 293
15	Suède	37 775
16	Émirats arabes unis	36 973
17	Danemark	36 764
18	Islande	36 681
19	Belgique	36 274
20	Allemagne	35 930
21	Royaume-Uni	35 053
22	Taïwan, province de Chine	34 743
23	Finlande	34 401
24	France	34 092
25	Japon	33 828
26	Corée du Sud	29 791
27	Espagne	29 651
28	Italie	29 418
29	Israël	29 404
30	Grèce	28 833

Source : Site internet du FMI

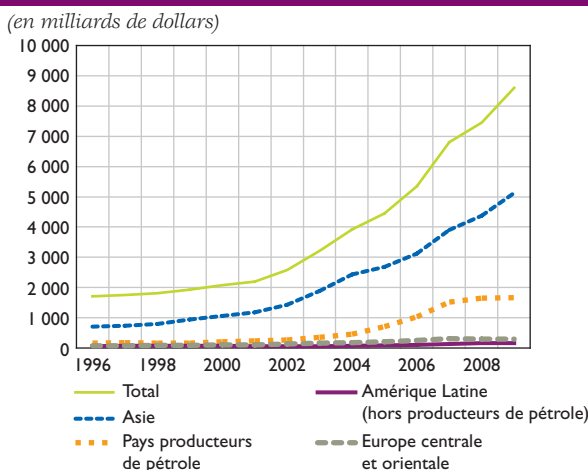
Plus important peut-être, le directeur général du FMI a toujours été un Européen ² et le directeur général adjoint toujours un Américain. De même, le président de la Banque mondiale a toujours été un Américain. Qu'en est-il de l'Asie ? Bien que le Japon soit la deuxième puissance économique mondiale depuis de nombreuses décennies, aucun de ses ressortissants n'a jamais occupé une de ces fonctions. Comme nous le verrons ci-après, des promesses de réforme ont été faites, mais elles ne se sont pas encore concrétisées.

Cette sous-représentation de l'Asie dans la structure de gouvernance des institutions de Bretton Woods a-t-elle de l'importance ? En ce qui concerne la crise asiatique de 1997, c'est incontestable. Force est de constater, rétrospectivement, que les banques et les entreprises de nombreux pays asiatiques avaient emprunté des montants trop élevés en devises, notamment en dollars. Lorsque la crise les a frappées, leur financement en dollars s'est tari et elles n'ont pas pu emprunter de dollars. Les banques centrales ne disposaient pas de suffisamment de réserves pour couvrir les besoins des banques et des entreprises et n'étaient pas non plus en mesure d'emprunter en devises. De nombreux pays se sont alors tournés vers le FMI.

Allen et Hong (2011) se penchent sur le cas de la Corée du Sud à titre d'exemple de ce qui s'est passé lors de la crise asiatique. Bien que son ratio dette publique/PIB soit seulement de 11 %, la Corée du Sud a été contrainte (en 1997) par le FMI de relever ses taux d'intérêt et de réduire les dépenses publiques. C'est exactement l'inverse de ce que les États-Unis et l'Europe ont fait lors de la crise qui a débuté en 2007. Comme les chaînes de crédit commercial étaient particulièrement importantes en Corée du Sud, la hausse des taux d'intérêt a entraîné la faillite de nombreuses entreprises, tandis que le taux de chômage passait de 3 % environ à 9 %. La Corée du Sud ne voulait pas appliquer la politique qui lui était imposée par le FMI mais, en raison de la structure de gouvernance de l'institution, elle n'a pas été en mesure de faire appel avec succès de cette décision. D'autres pays asiatiques qui ont eu recours au FMI lors de la crise ont rencontré le même problème.

Le graphique 1 présente les réserves totales (incluant les devises et l'or) de différentes régions et de différents groupes de 1996 à 2009. On constate que

Graphique 1 Réserves totales de 1996 à 2009



Notes :

1) Les chiffres comprennent les réserves de change ainsi que les stocks d'or.

2) (i) Total : tous les pays compris dans la base de données du FMI
(ii) Asie : Chine, Japon, Corée, Taïwan (province de Chine), Singapour, Hong Kong, Thaïlande, Malaisie, Indonésie, Inde, Philippines, Vietnam, Laos et Myanmar

(iii) Pays producteurs de pétrole : pays de l'OPEP, Russie, Mexique, Norvège et Brésil

(iv) Amérique Latine (hors producteurs de pétrole) : Argentine, Bolivie, Chili, Colombie, Costa Rica, Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panama, Paraguay, Pérou et Uruguay

(v) Europe centrale et orientale : Albanie, Bosnie-Herzégovine, Bulgarie, Croatie, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, ex-République yougoslave de Macédoine, Monténégro, Pologne, Roumanie, Serbie et Turquie

Source : Site internet du FMI

leur montant total a progressé de façon spectaculaire, passant d'un peu moins de 2 000 milliards de dollars en 1996 à un peu moins de 9 000 milliards en 2009. La plus grande partie de cette hausse est imputable aux pays asiatiques. Les pays producteurs de pétrole comme la Russie et l'Arabie saoudite ont aussi considérablement augmenté leurs réserves, notamment à partir de 2004. Ces hausses sont particulièrement importantes par rapport à d'autres régions du monde comme l'Amérique latine (hors pays producteurs de pétrole) et l'Europe centrale et orientale, dont les chiffres sont montrés à titre de comparaison.

C'est cette accumulation de 7 000 milliards de dollars de réserves de change supplémentaires qui se trouve

2 À ce jour, le FMI a été dirigé par quatre Français, deux Suédois, un Belge, un Néerlandais, un Espagnol et un Allemand.

au cœur du problème des déséquilibres mondiaux. Pourquoi cette accumulation ? La plupart de ces réserves ont été constituées par les pays asiatiques et même, plus précisément, par les pays d'Asie de l'Est. Selon une explication souvent avancée, confirmée par les déclarations de certains responsables officiels³, ces pays ont décidé de constituer des réserves afin de s'auto-assurer. Ils voulaient éviter de se retrouver dans la situation de la Corée du Sud et de nombreux autres pays d'Asie de l'Est en 1997, contraints de prendre des mesures avec lesquelles ils étaient en désaccord et qui se sont avérées très préjudiciables. D'ailleurs, la Corée du Sud s'en est effectivement mieux sortie lors de la crise récente qu'en 1997 et, dans ce sens, l'accumulation des réserves a été une réussite. En permettant à son taux de change de diminuer de façon considérable, elle a été capable d'amortir le choc occasionné par la faillite de Lehman Brothers. Au premier trimestre 2009, alors que d'autres économies fondées sur les exportations, comme le Japon et l'Allemagne, enregistraient des baisses de leur PIB de 3 à 4 %, la Corée du Sud a été l'un des rares pays à connaître la croissance.

Les pays producteurs de pétrole ont également acquis des réserves, notamment après 2004. En effet, la hausse des cours du pétrole et des recettes liées à l'augmentation de la demande de pétrole par la Chine et d'autres pays émergents à croissance rapide s'est soldée par des excédents qu'ils ne pouvaient pas absorber et qu'ils ont fini par investir dans d'autres pays. Cette évolution représente une part importante de l'accroissement des réserves, tout en étant moins significative que la composante asiatique.

La Chine, comprise dans la courbe « Asie » du graphique 1, représente une part importante des réserves totales. Elle a été moins affectée par la crise asiatique de 1997 que la plupart des autres pays de la région. Même si son gouvernement s'est sans doute également inquiété de la façon dont il serait traité par le FMI, deux autres facteurs ont leur importance. En premier lieu, la Chine voulait maintenir le renminbi ancré au dollar afin que ses exportateurs ne soient pas confrontés au risque du taux de change. Tandis que son commerce a longtemps été globalement équilibré, le pays a enregistré des excédents commerciaux très élevés et de fortes entrées de capitaux au cours des dernières années. Ses réserves ont dépassé 1 000 milliards de dollars fin 2006. Fin 2010,

elles avaient presque triplé, atteignant 2 850 milliards de dollars. Outre les avantages commerciaux liés à l'ancrage du taux de change, un second facteur notable a joué, celui de l'influence politique que procurent les réserves. Les critiques concernant la Chine se sont beaucoup atténuées. À mesure que les États-Unis augmentaient leurs emprunts auprès de la Chine, leur condamnation des atteintes aux droits de l'homme diminuait. Depuis le début de la crise de la dette en Europe, un effet comparable a été observé et la plupart des dirigeants européens ont cessé de rencontrer le Dalai Lama.

Un pays peut accumuler des réserves de change en diminuant la consommation de sa population afin de pouvoir dégager un excédent. Dans ce cas, d'autres pays doivent enregistrer des déficits en contrepartie. En pratique, il s'est agi essentiellement des États-Unis. Un autre moyen pour un pays d'accumuler des réserves de change consiste à emprunter des fonds par le biais d'un endettement à long terme et à les investir en dette à court terme. « L'excès d'épargne » en Asie a souvent été tenu pour responsable des déséquilibres. Toutefois, les réserves ne résultent pas seulement de l'épargne mais également de la structure financière des avoirs et des engagements publics et de leur interaction avec ceux du système bancaire et des entreprises.

Les importantes réserves détenues par les banques centrales des pays asiatiques et des pays producteurs de pétrole ont été dans une large mesure investies aux États-Unis et en Europe. La caractéristique principale de ces fonds réside dans l'insensibilité de leur offre au rendement attendu et au risque encouru. Les pays asiatiques y ont recours essentiellement pour s'auto-assurer et également, dans le cas de la Chine, pour répondre à des impératifs politiques.

2 | Conséquences

Étant donné cette accumulation de plusieurs milliers de milliards de dollars de réserves et l'insensibilité de cette offre au risque et au rendement, il convient d'examiner la façon dont ces fonds ont été investis et l'effet produit sur les marchés financiers et immobiliers. En termes de devises, la plupart des réserves ont été investies en dollars et en euros. S'agissant des titres

3 Cf. Allen et Hong (2011)

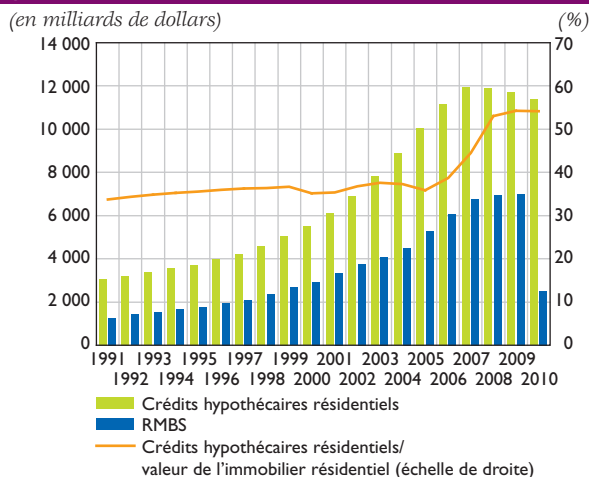
de placement, d'importantes contraintes politiques ont pesé sur les types d'investissement possibles. Les entreprises chinoises n'ont pas été autorisées à acquérir Unocal aux États-Unis ni des actions de Rio Tinto en Australie. Début 2011, Huawei a renoncé à l'achat d'actifs de la société américaine 3Leaf et avant cela, en 2008, à l'achat de l'entreprise américaine 3Com lorsque, dans les deux cas, il est devenu probable que ces transactions ne seraient pas autorisées pour des raisons de sécurité nationale. Les entreprises chinoises n'ont pas été les seules à subir des restrictions. La société Dubai Ports World, détenue par le gouvernement de Dubaï, n'a pas été autorisée à gérer les ports américains lorsqu'elle a acquis la société britannique P&O et a été obligée de revendre ses activités portuaires aux États-Unis.

En raison de ces contraintes pesant sur les achats d'actions, une grande partie des fonds chinois ont été investis en titres de créance. Il n'existe pas d'informations fiables sur la façon dont ces fonds ont été investis. Il semble toutefois qu'un montant important ait été investi directement en prêts immobiliers titrisés de Fanny Mae et Freddie Mac. Une partie des fonds investis à court terme par la Chine et par d'autres pays a probablement financé des véhicules d'investissement spéciaux et d'autres entités mises en place pour détenir des prêts immobiliers titrisés.

Il se pourrait que cette hausse de l'offre de fonds ait contribué à alimenter la bulle immobilière aux États-Unis. L'expansion des réserves de change des banques centrales asiatiques a coïncidé avec la forte augmentation de la dette immobilière américaine. Le graphique 2 montre que, au cours des cinq années qui ont précédé l'éclatement de la bulle immobilière en 2006, l'endettement immobilier aux États-Unis a presque doublé, passant de 6 000 milliards de dollars environ à 12 000 milliards. Comme le montrent Maddaloni et Peydró (2010), l'abondance de l'offre de prêt aux États-Unis a permis d'assouplir les critères d'octroi afin de garantir une demande suffisante de la part des acquéreurs de logements et des autres emprunteurs.

Les déséquilibres mondiaux ont également entraîné une augmentation de la dette dans d'autres pays comme l'Irlande et l'Espagne. Les États-Unis et ces deux derniers pays ont enregistré des déficits des comptes courants considérables dans les années 2000 (cf. graphique 3). Taylor (2008) et Allen et Carletti (2010), entre autres, ont démontré que la faiblesse des taux

Graphique 2 Encours agrégé des crédits hypothécaires résidentiels et des titres adossés à des crédits hypothécaires résidentiels (RMBS) par rapport au ratio d'endettement global des actifs résidentiels réels aux États-Unis

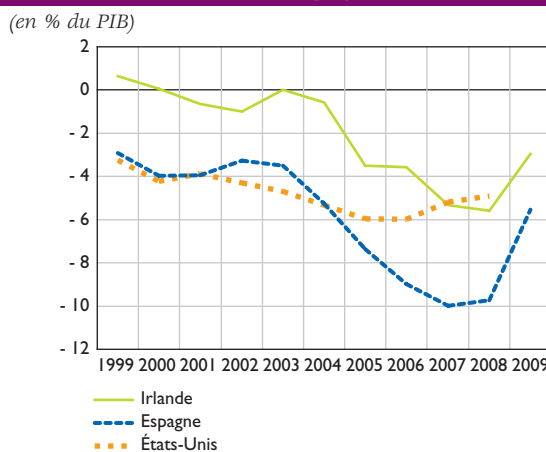


Note: Le montant (en milliards de dollars) de l'encours agrégé des crédits hypothécaires résidentiels et des RMBS pour les États-Unis, de 1991 au deuxième trimestre 2010, est reporté sur l'axe de gauche. Le ratio d'endettement résidentiel global est reporté sur l'axe de droite. Le ratio d'endettement se calcule comme le ratio de la valeur de l'encours de crédits hypothécaires résidentiels rapportée à la valeur de l'immobilier résidentiel aux États-Unis. Les données sont tirées du tableau d'opérations financières des États-Unis élaboré par le Système fédéral de réserve, tableaux L.218, L.219 et B.100-B.103 (cf. <http://www.federalreserve.gov/release/zl>).

Source : Wallace (2010)

d'intérêt fixés par les banques centrales a également joué un rôle important dans la formation d'une bulle des prix immobiliers. Il ne faut toutefois pas oublier le rôle essentiel du crédit. Le graphique 4 retrace

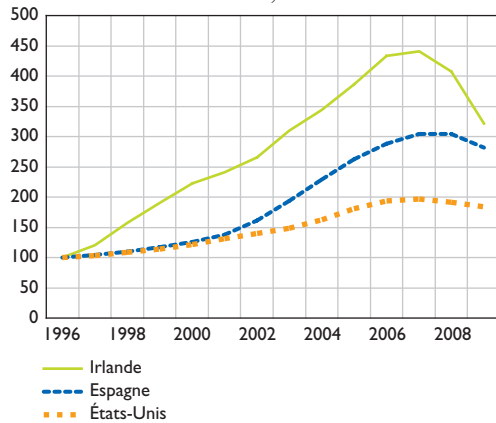
Graphique 3 Déficits des comptes de transactions courantes en Irlande, en Espagne et aux États-Unis



Source : Eurostat

Graphique 4 Prix de l'immobilier résidentiel en Irlande, en Espagne et aux États-Unis

(variation nominale annuelle en %)



Sources : Ministère irlandais de l'Environnement, Banque d'Espagne et FHFA

la hausse suivie de l'effondrement des prix de l'immobilier dans ces pays.

Reinhart et Rogoff (2009) démontrent de façon convaincante que, historiquement, les effondrements des prix de l'immobilier, résidentiel ou commercial, ou les deux à la fois, constituent une des causes majeures des crises financières. Ces effondrements se produisent souvent à la suite de bulles immobilières créées par des conditions macroéconomiques favorables comme celles induites par un laxisme persistant de la politique monétaire et une disponibilité excessive du crédit. Lorsque les bulles éclatent, le secteur financier et l'économie réelle en subissent le contrecoup : c'est ce qui s'est passé lors de la crise actuelle.

On ne sait pas précisément comment la faiblesse des taux d'intérêt et le crédit facile entraînent la formation de bulles des prix d'actifs. Allen et Rogoff (2011) examinent de façon sélective la littérature relative aux prix des actifs, à la politique monétaire et à la stabilité financière. Selon Allen et Gale (2000, 2007), les bulles des prix d'actifs peuvent être imputables à une croissance du crédit et à un problème d'agence entre les prêteurs et les emprunteurs. L'expansion du crédit résultant des déséquilibres mondiaux en serait un exemple. Dans le modèle proposé, les banques ne peuvent pas analyser le risque pris par les emprunteurs, ce qui les incite à investir en actifs risqués dont l'offre est peu flexible, comme l'immobilier. Les emprunteurs bénéficient du risque à la hausse tandis que les prêteurs supportent le risque

à la baisse. L'offre d'immobilier étant peu flexible, l'investissement a pour effet d'augmenter le prix et donc de créer une bulle. Il existe d'autres théories des bulles fondées sur les modèles à générations imbriquées, sur l'asymétrie de l'information et sur les théories comportementales, mais elles sont plus difficiles à interpréter que les bulles immobilières. Comment une forte augmentation de l'offre de crédit peut-elle entraîner des bulles immobilières qui dévastent le système financier lorsqu'elles éclatent ? Cette question reste pour le moment sans réponse.

3 | Solutions possibles

Même s'il est avantageux pour chaque pays de s'auto-assurer en accumulant des réserves, ce mécanisme est inefficace dans une perspective mondiale. L'accumulation de réserves et leur rôle dans la formation des bulles immobilières qui, en éclatant, ont déclenché la crise, démontrent que ce processus a des conséquences très négatives, qui fournissent de bonnes raisons de mettre en œuvre les mesures suivantes en vue de réduire les déséquilibres mondiaux :

- la garantie d'un filet de sécurité en devises ;
- le développement du rôle du renminbi comme troisième monnaie de réserve mondiale ;
- la réforme du FMI ;
- l'adoption d'une politique monétaire et d'une réglementation macroprudentielle appropriées permettant d'éviter les bulles immobilières.

Comme nous l'avons vu précédemment, l'accumulation de réserves de change par les banques centrales asiatiques explique en grande partie la crise. Elles ont agi ainsi pour éviter d'être à court de réserves de change comme ce fut le cas lors de la crise asiatique de 1997. Au cours de la crise financière qui a démarré en 2007, les banques centrales ont mis en œuvre entre elles des *swaps* de devises qui ont parfaitement fonctionné (cf. Allen et Moessner, 2010). Toutefois, ces accords n'ont été mis en place qu'après le début de la crise lorsque les importantes asymétries de devises sont apparues clairement. De nombreux pays ont plaidé pour que ces facilités de *swaps* soient

garanties au préalable et rendues automatiques afin de pouvoir compter sur elles en temps de crise. L'existence de ce filet de sécurité en devises rendrait inutile la détention de réserves aussi importantes. Qui supporterait le risque de crédit dans ces accords ? Une des possibilités serait d'exiger des garanties des deux parties. Ce filet de sécurité permettrait de modifier fondamentalement l'architecture financière internationale en vue de réduire la nécessité pour les pays de détenir des réserves de change. En outre, ce mécanisme présente le grand avantage de pouvoir être mis en place à court terme.

Un autre scénario souhaitable à moyen terme est celui dans lequel le renminbi chinois deviendrait totalement convertible et rejoindrait le dollar et l'euro en tant que troisième monnaie de réserve. La diversification des risques serait alors plus facile et la Chine elle-même n'aurait qu'un faible besoin de réserves. À titre d'exemple, les États-Unis ne détenaient que 134 milliards de dollars de réserves environ à fin 2010. C'est peut-être l'une des solutions les plus concrètes au problème des déséquilibres mondiaux et les autorités chinoises ont déjà effectué quelques pas dans cette direction. Elles ont commencé à autoriser le règlement des échanges commerciaux en renminbis et ont également autorisé l'émission d'obligations libellées en renminbis par des entreprises occidentales comme McDonald's à Hong Kong. Certes, l'aspect le plus important lié au statut de monnaie de réserve est la pleine convertibilité du renminbi. C'est encore loin d'être le cas et cette solution au problème des déséquilibres mondiaux n'est donc envisageable qu'à moyen terme. Les ajustements du compte de capital liés à la convertibilité du renminbi sont difficiles à prévoir. Les opportunités d'investissement en Chine sont limitées et, lorsque le renminbi sera correctement évalué, des sorties de fonds considérables pourraient avoir lieu. En revanche, de nombreux investisseurs seront intéressés par une participation directe à la deuxième économie mondiale, ce qui amènera également d'importantes entrées de capitaux. Il sera difficile d'évaluer l'équilibre entre ces flux de sens opposé et celui du taux de change à long terme. La Chine devrait toutefois, dès que possible, commencer à évoluer prudemment vers la pleine convertibilité du renminbi.

Le FMI peut jouer un rôle important en fournissant des fonds aux pays affectés par les chocs. Si ces pays pouvaient toujours compter sur cet appui, ils n'auraient

pas besoin d'accumuler des montants importants de réserves. Il est donc nécessaire que le FMI réforme sa structure de gouvernance afin de permettre aux pays asiatiques de jouer un rôle beaucoup plus important, assorti d'une augmentation du nombre de ressortissants asiatiques à tous les niveaux. Des propositions ont déjà été faites en ce sens mais, au lieu d'une application immédiate, elles prévoient un échelonnement sur plusieurs années. Les réformes doivent être accélérées, sinon le FMI risque de devenir une institution essentiellement impliquée en Europe. Même avant la crise, l'essentiel de ses prêts étaient destinés à des pays européens. Ce biais a été accentué par les problèmes de dette souveraine rencontrés en 2010 et les prêts consécutifs du FMI à la Grèce et à l'Irlande. La capacité de financement du FMI, limitée à 750 milliards de dollars, est faible par rapport aux réserves de la Chine (2 850 milliards de dollars). Il est possible qu'à l'avenir, de nombreux pays non européens préfèrent s'adresser à la Chine plutôt qu'au FMI s'ils rencontrent des difficultés.

Toutes ces mesures risquent cependant de ne pas suffire pour mettre un terme à la détention d'importantes réserves de change par les banques centrales qui sont au cœur du problème des déséquilibres mondiaux. Il sera également nécessaire d'adopter des mesures visant à limiter les bulles immobilières, notamment par la politique de taux d'intérêt. En particulier, il convient d'éviter des taux d'intérêt très bas en période de hausse des prix de l'immobilier. Lorsque les bulles immobilières se sont formées, faut-il augmenter les taux d'intérêt pour les faire éclater ? Il est peut-être possible et souhaitable de le faire dans les économies très homogènes, telles que de petits pays comme la Suède ou, éventuellement, le Royaume-Uni.

Le problème est plus compliqué dans les économies hétérogènes comme les États-Unis, la Chine et la zone euro, où des différences existent entre les régions en termes de fondamentaux économiques et de rythme de hausse des prix de l'immobilier. L'utilisation de l'instrument des taux d'intérêt pour faire éclater une bulle n'est pas vraiment souhaitable car cela perturbe les zones qui ne sont pas touchées, comme le montrent clairement les exemples récents au sein de la zone euro. La politique de taux d'intérêt suivie par la Banque centrale européenne était adaptée aux pays comme l'Allemagne où il n'y avait pas de bulle, mais elle ne l'était pas dans le cas de l'Espagne et l'Irlande, où elle a probablement

contribué de façon significative à la création de la bulle immobilière. Une politique plus stricte aurait peut-être permis de l'éviter dans ces deux pays, mais au prix d'une récession ou au moins d'une croissance plus faible dans d'autres pays.

Que l'instrument des taux d'intérêt puisse être utilisé ou non, il semble souhaitable de recourir à des mesures telles que la réglementation macroprudentielle pour éviter les bulles. Par exemple, les quotités de financement pourraient être assorties de limites qui seraient abaissées à mesure que la hausse des prix de l'immobilier se renforce. Cela pourrait être efficace pour l'immobilier résidentiel, mais plus difficile à mettre en œuvre pour l'immobilier commercial, les entreprises pouvant utiliser des pyramides de sociétés qui accroissent efficacement le levier d'endettement.

On pourrait également augmenter les impôts liés aux transferts de propriété à mesure que la hausse des prix immobiliers s'accélère. Une autre disposition, peut-être plus directe, consisterait à imposer des restrictions aux prêts immobiliers dans certaines régions.

En raison de ses politiques de relance et du laxisme de la politique monétaire des États-Unis et de certains autres pays, la Chine connaît des bulles immobilières dans certaines grandes villes comme Pékin, Shanghai et Shenzhen. Le gouvernement a tenté de mettre en place des mesures d'ordre macroprudentiel afin de ralentir la hausse de ces marchés immobiliers, avec un succès jusqu'à présent limité. Le manque d'efficacité de ces politiques macroprudentielles, ainsi mis en évidence, souligne l'importance de traiter directement les déséquilibres mondiaux.

Bibliographie

Allen (F.) et Carletti (E.) (2010)

"An overview of the crisis: causes, consequences and solutions", *International Review of Finance*, n° 10, p. 1-27

Allen (F.) et Gale (D.) (2000)

"Bubbles and crises", *Economic Journal*, n° 110, p. 236-255

Allen (F.) et Gale (D.) (2007)

"Understanding financial crises", *Clarendon Lecture Series in Finance*, Oxford and New York: Oxford University Press

Allen (F.) et Hong (J.) (2011)

"Why are the global imbalances? The case of South Korea", document de travail du Wharton Financial Institutions Center, disponible à l'adresse <http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/11/11-32.pdf>.

Allen (F.) et Rogoff (K.) (2011)

"Asset prices, financial stability and monetary policy", préparé dans le cadre de la RUTH-Commission of Inquiry into the Swedish Housing Market

Allen (W.) et Moessner (R.) (2010)

"Central bank co-operation and international liquidity in the financial crisis of 2008-9", document de travail de la BRI n° 310

Maddaloni (A.) et Peydró (J.) (2010)

"Bank risk-taking, securitization, supervision and low interest rates: evidence from the euro area and the US lending standards", document de travail de la Banque centrale européenne n° 1248, *Review of Financial Studies*, à paraître

Reinhart (C.) et Rogoff (K.) (2009)

"This time is different: eight centuries of financial folly", Oxford and Princeton: Princeton University Press

Taylor (J.) (2008)

"The financial crisis and the policy responses: an empirical analysis of what went wrong", document de travail, Stanford University

Wallace (N.) (2010)

"Real estate price measurement and stability crises", document de travail, University of California, Berkeley

Jacob A. Frenkel

Président, JP Morgan Chase International

Président, Groupe des Trente

Ancien gouverneur, Banque d'Israël

Il y a vingt-quatre ans s'était déjà tenue à Paris une réunion sur les moyens de résoudre les déséquilibres.

L'environnement était favorable. Deux années auparavant, en 1985, les dirigeants des pays du G7 s'étaient rencontrés à l'hôtel Plaza et avaient réussi moyennant quelques frictions à faire baisser le taux de change du dollar. On en a conclu que la coordination internationale représentait la solution à tous les problèmes et en particulier à ceux relatifs aux taux de change.

Mais il était également nécessaire d'élargir le débat aux politiques macroéconomiques. Dans le domaine de la coordination des politiques budgétaires, nous n'avons finalement pas pu parvenir à un accord. En effet, les politiques macroéconomiques sont élaborées au niveau national et, pour réussir à réduire les déséquilibres, nous devons montrer les dégâts causés par les politiques non coopératives.

Quels déséquilibres subsistent après la crise ? De nombreux déséquilibres existaient avant la crise. En avons-nous tiré des enseignements ? Sommes-nous en passe de corriger ces déséquilibres engendrés par la crise et par la réponse à la crise ? Retournons-nous à l'ancien paradigme ou changeons-nous de paradigme ?

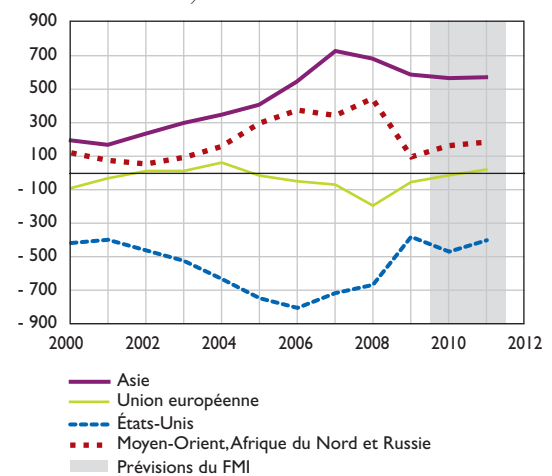
De quels déséquilibres parlons-nous ? Nous pouvons en identifier six au niveau mondial :

- les déséquilibres des paiements internationaux
- la Chine et le système mondial
- les déséquilibres monétaires et budgétaires
- les déséquilibres et la crise de la zone euro
- les déséquilibres entre pays développés et pays en développement
- les défis démographiques à long terme .

Tous ces problèmes sont liés mais, faute de temps, je ne traiterai pas des deux derniers déséquilibres.

Graphique I Compte de transactions courantes de la balance des paiements

(en milliards de dollars)



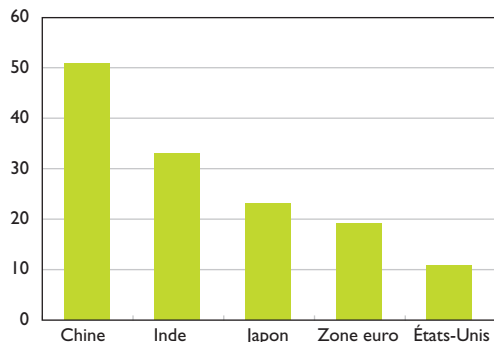
Source : FMI (dernière mise à jour : 1^{er} octobre 2010), Perspectives de l'économie mondiale (prévisions 2010 et 2011)

Tout d'abord, le compte de transactions courantes. Nous connaissons depuis de nombreuses années des déficits et des excédents importants des comptes de transactions courantes. Il est dans la nature du développement économique de passer par différentes phases d'accumulation et de désaccumulation. Toutefois, une polarisation des déséquilibres des comptes de transactions courantes est perceptible depuis très longtemps au sein du système, entraînant une accumulation importante d'actifs. En Chine, les réserves de change ont atteint 2 800 milliards de dollars, accumulés pour l'essentiel au cours des cinq dernières années. Sur la totalité des bons du Trésor américain émis depuis l'origine et détenus à l'étranger, 20 % sont détenus en Chine. Cela représente une concentration très importante sur la durée et préoccupante, car personne n'aime dépendre d'un seul banquier.

Toutefois, la cause sous-jacente de ces déséquilibres réside dans l'immense écart existant entre les taux d'épargne : l'épargne nationale brute représente 51 % du PIB de la Chine, contre 11 % du PIB des États-Unis. Par conséquent, les taux de change (par le biais d'un autre accord du Plaza axé sur les taux de change) ne

Graphique 2 Épargne nationale brute

(en % du PIB, 2009)



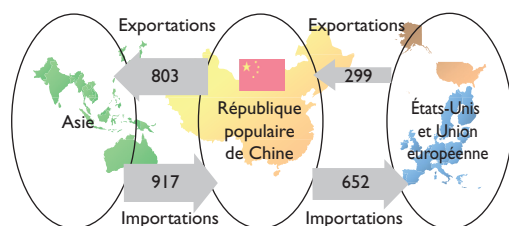
Sources : FMI (dernière mise à jour : Chine – décembre 2010 ; Inde – septembre 2010) ; JPMorgan ; Statistiques financières internationales du FMI (dernière mise à jour : octobre 2010)

peuvent pas sensiblement corriger ces déséquilibres. Il nous faut une stratégie gagnant-gagnant, qui vise les racines de ces déséquilibres. En Chine, le taux d'épargne est élevé en raison de l'absence de systèmes de sécurité sociale et de retraite et du sous-développement des marchés de capitaux, qui empêche les entreprises de distribuer des dividendes. Aux États-Unis, il est nécessaire de réduire de façon drastique le déficit budgétaire, sans se limiter aux dépenses discrétionnaires, mais en diminuant également les prestations versées par l'État.

Cela m'amène à la question de la Chine et du système mondial. Des évolutions importantes se sont déjà produites s'agissant de ce pays. La Chine présente un excédent par rapport aux États-Unis et à l'Europe, mais un déficit vis-à-vis du reste de l'Asie, ce qui reflète la chaîne de production mondiale. Des ajustements de taux de change sont donc nécessaires, mais il

Graphique 3 Le rôle de la Chine dans le commerce mondial

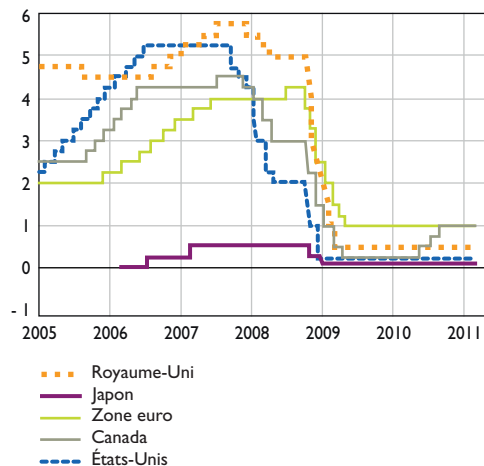
(en milliards de dollars)



Source : Bureau national des statistiques de Chine, sur 12 mois jusqu'à fin janvier 2011

Graphique 4 Taux d'intérêt mondiaux

(en %)



Source : Bloomberg Market Data (dernière observation : 1^{er} mars 2011)

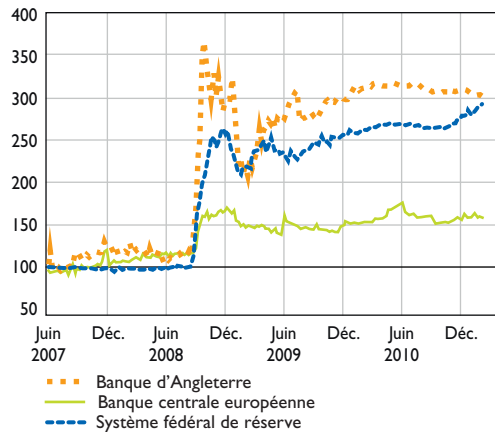
convient de tenir compte du fait que nous sommes dans un contexte multilatéral. La Chine représente une opportunité et pas simplement une menace : les exportations de l'Europe et des États-Unis vers la Chine ont progressé, passant de, respectivement, 5 % et 3 % du PIB il y a dix ans à 19 % l'année dernière. Des évolutions considérables se sont donc produites dans l'économie réelle ; mais l'accumulation des réserves, qui empêche l'ajustement des taux de change car cela impliquerait des pertes en capital pour la Chine, se poursuit.

Ensuite, les déséquilibres liés aux politiques publiques. Avec la récession, les taux d'intérêt nominaux sont proches de zéro dans les pays avancés. Les taux d'intérêts réels sont négatifs dans le monde entier et cette situation pourrait perdurer. Cette politique de taux bas était appropriée à l'époque, mais elle est aujourd'hui source d'inquiétude pour ceux qui ont fait l'expérience de l'inflation ou de l'hyperinflation : actuellement, nous n'observons pas de tensions inflationnistes, mais y a-t-il quelque chose dans les tuyaux ? Quand nous constaterons leur présence, il sera trop tard.

De plus, d'autres mécanismes de politique monétaire ont été élaborés. Les bilans des banques centrales ont évolué de façon spectaculaire en termes de taille et de composition. La stratégie adoptée par la BCE est différente de celle adoptée par la Fed et la Banque d'Angleterre, qui sont allées plus loin dans la mise

Graphique 5 Actifs totaux des principales banques centrales

(indices, fin juin 2007 = 100)



Sources : BCE (dernière observation : 25 février 2011) ; Fed, Banque d'Angleterre (23 février 2011)

en œuvre de ces autres mécanismes. Toutefois, les marchés financiers considèrent qu'il n'y a pas de pénurie de liquidité. Peut-être y-a-t-il un manque de confiance, de clarté du cadre réglementaire, une pénurie de pétrole... Alors pourquoi élaborer une stratégie visant à accroître la liquidité ? L'assouplissement quantitatif vise à agir sur certains segments de la courbe des taux d'intérêt afin de doper

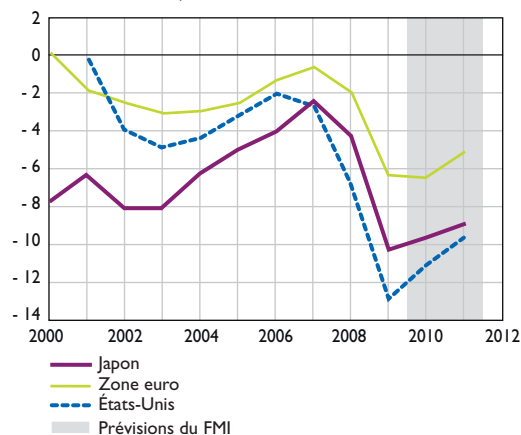
l'investissement et la croissance, mais cette politique gagnerait en crédibilité si l'on expliquait pourquoi les échecs passés de ces politiques ne devraient pas se reproduire. Ainsi, lorsque la Fed a orchestré dans les années soixante une distorsion artificielle de la courbe des taux (« *Operation Twist* »), dans le but d'influencer un segment de cette courbe, il est apparu difficile d'agir sur un compartiment du marché des capitaux en particulier.

La politique budgétaire fait face, elle aussi, à un important défi après la crise, la dette souveraine s'accroissant rapidement. Bien qu'il ne soit peut-être pas nécessaire de modifier dès à présent du tout au tout la politique budgétaire, il serait utile que les marchés financiers reçoivent des indications sur le futur revirement stratégique destiné à réduire le ratio dette/PIB. Aux États-Unis, il serait nécessaire d'ajuster les prestations sociales, mais le sujet est actuellement tabou.

Enfin, en Europe, malgré dix années d'efforts en vue d'une convergence renforcée, la crise a accru les disparités entre pays, en termes de chômage, de coûts unitaires de la main-d'œuvre, de situations budgétaires et de dette, tant interne qu'externe. L'évolution de l'épargne depuis l'introduction de l'euro est source d'inquiétude : elle a augmenté en Allemagne mais nettement diminué en Irlande, en Grèce et au

Graphique 6 Situations budgétaires : solde des administrations publiques

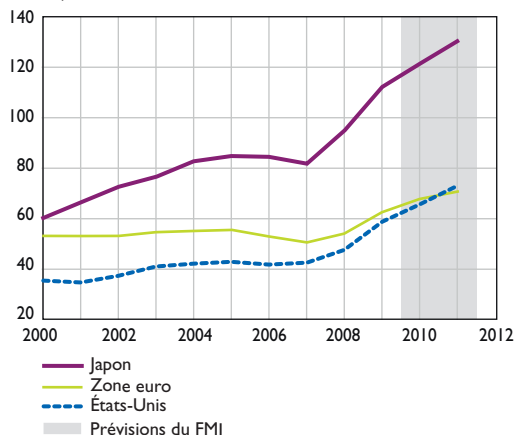
(en pourcentage du PIB)



Sources : FMI, base de données des Perspectives de l'économie mondiale (dernière mise à jour : 1^{er} octobre 2010) ; 2009 : estimations, 2010 et 2011 : prévisions

Graphique 7 Situations budgétaires : endettement net

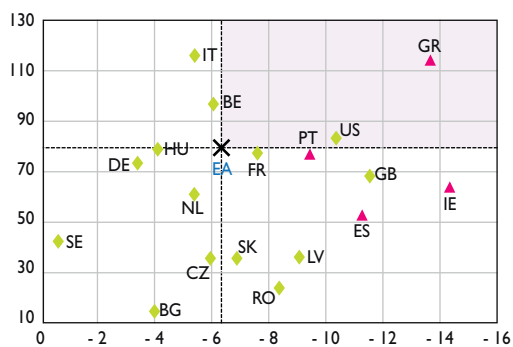
(% of GDP)



Sources : FMI, base de données des Perspectives de l'économie mondiale (dernière mise à jour : 1^{er} octobre 2010) ; 2009 : estimations, 2010 et 2011 : prévisions

Graphique 8 Dette publique brute et déficit budgétaire

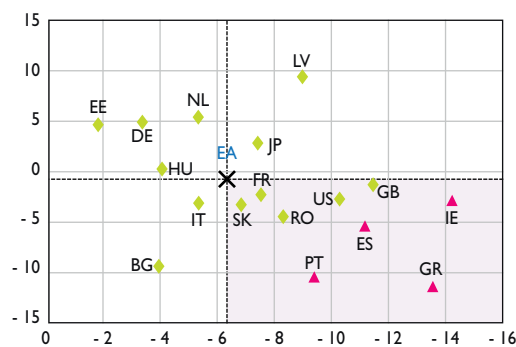
(en % du PIB 2009 ; en abscisse : déficit budgétaire ; en ordonnée : dette publique brute)



Sources : Eurostat, Instituts nationaux de statistique

Graphique 9 Solde du compte de transactions courantes et déficit budgétaire

(en % du PIB 2009 ; en abscisse : déficit budgétaire ; en ordonnée : solde du compte des transactions courantes)



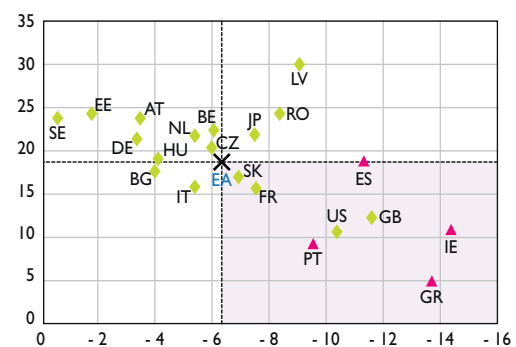
Sources : Eurostat, Instituts nationaux de statistique

Portugal. Le solde des transactions courantes est en équilibre au niveau européen, mais à l'intérieur de l'Europe, les situations diffèrent dans des proportions considérables, l'Allemagne enregistrant un excédent de 5,8 % du PIB et l'Irlande, l'Espagne, la Grèce et le Portugal affichant un déficit de 5,3 %. Les marchés financiers sont révélateurs à cet égard : les écarts de rendement ont énormément augmenté entre les pays de la zone euro, ce qui remet en question l'idée d'obligations paneuropéennes. Et les primes de CDS pour les dettes des pays européens, autrefois la référence, sont aujourd'hui plus élevées que pour celles des entreprises, ce qui n'est pas sain.

Quels enseignements devons-nous en tirer ? Nous pourrions classer les pays en fonction de leur niveau de dette publique et de déficit budgétaire, en fonction de leur compte de transactions courantes et de leur déficit public, en fonction de leur taux d'épargne brut national et de leur déficit budgétaire. Selon la plupart de ces critères, la Grèce, l'Irlande, le Portugal et l'Espagne se situent dans la zone à risque.

Graphique 10 Taux d'épargne brut national et déficit budgétaire

(en % du PIB 2009 ; en abscisse : déficit budgétaire ; en ordonnée : taux d'épargne brut national)



Sources : Eurostat, Instituts nationaux de statistique

DE Allemagne	FR France	LV Lituanie	SE Suède
BE Belgique	GR Grèce	NL Pays-Bas	SK Slovaquie
BG Bulgarie	HU Hongrie	PT Portugal	EA Zone euro
ES Espagne	IE Irlande	CZ Rép. tchèque	■ Zone à risque
EE Estonie	IT Italie	RO Roumanie	
US États-Unis	JP Japon	GB Royaume-Uni	

Pierre-Olivier GOURINCHAS**Professeur**

Université de Berkeley, Californie

Permettez-moi tout d'abord de remercier la Banque de France et le gouverneur, Christian Noyer, pour ce colloque très stimulant. C'est un réel privilège de participer à cet événement avec un auditoire d'une telle qualité.

Il y a un peu plus de trois ans, l'économie mondiale a subi une violente secousse, dont les répercussions se font toujours sentir. Dans les années précédant cette crise, de nombreux observateurs s'inquiétaient des déficits extérieurs excessifs des États-Unis et des très importants excédents enregistrés dans d'autres parties du monde, ce que l'on a appelé les « déséquilibres mondiaux ». Ces déséquilibres n'ont pas disparu. Les dernières *Perspectives de l'économie mondiale* du Fonds monétaire international (FMI) prévoient que le déficit du compte de transactions courantes des États-Unis va s'aggraver, passant de 0,5 % à 1 % environ de la production mondiale entre aujourd'hui et fin 2012. Quelle appréciation doit-on porter sur ces déséquilibres « post-crise » ?

La théorie et l'étude attentive des données historiques nous enseignent que les déficits excessifs du compte de transactions courantes sont dangereux. Ils sont dangereux pour les prêteurs qui ont peu, ou pas, de moyens de recours en cas de non-remboursement par les emprunteurs souverains. Ils le sont également pour les emprunteurs, dans la mesure où la crainte d'un défaut limitera le montant que les prêteurs acceptent d'engager (« intolérance à l'endettement »), les instruments dans lesquels ils sont disposés à investir (dépendance excessive à l'égard des titres de créance) ainsi que la durée et la devise d'émission des titres de dette étrangers (préférence pour les titres à court terme libellés dans la devise des prêteurs).

Un retrait soudain des financements étrangers, pour des raisons réelles ou imaginaires, a souvent un effet destructeur sur l'économie du pays emprunteur. Lorsque les flux de capitaux étrangers s'inversent brutalement, les entreprises, les banques et les ménages du pays doivent se disputer les rares fonds susceptibles d'être prêtés, entraînant ainsi une forte hausse du coût du financement interne. L'effondrement de la demande agrégée qui accompagne cette évolution engendre une forte récession. Dans le même temps, la monnaie nationale s'effondre, tandis

que l'économie se réoriente vers la production de biens destinés à l'exportation et que la consommation se détourne des produits étrangers. Cet ajustement du taux de change accentue la sévérité du ralentissement économique, dans la mesure où les banques et les emprunteurs internes ayant des engagements en devises se retrouvent soudain confrontés à des niveaux d'endettement non soutenables.

Les pays disposent de peu de solutions pour éviter un ajustement aussi spectaculaire. Ils ont besoin d'accéder à des financements liquides et sous forme d'instruments négociables en quantités suffisantes. Or peu d'instruments financiers à l'actif du bilan d'un pays offrent la liquidité nécessaire. Pour gérer des interruptions brutales des flux de capitaux, il faut donc combiner une auto-assurance par le biais de l'accumulation de réserves officielles et un accès à la liquidité internationale par d'autres moyens (programmes de stabilisation du FMI, accords d'échange réciproque de devises entre banques centrales, mise en commun des réserves, etc...).

En revanche, on a souvent affirmé que les soldes du compte de transactions courantes entre différentes régions d'un même pays importent peu. Premièrement, dans la mesure où les entités infranationales utilisent une monnaie commune, cela supprime la possibilité d'un recours massif aux réserves, qui constituerait une source d'instabilité. Deuxièmement, les entités infranationales partagent un cadre réglementaire et juridique commun qui définit clairement les droits et les responsabilités des créanciers et des emprunteurs et permet de limiter l'ampleur des problèmes de *hold-up ex post*. Par exemple, la plupart des systèmes juridiques comportent un cadre pour les faillites qui précise les conditions dans lesquelles les créances des prêteurs doivent être réduites afin de permettre aux emprunteurs de poursuivre leurs opérations. En réduisant la possibilité de désaccords *ex post*, ces dispositifs réglementaires favorisent l'apparition d'instruments financiers plus complexes, assimilables à du capital, entre les prêteurs et les emprunteurs, qui permettent de répartir le risque de manière plus efficace. Troisièmement, les entités infranationales partagent une autorité budgétaire nationale commune qui peut intervenir et absorber les pertes régionales.

Cette théorie communément admise a largement influencé l'analyse des déséquilibres mondiaux avant la crise. Les importants déficits du compte de transactions courantes enregistrés par les États-Unis, qui culminaient à 6,0 % de la production en 2006, ont été perçus comme une source d'instabilité au niveau mondial. De nombreux observateurs craignaient qu'un endettement aussi important vis-à-vis de l'extérieur n'expose les États-Unis à un retrait soudain des capitaux étrangers, déclenchant des retournements majeurs des soldes de transactions courantes. En revanche, la plupart des économistes considéraient les déficits comparativement plus élevés du compte de transactions courantes de certains pays de la zone euro (Espagne – 9,5 %, Grèce – 11,3 %, Portugal – 10,7 % de leur production respective en 2006) comme largement bénins et sans grande importance dans le contexte du projet de monnaie unique.

Trois ans plus tard, nous avons mieux conscience de la réalité ! Les États-Unis ont subi de nombreux chocs mais le manque de financements externes n'en faisait pas partie, en dépit du niveau élevé des déficits extérieurs. En revanche, de nombreux pays européens secondaires ont appris à leurs dépens que les déficits du compte de transactions courantes demeuraient un problème malgré la monnaie unique. Pourquoi en a-t-il été ainsi ?

Avant de répondre à cette question, permettez-moi de souligner que la théorie généralement admise est globalement correcte. Des déficits extérieurs excessifs sont effectivement une grave source de vulnérabilité économique. La meilleure illustration de cela est l'approche adoptée par le groupe des économies de marché émergentes qui sont de plus en plus mondialisées et dont l'importance systémique s'accroît. À la suite des nombreuses crises extérieures des années quatre-vingt-dix et du début des années deux mille (notamment au Mexique en 1994, dans les économies de l'Asie de l'Est en 1997, au Brésil en 1998, en Russie en 1999 et en Argentine en 2001), de nombreuses économies émergentes ont résolument décidé de réduire leur endettement interne et externe. Comme je le montre dans des travaux récents conduits avec mon collègue Maury Obstfeld, les économies de marché émergentes ont consacré la majeure partie de la dernière décennie à améliorer systématiquement leur situation monétaire et budgétaire, à réduire l'endettement interne et international et à accumuler des montants importants de réserves internationales

(Gourinchas et Obstfeld, 2011). Cette amélioration spectaculaire des fondamentaux a permis à la plupart de ces économies qui, historiquement, étaient relativement vulnérables aux crises financières ou aux récessions mondiales, de surmonter étonnamment bien la tempête économique récente en dépit d'un retournement assez spectaculaire des flux de capitaux. L'Europe centrale et orientale constitue une exception majeure à cet égard, de nombreux pays de cette région ayant pâti d'importants afflux de capitaux très certainement liés à la perspective de l'adoption ultérieure de l'euro et à la batterie de réformes réglementaires visant à faciliter l'intégration des marchés de produits et des marchés financiers depuis l'adhésion à l'Union européenne. Cet « acquis communautaire » a abaissé la prime de risque de ces pays et encouragé la formation de déficits externes importants qui sont devenus non soutenables. L'expérience de ces pays confirme, elle aussi, la théorie généralement admise : Ils ont eu excessivement recours à l'emprunt et, au bout du compte, ils ont été victimes d'une interruption brutale et spectaculaire des flux de capitaux.

Savoir qu'ils avaient peu de chances de subir une telle expérience s'ils n'étaient pas tributaires des financements externes a constitué un moteur essentiel des politiques menées dans la plupart des économies de marché émergentes ! Ce calcul s'est en grande partie avéré juste mais soulève une question systémique importante : en cherchant activement à dégager des excédents extérieurs, ces pays n'empêchent-ils pas un rééquilibrage ou n'imposent-ils pas la charge du rééquilibrage mondial aux pays en déficit ? La question de l'asymétrie entre pays en excédent et pays en déficit revient constamment dans la macroéconomie internationale. Elle était au cœur des discussions durant la conférence de Bretton Woods et plus de cinquante ans après, elle demeure un sujet de désaccords. À l'heure actuelle, on ne sait pas vraiment comment mettre en œuvre un système supérieur dans lequel les incitations seraient symétriques et les efforts visant à réformer le système monétaire international (SMI) en ce sens s'avèreront très certainement vains.

Peut-on, dès lors, comprendre pourquoi la théorie communément admise ne s'est pas vérifiée dans le cas des États-Unis et des pays au cœur de la crise de la dette souveraine en Europe ? La réponse est oui. Pour ce faire, il nous faut analyser de plus près la relation existant entre déséquilibres extérieurs et

déséquilibres financiers, ainsi que la structure des portefeuilles internationaux. Autrement dit, il nous faut raisonner en termes de déséquilibres *bruts* et non plus *nets*.

Considérons d'abord le cas des États-Unis. L'examen approfondi des flux de capitaux intérieurs et extérieurs du pays montre qu'il y a bien eu interruption brutale. Mais celle-ci n'a pas suivi un profil géographique précis. Elle a en fait concerné certaines catégories d'actifs. Les marchés d'instruments de crédit structurés, notamment ceux liés au compartiment *subprime* du marché immobilier américain, ont été les premiers touchés en 2007, suivis des marchés d'obligations et d'actions du secteur privé de par le monde. Les ajustements de portefeuille qui en ont résulté se sont produits à l'échelle du monde entier et n'ont pas concerné certains pays en particulier. Les investisseurs ont procédé à un désendettement et à un rééquilibrage de leurs portefeuilles en faveur d'actifs plus sûrs. Les étrangers ont liquidé leurs portefeuilles d'actifs américains risqués et les investisseurs américains ont liquidé leurs portefeuilles d'actifs étrangers risqués. Le produit de ces opérations a ensuite été en grande partie affecté au rachat de bons du Trésor américain, à mesure que la demande mondiale d'actifs sûrs s'envolait.

L'évolution du compte de transactions courantes des États-Unis reflète cette double dynamique. Les États-Unis étaient à la fois émetteur de l'avoire de réserve mondiale et le principal émetteur d'actifs *private-label* sûrs, essentiellement les tranches AAA de titres adossés à des créances hypothécaires résidentielles. Nombre de ces actifs supposés sûrs se sont révélés être « toxiques » à partir du moment où le marché immobilier américain a amorcé sa dérive. Au fur et à mesure que cette réalité s'est imposée, les investisseurs internationaux ont rééquilibré leurs portefeuilles au profit des seuls actifs sûrs qui soient de nature « macro », à savoir les bons du Trésor américain. À cet égard, il est assez remarquable d'observer que les banques centrales de nombreuses économies de marché émergentes ont évité de recourir aux importants montants de réserves officielles dont elles disposaient pour défendre leur monnaie. En résumé, l'effondrement des marchés de produits structurés a effectivement conduit à se détourner des actifs américains risqués, mais ce mouvement a été compensé et au-delà par un important afflux de capitaux en direction des bons du Trésor américain.

La crise a clairement illustré comment les États-Unis, du fait de leur position unique au cœur du SMI, ont pu rester à l'abri d'une interruption brutale, potentiellement dévastatrice, des flux de capitaux. Dans le même temps, elle a porté un coup sévère à la position extérieure nette du pays. Avec la hausse des prix des bons du Trésor et la chute de ceux des actifs risqués à l'échelle mondiale, Gourinchas, Rey et Govillot (2001) montrent que la valeur de marché du portefeuille d'avoires extérieurs des États-Unis a diminué de 14 % du PIB environ.

La structure des portefeuilles internationaux retrace la propagation des pertes et des gains, des marchés financiers américains vers le reste du monde. La relative exposition aux actifs sûrs *private-label* (comme les titres adossés à des actifs ou ABS) par rapport aux actifs sûrs dits « macro » (c'est-à-dire les bons du Trésor) a été, dans une large mesure, un facteur clé. Là encore, on peut observer une nette ligne de démarcation géographique. Les institutions financières européennes étaient largement exposées au marché immobilier américain *via* leurs portefeuilles de produits de crédit structurés assortis d'une notation AAA. Elles ont subi de lourdes pertes (Acharya et Schnabl, 2010 et Bernanke *et al.*, 2011). Les économies de marché émergentes, en revanche, ont largement évité les compartiments les plus toxiques des marchés financiers américains, leurs banques centrales ayant opté pour la sécurité des bons du Trésor américain (certains fonds souverains de ces pays n'ont pas eu autant de chance : ils ont investi dans le secteur financier américain précisément au mauvais moment).

En prenant un peu de recul, on voit se dégager un schéma intéressant. En leur qualité d'émetteur d'avoires de réserve, les États-Unis sont un fournisseur mondial de liquidité. Cette liquidité est particulièrement utile en période de crise mondiale, lorsque la plupart des autres réserves de valeur s'épuisent. Par conséquent, les bons du Trésor américain bénéficient d'une « prime de liquidité » mondiale (Krisnamurthy et Vissing-Jorgensen, 2010). Cette prime de liquidité permet aux États-Unis de se financer à moindre coût. Une partie de ce financement est recyclée au sein de l'économie mondiale sous la forme de portefeuilles d'actifs illiquides, mieux rémunérés. Ce schéma bien documenté (Gourinchas et Rey, 2005 et Gourinchas, Rey et Govillot, 2011) permet aux États-Unis de conserver un niveau de déficit extérieur légèrement plus élevé qu'il ne serait possible sans

cela. En d'autres termes, la théorie communément admise est partiellement remise en question lorsque l'on considère le pays placé au centre du système monétaire international.

Une question centrale à laquelle ce débat ne répond cependant pas consiste à savoir pourquoi et comment certains actifs deviennent des avoirs de réserve internationaux. La capacité de remboursement de l'émetteur souverain doit être une préoccupation essentielle, dans la mesure où elle détermine la valeur des titres publics. Si le pays perd sa capacité de remboursement, on imagine difficilement comment les avoirs en cause pourraient continuer d'être perçus comme des valeurs sûres. Si la capacité de remboursement des États-Unis était remise en question, on pourrait s'attendre à un retour en force de la théorie communément admise.

Qu'en est-il de la zone euro ? Le scénario, dans ce cas, nous est plus familier, la crise de la dette souveraine en Europe semblant tout droit sortie d'un ancien manuel de théorie économique. Après l'adoption de la monnaie commune et en l'absence d'une régulation financière transfrontière efficace, les primes de risque pays ont chuté, les déséquilibres financiers se sont rapidement accumulés et les capitaux ont afflué vers les pays périphériques dans l'anticipation d'une accélération de la convergence et de la croissance économiques, créant ainsi d'importants risques financiers implicites. Dans le même temps, nombre de ces pays ont connu une vive appréciation de leur taux de change en termes réels, accompagnée d'une forte expansion du secteur des biens non échangeables, notamment l'immobilier. L'économie a finalement marqué le pas.

Comme toujours, la conjonction d'un endettement extérieur et intérieur excessif s'est révélée fatale. Malgré l'absence de monnaie nationale contre laquelle on pouvait spéculer, les marchés ont fini par réaliser que, même s'ils partageaient une monnaie commune, les gouvernements nationaux demeuraient responsables de leurs excès passés (Grèce, Portugal) ou de ceux de leur secteur financier (Irlande, Espagne...). En l'absence d'un mécanisme européen de résolution des crises, capable d'absorber les pertes locales au sein d'une zone économique plus large, les marchés ont compris que les émetteurs souverains finiraient par être vulnérables. Autrement dit, la seule suppression du risque de change s'est révélée largement insuffisante pour éliminer le

risque d'une interruption brutale des flux de capitaux qui s'est matérialisée par le refus des investisseurs de refinancer les engagements publics et privés extérieurs des pays périphériques.

Le débat précédent souligne l'importance de la demande d'actifs sûrs au niveau mondial lorsqu'on interprète les évolutions récentes du compte de transactions courantes des États-Unis. Il met également en lumière le fait que, en dépit de la monnaie commune, la situation de certains pays européens n'est sans doute pas si éloignée de celle de l'Argentine vers 2001 ni de celle du Mexique vers 1994.

À l'avenir, quels déséquilibres peut-on anticiper après la crise ? À court terme, les perspectives d'un rééquilibrage significatif sont limitées. Les économies de marché émergentes affichent une forte croissance, tandis que les pays industriels subissent encore le poids de la récession, dans un contexte d'assainissement budgétaire. Les premiers craignent la surchauffe, et les seconds un double creux. D'où la nécessité d'un resserrement progressif de la politique monétaire dans les pays émergents et du maintien de conditions monétaires accommodantes dans les pays industriels, en particulier dans le contexte de la stratégie de freinage budgétaire actuellement à l'œuvre. Le durcissement des conditions monétaires dans les économies de marché émergentes et la politique accommodante menée dans les pays industriels impliquent un réalignment des parités avec une appréciation des monnaies des économies de marché émergentes. Cette appréciation est une composante naturelle du mécanisme de transmission de la politique monétaire dans un environnement mondialisé. Pour autant, de nombreuses économies de marché émergentes y sont farouchement opposées. Cette résistance ouvre grand la porte aux opérations de portage (*carry trade*). En outre, elle renforce encore la demande d'actifs sûrs sous la forme d'une accumulation de réserves, afin de compenser les entrées de capitaux privés. Au bout du compte, à mesure que les préoccupations relatives à l'inflation se font plus pressantes, on peut anticiper que les économies de marché émergentes chercheront moins à s'opposer à l'appréciation de leur monnaie, dans la mesure où une appréciation modérée de la monnaie nationale peut contribuer à atténuer les tensions inflationnistes. En attendant, la volonté d'éviter un ajustement des monnaies contribue à accentuer la demande d'actifs sûrs.

Cette demande accrue s'inscrit dans un contexte de diminution de l'offre d'autres actifs sûrs. En effet, à l'issue de la réévaluation mondiale des risques qui a fait suite à la crise, les marchés font preuve d'un plus grand discernement entre « vrais » et « faux » actifs sûrs, délaissant les titres adossés à des actifs et les titres de dette souveraine des pays périphériques de la zone euro. Les États-Unis sont devenus l'unique fournisseur de liquidité mondiale. La hausse de la demande d'actifs sûrs s'accompagne donc d'une diminution de l'offre effective. Les conséquences de cette évolution au niveau des marchés sont claires : elle pousse à la baisse le taux de rendement d'équilibre des actifs sûrs (rendement des bons du Trésor américain) et contribue à alimenter le déficit extérieur de ce pays. Elle est également susceptible d'accroître l'instabilité financière, si la rémunération excessivement basse du capital favorise la prise de

risque, accroît l'endettement et facilite l'apparition de bulles financières.

On peut, par conséquent, anticiper à court terme, pour des raisons à la fois macroéconomiques et financières, que les déséquilibres mondiaux ne disparaîtront pas. Il est très possible que le déséquilibre sous-jacent entre l'offre et la demande d'actifs sûrs persiste et crée une nouvelle instabilité financière.

À plus long terme, on ne peut qu'espérer que la conjonction du développement financier dans les marchés émergents et d'une meilleure gestion de la demande de liquidité mondiale, notamment de la part des banques centrales, entraînera à la fois une augmentation de l'offre et une diminution de la demande, favorisant ainsi le rééquilibrage de l'économie mondiale.

Bibliographie

Acharya (V.) et Schnabl (P.) (2010)

"Do global banks spread global imbalances? Asset backed commercial paper during the financial crisis of 2007-09", *IMF Economic Review*, 58(1), août

Bernanke (B.), Bertaut (C.), Ponder di Marco (L.) et Kamin (S.) (2011)

"International capital flows and the returns to safe assets in the United States, 2003-2007", Board of governors of the Federal Reserve System, *International Finance Discussion Papers*, No. 1014, février

Gourinchas (P. - O.) et Rey (H.) (2007)

"From world banker to world venture capitalist: US external adjustment and the exorbitant privilege", dans *G7 current account imbalances: sustainability and adjustment*, R. Clarida ed, U. Chicago Press, Chicago, p. 11-55

Gourinchas (P. - O.), Rey (H.) et Govillot (N.) (2010)

"Exorbitant privilege and exorbitant duty", mimeo, UC Berkeley

Gourinchas (P. - O.) et Obstfeld (M.) (2011)

"Stories from the 20th century for the 21st", mimeo, UC Berkeley

Krisnamurthy (A.) et Vissing-Jorgensen (A.) (2010)

"The aggregate demand for US treasury debt", mimeo, Northwestern University

Kenneth ROGOFF

Professeur

Université de Harvard

Dans les réflexions qui vont suivre, je décrirai les déséquilibres mondiaux à un niveau très abstrait et académique, mais j'espère conduire le lecteur à une approche très simple et pratique. Plus précisément, les décideurs financiers mondiaux vont devoir piloter le passage à un monde où les instruments de capitaux propres joueront un rôle bien plus important dans la finance mondiale et les instruments de dette un rôle nettement plus modeste. Les véritables problèmes avec les déséquilibres surgissent lorsqu'ils contribuent à une accumulation de dettes excessive.

Trois ans et demi après le début de la crise financière mondiale, le rôle des déséquilibres mondiaux reste controversé. Tandis que beaucoup voient dans les déséquilibres un facteur essentiel à l'origine de l'effondrement financier, d'autres les considèrent comme un témoin innocent sur les lieux de l'accident. Compte tenu de la détermination affichée par les autorités à réduire les déséquilibres mondiaux, et en même temps de l'extraordinaire inertie sur les plans politique et économique qui en est la cause, il semble intéressant de prendre du recul pour se demander pourquoi des déséquilibres persistants et importants des soldes des échanges et des soldes des transactions courantes poseraient problème.

Bien évidemment, dans un monde de marchés financiers parfaits, les déséquilibres des soldes des échanges ne constitueraient pas un problème. Ils seraient simplement le produit d'un partage intertemporel efficient des échanges et du risque. Les gouvernements se comporteraient en toutes circonstances de façon responsable. Tous les contrats seraient contingents et toutes les créances scrupuleusement honorées. Ce monde est, bien entendu, celui que Kenneth Arrow et Gérard Debreu décrivaient dans leur modèle classique il y a plus d'un demi-siècle. En posant suffisamment de conditions précises et restrictives telles que des rendements d'échelle décroissants (et donc l'absence de pouvoir monopolistique), on obtient une allocation efficiente sur toutes les durées. Ce monde peut paraître plutôt abstrait et irréaliste à des praticiens, et de fait il l'est.

Par conséquent, il peut paraître surprenant à certains lecteurs que de nombreux universitaires de premier plan aient soutenu que le modèle Arrow-Debreu fournissait une approximation étonnamment juste de la macroéconomie réelle, comme l'ont par exemple fait valoir les tenants de la théorie du cycle réel. Cela s'est avéré un axe de recherche fructueux bien que, dans une large mesure, limité au plan méthodologique. Dans un monde correspondant à la théorie du cycle réel, le fait que la Banque centrale européenne (BCE) et le Système fédéral de réserve mènent des stratégies différentes pour opérer un arbitrage entre inflation et croissance n'a aucune importance, car dans un tel monde, la politique monétaire n'affecte pas les variables réelles.

La politique monétaire est, en revanche, importante dans les modèles néokeynésiens, qui mettent l'accent sur la rigidité des prix et des salaires sur les marchés des biens et du travail. L'économie néokeynésienne, cadre de nombreux modèles utilisés dans les banques centrales modernes, accepte la plupart des postulats de base de la théorie du cycle réel, à la seule exception de l'hypothèse de l'existence d'une imperfection sur les marchés du travail et de la production qui empêche les prix et/ou les salaires de se rapprocher des valeurs d'équilibre du marché. Cependant, globalement, ces modèles font également l'hypothèse de marchés financiers parfaits, essentiellement parce qu'elle est d'une grande facilité au plan analytique.

Fait peut-être surprenant pour les non-spécialistes, le solde des échanges dans des modèles de marchés parfaits n'est pour l'essentiel rien de plus qu'une identité comptable, un tableau de bord dépendant des chocs qui affectent l'économie mondiale et déterminent où se trouvent les meilleurs investissements. L'accumulation de dettes ne constitue pas une préoccupation majeure, premièrement parce que la notion est éminemment abstraite dans un monde dominé par les actifs dépendant de contingences et deuxièmement parce que tous les contrats sont honorés quoi qu'il arrive. Il y a une transparence complète et une exécution parfaite. Dans la forme la plus pure du modèle de

marchés complets, même la régulation est purement formelle dans la mesure où il n'y a pas de frictions ou d'asymétries de l'information.

Bien sûr, il existe une importante littérature qui s'attache à introduire différents types d'imperfections de marché mais l'essentiel est qu'il est étonnamment difficile d'intégrer de façon pertinente le compte de transactions courantes¹.

L'échec de la plupart des modèles à intégrer de façon pertinente les instruments de dette constitue un problème de fond pour leurs applications dans le monde réel. Cette lacune, plus que toute autre chose, explique leur défaillance spectaculaire à l'approche de la crise financière mondiale, au travers de leur incapacité à détecter les problèmes, et plus encore dans l'optimisme excessif des modèles sur la rapidité avec laquelle les économies étaient censées sortir de la crise². Les marchés de la dette présentent peu de ressemblances avec les actifs dépeints dans le paradigme qui fait autorité, celui des marchés parfaits exempts de friction. Le principal problème est le fait qu'en cas d'états de la nature défavorables, les contrats de dette sont notoirement difficiles à faire exécuter. Qu'ils aient trait à une dette souveraine, du secteur privé ou de particuliers, la plupart des contrats de dette ne sont rien de plus qu'un point de départ à la discussion lorsque l'économie implose. Notre attitude ambiguë vis-à-vis de l'exécution des contrats de dette est quelque chose de profondément ancrée dans nos conventions sociales.

C'est la raison pour laquelle des déséquilibres mondiaux durables représentent un problème bien plus grave lorsqu'ils sont financés (ouvertement ou de façon dissimulée) par des instruments de dette, qu'il s'agisse de dette bancaire, de dette obligataire voire de dette publique. Ce sont les marchés de la dette, avec les imperfections qu'ils comportent, qui sont au cœur de la plupart des crises financières. S'ils veulent réduire le risque de crise financière, les décideurs doivent créer un système dans lequel

les actifs dépendant des contingences (comme les actions) jouent un rôle nettement plus important, et où les instruments de dette purs ont de ce fait un rôle plus modeste. Nous sommes très loin d'un tel monde aujourd'hui. Les dépôts bancaires, les titres de dette du secteur privé et la dette publique représentent largement plus des deux tiers des quelque 200 000 milliards de dollars d'actifs financiers mondiaux, les instruments de capitaux propres (actions) jouant un rôle nettement plus modeste³.

Malheureusement, de trop nombreux pays adoptent une multiplicité de politiques créant de mauvaises incitations, avec un biais très important en faveur de la dette par rapport aux capitaux propres. L'essor de l'immobilier aux États-Unis n'aurait probablement jamais atteint les mêmes proportions si les propriétaires n'avaient pas été autorisés à déduire les paiements d'intérêts sur les prêts immobiliers de leur revenu brut soumis à impôt. Les sociétés peuvent déduire les paiements d'intérêts sur les obligations, mais pas les paiements de dividendes sur les actions. Les banques centrales et les ministères de Finances sont également complices, car les investisseurs savent bien que si une entreprise fait faillite, on laissera les actionnaires tout perdre tandis que les porteurs d'obligations peuvent espérer s'en sortir grâce au renflouement public.

Les décideurs et les économistes occidentaux décrivent souvent les systèmes financiers islamiques, avec l'accent mis sur le partage du risque et le prêt responsable, comme moins efficaces que les systèmes occidentaux qui n'imposent pas de restriction à l'endettement. À l'inverse, on peut également avancer que l'intermédiation financière occidentale est biaisée en faveur de la dette, et par conséquent génère de nombreux risques superflus.

Corriger le biais en faveur de la dette au niveau de la finance mondiale n'est pas chose aisée, notamment parce que cela suppose de remanier des politiques profondément ancrées au plan national.

1 Obstfeld et Rogoff (1995) élaborent une catégorie de modèles dans lesquels les comptes de transaction courantes ont de l'importance, leur « nouveau modèle macroéconomique en économie ouverte » ; Obstfeld (M.) et Rogoff (K.) (1995) : « the intertemporal approach to the current account » in G.M. Grossman and K. Rogoff, (eds) *Handbook of International Economics*, vol. 3, Amsterdam

2 Reinhart (C.) et Rogoff (K.) (2009) « Cette fois, c'est différent : huit siècles de folie financière », Princeton University Press. Dans cet ouvrage, les auteurs montrent qu'en réalité, les reprises qui font suite à des crises financières sont longues et pénibles, particulièrement en termes d'emploi.

3 Le McKinsey Global Institute évalue à 194 000 milliards de dollars la valeur totale des actifs financiers mondiaux à fin 2007.

Aux États-Unis, par exemple, aucun homme politique ne s'empressera de dire que les déductions sur les prêts hypothécaires devraient être supprimées, ou que les paiements de dividendes aux particuliers ne devraient pas être imposés, dans la mesure où cette imposition a déjà eu lieu au niveau de la société. Cependant, les marchés des actions dans de nombreux marchés émergents ressemblent au Far West, avec des règles qui manquent de clarté et une mise en œuvre laxiste. De nombreux économistes pensent que le manque de transparence et l'insuffisance du modèle de gouvernement d'entreprise contribuent à expliquer des ratios cours/bénéfices relativement faibles dans de nombreuses régions d'Asie, alors que des perspectives de progression importante des bénéfices futurs devraient au contraire donner lieu à des ratios cours/bénéfices très élevés.

Une meilleure approche consisterait à produire davantage d'instruments de capitaux propres pour aider les pays à emprunter. Cela suppose non seulement une réforme institutionnelle et juridique au plan national telle que je l'ai évoquée, mais également l'élaboration de nouveaux cadres avec un soutien fort, voire un rôle de catalyseur, de la part de la communauté internationale. L'économiste de Yale Robert Shiller a avancé l'idée que les pays émettent des obligations dont les revenus seraient liés à la croissance nationale, fournissant par là même une protection naturelle contre les chocs. L'idée a été envisagée au Fonds monétaire international (FMI) et l'Argentine a même adopté une version de ces obligations à la suite de sa défaillance en 2001, mais un soutien renouvelé des autorités est nécessaire pour accélérer son développement sur les marchés.

La création d'un mécanisme de réaménagement de la dette souveraine, tel que le FMI l'a proposé en 2001 et tel qu'il a été proposé à l'Europe dernièrement, contribuerait également à rétablir l'équilibre en favorisant l'utilisation des capitaux propres et des investissements directs étrangers par rapport à la dette. Grâce à un mécanisme de réaménagement de la dette souveraine, la communauté internationale pourrait plus facilement autoriser des pays à réaménager leur dette, un peu comme les autorités essaient de faire pour les grandes banques. S'ils aboutissaient, ces efforts réduiraient le risque de plans de sauvetage aux frais du contribuable en rendant le subventionnement *ex post* moins

automatique. Bien entendu, l'activité d'emprunt risquerait de diminuer, mais ce recul contribuerait à stimuler le développement d'instruments de substitution présentant davantage les caractéristiques de capitaux propres.

Dans sa surveillance des déséquilibres mondiaux, le FMI peut également apporter son aide en évaluant la vulnérabilité de la structure financière de chaque pays, le ratio fonds propres/dette étant un élément important. Le suivi ne sera pas une tâche aisée, les entreprises financières et les statisticiens nationaux pouvant mettre au point des procédés tout à fait ingénieux pour « habiller » dette et fonds propres, laissant subsister d'importantes vulnérabilités qui peuvent être difficiles à déceler. On peut également imaginer quantité de problèmes politiques et juridiques avec les fonds propres, par exemple des pays confisquant les investissements directs étrangers, ou appliquant une imposition très lourde *ex post* sur les dividendes. Incontestablement, le FMI peut contribuer à promouvoir une plus grande transparence concernant les instruments de dette, qui fait cruellement défaut. Dans l'ouvrage que j'ai rédigé avec Carmen Reinhart, cité plus haut à la note de bas de page n° 2, nous concluons que les gouvernements manquent singulièrement de transparence lorsqu'il s'agit de leur propre dette, qu'elle soit occulte, contingente ou même tout à fait classique. Malheureusement, et précisément parce que la dette est si mal évaluée alors que les soldes des échanges sont mesurés de façon plus précise, le FMI va probablement devoir continuer à assurer le suivi des comptes de transactions courantes dans le cadre de son processus de surveillance même si, en principe, ce qu'on souhaite vraiment connaître est le bilan détaillé d'un pays.

Je ne veux certes pas paraître affirmer qu'un passage systématique de la dette vers les fonds propres éliminerait toutes les préoccupations concernant les déséquilibres mondiaux. Nous avons de nombreux exemples de nationalisations et autres confiscations montrant que ni l'investissement direct étranger ni les marchés des actions ne sont exempts de problèmes. Mais ils ont une probabilité bien plus faible d'être systémiques que les marchés de la dette. Je souhaite également souligner que la théorie économique montre pourquoi les marchés de la dette peuvent être si importants dans des environnements

présentant de réelles imperfections telles que les asymétries d'information. Néanmoins, il est clair que la plupart des facteurs qui biaisent le monde en faveur de la dette sont induits par des politiques, et se maintiennent sans doute du fait de l'inertie et des intérêts particuliers, autant de problèmes qui pourraient être résolus au fil du temps ⁴.

L'introduction de changements radicaux pour réorienter les marchés financiers des instruments de dette vers des instruments présentant de meilleures propriétés en termes de partage du risque, au moins afin de rétablir un équilibre, pourrait constituer un élément important de toute solution durable aux déséquilibres mondiaux.

⁴ Pour une discussion qui se rattache aux idées présentées dans cette contribution, cf. *Global imbalances without tears*, Kenneth Rogoff, *Project Syndicate*, mars 2011. <http://www.project-syndicate.org/commentary/rogoff78/English>

Nouriel ROUBINI

Professeur

Stern School of Business, New York University

Je pense que cette conférence est très importante, en particulier parce que, comme nous le savons, cette année est celle de la présidence française du G20, et que la France a mis à l'ordre du jour la question de la réforme du système monétaire international (SMI). Les sujets dont nous débattons aujourd'hui, notamment celui des déséquilibres mondiaux, sont essentiels.

Nous avons à traiter un grand nombre de questions qui sont au cœur du débat sur la réforme du SMI. Premièrement, il y a un problème général lié aux importants déséquilibres des comptes de transactions courantes à l'échelle mondiale, et plus particulièrement, point que je vais analyser, celui de l'asymétrie de l'ajustement entre pays déficitaires et pays excédentaires. Comment résoudre ce problème d'asymétrie ?

Deuxièmement, comment satisfaire la demande de liquidité émanant en particulier des économies de marché émergentes soucieuses du risque de liquidité et de transformation des échéances ? Ainsi qu'on a pu l'observer au cours des crises récentes, les réserves de change semblent ne jamais suffire en cas de fuite vers la liquidité ; comment, dès lors, faire face à cette demande massive d'auto-assurance par les marchés émergents ?

Troisièmement, ces déséquilibres se produisent également parce que les économies avancées ont adopté des régimes de changes flottants tandis que les économies de marché émergentes redoutent une flexibilité excessive du taux de change à laquelle elles résistent par leurs politiques d'intervention. Comment pouvons-nous modifier le système dans le sens d'une plus grande flexibilité des taux de change tant pour les économies avancées que pour les économies de marché émergentes, cette flexibilité pouvant contribuer à la réduction des déséquilibres mondiaux ?

Quatrièmement, il y a le problème du « triangle d'incompatibilité » : les économies de marché émergentes multiplient les interventions pour empêcher leurs monnaies de s'apprécier ; cela implique qu'elles risquent de perdre leur indépendance en

matière de monnaie et de crédit ; elles recourent par conséquent de plus en plus au contrôle des capitaux pour faire face à la triple incompatibilité entre taux de changes fixes, indépendance de la politique monétaire et mobilité des capitaux. Donc, puisque ces économies s'orientent vers le contrôle des capitaux, comment pouvons-nous disposer de règles ou de principes permettant de mieux gérer les flux de capitaux dans un monde où l'on souhaite parvenir à une plus grande mondialisation des capitaux ?

Cinquièmement, comment se comporter dans un monde où le rôle prépondérant du dollar des États-Unis en tant que principale monnaie de réserve est susceptible d'évoluer avec le temps ? Cela devient une question de même nature que le célèbre et classique « dilemme de Triffin » : un pays dont la devise est la principale monnaie de réserve mondiale verra ce statut particulier menacé dès lors qu'il aura enregistré des déficits des transactions courantes sur une trop longue période. Je pense qu'il s'agit d'une question fondamentale en termes de déséquilibres mondiaux.

Et sixièmement, je pense qu'il est également important de s'intéresser à des questions liées à la restructuration des dettes non soutenables, notamment à des idées comme celle de Kenneth Rogoff qui considère que la conversion de dette en actions est une façon de traiter les problèmes de recours excessif au levier d'endettement. En effet, l'économie mondiale n'est pas uniquement confrontée à des problèmes de montants excessifs de dette et d'effet de levier dans les secteurs privé et public, mais également à un problème d'illiquidité. Enfin, s'il ne s'agit pas simplement d'illiquidité mais aussi d'insolvabilité, les réductions de dette, la restructuration de la dette ou la conversion de dette en actions doivent constituer une partie de la solution.

Voici donc les questions si importantes que nous devons étudier. Cette session est consacrée aux déséquilibres qui persistent après la crise et qui présentent un grand intérêt pour la réflexion relative à la réforme du SMI. Mais le débat doit probablement commencer par aborder les déséquilibres à l'origine de la crise.

Aussi commencerai-je par le problème des déséquilibres des comptes de transactions courantes à l'échelle mondiale car je considère que c'est là un des problèmes fondamentaux du SMI. Il ne s'agit pas simplement du statut de principale monnaie de réserve du dollar des États-Unis, mais bien plutôt du problème d'asymétrie de l'ajustement entre pays qui enregistrent un déficit des transactions courantes et pays qui dégagent un excédent.

Ce problème fondamental se pose depuis longtemps. Il a été à l'origine de tensions au cours des années trente et n'a pas véritablement été résolu lors de l'instauration du système de Bretton Woods après la seconde guerre mondiale. Il s'est à nouveau manifesté au cours de la dernière décennie avec ces déséquilibres mondiaux. Une réserve importante s'impose à cet égard : traditionnellement, la thèse de l'asymétrie énonçait que si l'on enregistre un déficit du compte de transactions courantes, il finira par devenir non soutenable, en raison de la réaction des vigies du marché obligataire ou parce que les réserves de change vont s'épuiser ; il se produira au bout du compte une crise financière et monétaire qui imposera un ajustement et une réduction de ces déficits. Pour un pays excédentaire, en revanche, il existe une asymétrie dans la mesure où les marchés n'exercent pas le même genre de pressions en faveur de l'ajustement, parce qu'il est toujours possible de mener des interventions sur une période prolongée, d'accumuler des réserves et d'empêcher ainsi la monnaie de s'apprécier ; un excédent du compte de transactions courantes peut donc être maintenu sur très longue période. Une réserve importante s'applique également : si un pays est doté de ce « privilège exorbitant » au sens où sa monnaie a le statut de principale monnaie de réserve (il s'agit des États-Unis et du dollar dans le système financier actuel), alors, de par sa capacité à imprimer sa propre monnaie, ce pays peut enregistrer des déficits sur des périodes bien plus longues qu'il ne serait possible autrement ; ainsi, il n'est pas forcé de s'ajuster. La thèse selon laquelle les marchés imposent des ajustements aux pays enregistrant un déficit de leur compte de transactions courantes souffre donc une exception dans le cas d'un pays fournisseur de la principale monnaie de réserve. Par conséquent, dans ce pays, les déficits peuvent perdurer beaucoup plus longtemps.

En réfléchissant à présent aux causes de la crise financière très grave de ces dernières années,

l'économie mondiale me semble avoir été caractérisée par la présence, d'un côté, d'un groupe de pays, à commencer par les États-Unis, qui ont été les consommateurs en premier et en dernier ressort, dont les dépenses ont excédé les revenus et qui ont enregistré des déficits des transactions courantes toujours plus importants sur une longue période. Dans ce contexte, le rôle des États-Unis est généralement mis en avant, mais il ne faut pas oublier que de nombreux autres pays se trouvaient dans la même situation : le Royaume-Uni, l'Espagne, l'Irlande, l'Islande, certains États baltes, certains pays d'Europe centrale et même d'autres pays comme l'Australie et la Nouvelle-Zélande. Ces pays étaient tous caractérisés par une bulle immobilière et/ou une bulle de crédit ; ces bulles résultaient d'une politique monétaire accommodante, du laxisme de la régulation et de la supervision du secteur financier, d'un levier d'endettement et d'une prise de risque excessifs. Ce phénomène a entraîné une hausse de la richesse, essentiellement immobilière ; et même si cette augmentation était en partie fictive puisque découlant d'une bulle qui a fini par éclater, elle a induit, par l'effet de richesse et le recours à « l'extraction hypothécaire » (*home equity withdrawal*), une forte hausse de la consommation privée et une réduction des taux d'épargne. Ainsi, avec l'envolée de l'investissement résidentiel, celui-ci augmentant alors que l'épargne privée diminuait, un important déficit du compte de transactions courantes est apparu. Par conséquent, ces déficits des transactions courantes sont intervenus dans un contexte d'importante accumulation de dette, essentiellement privée, par le secteur des ménages, par le système financier et même par certains compartiments du secteur des entreprises. Bien sûr, cette richesse étant pour partie fictive, puisque découlant d'une bulle d'actifs, cette accumulation de dette et d'investissement sous forme de capital relativement improductif comme l'immobilier résidentiel allait finalement poser problème.

On trouvait naturellement de l'autre côté les producteurs en premier et en dernier ressort. Il s'agissait des pays dont les dépenses étaient inférieures aux revenus et qui dégageaient des excédents toujours plus élevés du compte de transactions courantes. Ils regroupaient la Chine, les pays émergents d'Asie et un certain nombre d'autres économies de marché émergentes, mais également, parmi les économies avancées, le Japon et l'Allemagne. Dans tous ces pays, les taux d'épargne

étaient élevés pour diverses raisons, y compris probablement la démographie dans le cas de la Chine, du Japon et de l'Allemagne, et le niveau élevé de ces taux d'épargne était à l'origine des importants excédents de transactions courantes.

Le problème résidait dans le fait que les pays excédentaires étaient disposés à financer les pays déficitaires et qu'ils étaient en mesure de le faire, ce qui a permis à ces derniers de perpétuer cet équilibre instable en accroissant leur endettement. Les pays en situation de déficit pouvaient emprunter à bon compte, à commencer par les États-Unis, mais pas seulement ; même les pays déficitaires périphériques de la zone euro ont profité de cette possibilité de financer à moindre coût d'importants déficits extérieurs.

Voilà ce qu'il en était des déséquilibres mondiaux ; et tandis qu'on s'est intéressé principalement aux déséquilibres entre les États-Unis et la Chine ou entre les États-Unis et d'autres économies de marché émergentes, des déséquilibres comparables des comptes de transactions courantes existaient au sein même de la zone euro. La Banque centrale européenne (BCE) et les Européens ont tenté de minimiser l'importance de ces déséquilibres au sein de la zone euro en affirmant que les déséquilibres mondiaux concernaient les États-Unis, l'Asie et la Chine, puisque la zone euro dans son ensemble n'enregistrait pas de déficit des transactions courantes, ce compte étant plutôt à l'équilibre. Toutefois, le solde global masquait le fait que l'Allemagne et une partie des pays du cœur de la zone euro dégageaient des excédents tandis que la plupart des pays de la périphérie enregistraient d'importants déficits extérieurs. Et ces déséquilibres sont finalement devenus une source de graves perturbations financières même pour les pays périphériques de la zone euro.

Après cette euphorie de dette, d'effet de levier et de déséquilibres qui a duré près de dix ans, l'accumulation de capital sous des formes improductives, d'immobilier résidentiel et de dette par le secteur privé est finalement devenue insoutenable. La crise des *subprime* et la chute de l'immobilier aux États-Unis et dans d'autres pays ont entraîné une crise financière caractérisée à la fois par un endettement excessif et par une insolvabilité mais également par une certaine illiquidité résultant de l'asymétrie des échéances pour les ménages et les institutions financières.

Après l'éclatement de la crise, les déséquilibres des bilans sont devenus non soutenables et la demande privée s'est effondrée dans la plupart des économies avancées, entraînant une récession mondiale. De nombreux pays déficitaires ont connu des épisodes de ralentissement et de pénurie du crédit, mais également de graves problèmes d'illiquidité touchant les banques, les ménages et même les administrations publiques.

En conséquence, nous avons connu la Grande récession qui, à un moment donné après la faillite de Lehman Brothers, nous a fait courir le risque d'une nouvelle Grande dépression.

Les mesures prises par les autorités à l'échelle mondiale ont tenté d'empêcher cette Grande récession de prendre un tour beaucoup plus grave. En quoi ont consisté ces mesures ? Premièrement, il y a eu la relance monétaire sous la forme des baisses traditionnelles de taux d'intérêt jusqu'à atteindre un niveau de zéro, la fourniture de liquidité aux pays et/ou aux agents économiques présumés illiquides plutôt qu'insolvables ; nous avons donc eu le soutien d'un prêteur en dernier ressort tant au niveau intérieur qu'au niveau international et on a également mis en œuvre des mesures non conventionnelles sous diverses formes d'assouplissement quantitatif ou d'assouplissement des conditions du crédit.

Sur le plan budgétaire, nous avons également essayé de prévenir un effondrement de l'activité économique :

- en laissant jouer les stabilisateurs automatiques ;
- en appliquant des politiques keynésiennes de stimulation de la demande, au moyen d'une hausse de la dépense et d'une diminution des impôts ;
- en socialisant une partie des pertes privées par le biais de diverses politiques offrant un soutien en dernier ressort au système financier et/ou au secteur des ménages (politiques de « sauvetage »).

Toutefois, ces mesures, en particulier celles d'ordre budgétaire, ont entraîné une très forte augmentation de la dette publique et des déficits, surtout dans les économies avancées. Cette situation a résulté du jeu des stabilisateurs partiellement automatiques, des mesures budgétaires et de la socialisation des pertes du système financier notamment aux États-Unis, au

Royaume-Uni, en Irlande, en Islande, en Espagne, et dans nombre d'autres pays.

Pendant un temps, les mesures de relance d'ordre monétaire et budgétaire ont compensé l'effondrement de la demande privée qui a touché aussi bien les pays en déficit que ceux en excédent ; en effet, même ces derniers sont entrés en récession sous l'effet de l'effondrement de la demande des pays en déficit, puisque leur croissance reposait sur les exportations nettes. Par conséquent, la récession a même frappé l'Allemagne, le Japon, l'Asie de l'Est, et la Chine a enregistré une quasi-récession. Toutefois, quelque temps après, deux types de problèmes se sont posés :

- le redressement de la demande privée restée anémique dans beaucoup de pays endettés et présentant un déficit, en raison de la lourde charge de la dette privée et de la nécessité pour eux de se désendetter en réduisant la dépense et en accroissant l'épargne ;
- les ajustements et la discipline budgétaire désormais imposés par les vigies du marché obligataire à la zone euro, au Royaume-Uni et à certains autres pays.

En effet dans de nombreux cas, il n'était pas possible de continuer à stimuler la demande intérieure *via* le canal budgétaire, compte tenu de la nécessité pour les secteurs public et privé de se désendetter. Par conséquent, dans nombre de pays avancés, la reprise économique anémique, fragile, inférieure à la tendance et présentant un profil en forme de U s'est heurtée à des problèmes de bilans.

Quelle solution équilibrée nous permettrait de renouer avec une croissance soutenue dans un monde marqué par cet endettement et ces déséquilibres mondiaux ? De toute évidence, les pays en déficit devront passer par un douloureux processus de désendetterment des secteurs public et privé, de sorte que leur demande intérieure sera faible. Ces pays ont donc besoin d'une dépréciation nominale et réelle de leur monnaie pour réduire leur déficit commercial et rapprocher leur taux de croissance de son niveau potentiel. Toutefois, si le taux de change réel et nominal des pays en déficit se déprécie, impliquant une appréciation en termes réels et nominaux des monnaies des pays en excédent, ces derniers devront s'écarter d'un modèle de croissance reposant essentiellement sur les exportations pour maintenir leur propre croissance économique à un niveau proche du potentiel. Il leur

faudra donc réduire leur épargne et accroître la dépense intérieure, en particulier la consommation. Tels sont donc les ajustements nécessaires pour que pays en excédent et en déficit puissent renouer avec le niveau de croissance potentielle.

Cet ajustement ordonné se heurte au fait que dans la plupart des pays en excédent, que ce soit pour des raisons politiques ou structurelles, la capacité et la volonté de réduire l'épargne et d'accroître la consommation sont limitées. Par conséquent, ces pays peuvent, au moins quelque temps, résister à l'appréciation nominale de leur monnaie en multipliant les interventions de change, phénomène que l'on observe par exemple en Chine et dans d'autres marchés émergents. De plus, les pays en excédent peuvent même s'opposer, pendant un moment, à une appréciation réelle de leur monnaie en stérilisant leurs interventions, ce qui évite un gonflement de la masse monétaire et donc une hausse de l'inflation ; le recours au contrôle des capitaux leur permet de résister encore plus longtemps à cette appréciation nominale et réelle. En effet, au moins provisoirement, il est possible d'empêcher une appréciation réelle en évitant une hausse de l'inflation au moyen de politiques d'absorption partielle de la liquidité créée par l'intervention de change.

Toutefois, considérons le problème fondamental : alors que les pays en déficit ont besoin d'une dépréciation nominale et réelle de leur monnaie, les pays en excédent sont en mesure de l'empêcher sur une assez longue période. Dès lors, si les pays en excédent peuvent prévenir l'appréciation nominale et réelle de leur monnaie, les pays en déficit ne peuvent parvenir à la dépréciation réelle dont ils ont besoin que par la déflation.

Mais, comme nous le savons, la déflation est destructrice parce qu'elle entraîne de fortes augmentations de la valeur réelle de la dette publique et privée. Par conséquent, on observe un processus de déflation par la dette, ce qui est exactement le risque qui menace, à terme, les pays situés à la périphérie de la zone euro. Comme les pays de la zone euro considérés isolément ne disposent plus de l'outil du taux de change, la nécessaire dépréciation réelle se produit par le biais d'une déflation destructrice qui alourdit la charge réelle des dettes publique et privée, si bien que les pays de la périphérie sont pris au piège de la stagnation ou de la récession. Pour tenter d'éviter ce risque d'une déflation servant de canal d'ajustement

pour la dépréciation réelle, les États-Unis ont procédé à un assouplissement monétaire, en particulier dans le cadre des plans d'assouplissement quantitatif du Système fédéral de réserve baptisés *quantitative easing I et II*. Ils ont tenté d'affaiblir le dollar pour éviter la déflation et parvenir à la dépréciation requise. Néanmoins, pendant un certain temps, la Chine et nombre d'autres économies de marché émergentes ont résisté à cet affaiblissement du dollar par leurs politiques de change. Les tensions de ce type risquent donc de provoquer des « guerres des monnaies » et, finalement, peut-être des guerres commerciales.

Dans le cas de la zone euro, le problème est plus grave parce qu'avec une monnaie commune, il n'est pas possible, pour les pays périphériques en déficit, de procéder à une dépréciation nominale indépendante puisque les pays en excédent (l'Allemagne) peuvent s'accommoder de la hausse de l'euro et en tirer profit. Par conséquent, l'ajustement des prix relatifs entre le cœur de l'Europe qui enregistre des excédents et la périphérie en déficit doit intervenir par le biais d'un processus douloureux de déflation dans les pays situés à la périphérie, aboutissant, finalement, à une modification des prix relatifs. La question qui se pose est la suivante : le processus déflationniste peut-il être associé à une restauration de la croissance économique dans les pays de la périphérie ? Je crains que cela ne puisse être le cas. Comme en Argentine à la fin des années quatre-vingt-dix, il pourrait se produire dans ces pays une grave déflation par la dette qui maintiendrait la stagnation et la récession et finirait par entraîner une succession désordonnée de défaillances et des restructurations de la dette.

Dans le cas des économies de marché émergentes qui ont résisté à l'appréciation réelle de leur propre monnaie, au moins sur une certaine durée, par des interventions stérilisées, cette stérilisation n'est finalement que partielle. La conjonction de la mise en œuvre par les États-Unis des plans *quantitative easing I et II*, du rattachement effectif de la monnaie chinoise au dollar et de la multiplication des interventions d'autres économies de marché émergentes désireuses de ne pas perdre des parts de marché mondial au profit de la Chine, les a menées à la surchauffe, à l'inflation, à la création de bulles du crédit et des prix d'actifs et même au renchérissement des matières premières. C'est l'un des risques auxquels nous devons faire face maintenant : celui d'une accentuation de l'inflation dans de nombreux marchés émergents.

Toutefois, réfléchissons à la manière de résoudre ces problèmes d'endettement insoutenable. Tout a commencé avec la dette privée : on a prétendu que son niveau élevé témoignait seulement d'une situation d'illiquidité, même quand il s'agissait manifestement d'insolvabilité. Une partie des pertes privées a donc été socialisée, ce qui a entraîné une forte accumulation de dette publique. De la sorte, il existe désormais un problème de dette publique dans de nombreux pays, qui ont fini par perdre l'accès aux marchés. Ensuite, nous avons essayé de résoudre le problème de dette publique dans la zone euro, en faisant essentiellement appel à des autorités supranationales, le Fonds monétaire international (FMI), le Fonds européen de stabilité financière (FESF), le Mécanisme européen de stabilité financière (MESF), la BCE, pour renflouer le pays qui était en difficulté, d'abord la Grèce, ensuite l'Irlande, bientôt le Portugal et peut-être même finalement l'Espagne.

Mais si l'on y pense, ce transfert de la charge de la dette du secteur privée au secteur public puis au niveau supranational n'est pas une solution parce que s'il s'agit d'un problème d'insolvabilité plutôt que d'illiquidité, aucun secours n'arrivera de la lune ou de la planète Mars pour voler à la rescousse du FMI, du FESF ou de la BCE. Dès lors, à un point quelconque, il faut trouver d'autres solutions aux problèmes de la dette.

Brièvement, quelles possibilités s'offrent pour résoudre ces problèmes ? Une des solutions est bien entendu d'enregistrer une forte croissance, car la croissance peut guérir bien des blessures, en particulier celles provoquées par la dette. Le problème est que dans la plupart des économies avancées, la croissance restera atone pendant les quelques années à venir en raison du douloureux processus de désendettement des secteurs privé et public. Par conséquent ce n'est pas une forte croissance qui va résoudre le problème de la dette.

Une autre solution résiderait dans une diminution de la consommation et de la dépense des secteurs public et privé, un accroissement de l'épargne et donc une réduction de l'endettement au fil du temps. C'est une bonne idée mais qui mène, comme nous le savons, au paradoxe de la frugalité. Si, brusquement, la consommation des agents économiques devient insuffisante et leur épargne excessive, l'économie connaîtra une nouvelle récession et le ratio dette/revenu augmentera en raison de la baisse de

la production de sorte que la dette deviendra de nouveau insoutenable. Ce paradoxe vaut aussi bien pour les ménages que pour les États : dans le secteur public, une austérité budgétaire initiale excessive, si nécessaire qu'elle soit à moyen terme pour éviter un naufrage budgétaire, risque d'entraîner une nouvelle récession et donc de saper le processus de stabilisation de la dette. Par conséquent le paradoxe de la frugalité est une contrainte qui limite la possibilité de résoudre les problèmes par un accroissement de l'épargne.

L'inflation pourrait être une solution, mais elle constitue un tabou pour les banques centrales. La déflation par la dette peut être atténuée par l'inflation mais celle-ci présente des inconvénients qui lui sont propres. Une fois des anticipations d'inflation échappées de la boîte de Pandore, la tâche de les y enfermer de nouveau s'avère particulièrement ardue et douloureuse. L'inflation pourrait entraîner un effondrement du dollar si les créanciers des États-Unis s'opposaient à la tentative de dépréciation de leurs avoirs en dollars qu'elle implique. Par conséquent, une forte inflation, si attrayante qu'elle puisse être en théorie, n'est pas

une solution raisonnable aux problèmes de la dette. En conséquence, si la croissance ne résout pas le problème de la dette, si accroître l'épargne et réduire la consommation conduit au paradoxe de la frugalité et si l'inflation est une mauvaise idée en raison de la ponction qu'elle exerce sur le capital, la seule solution, au bout du compte, est la restructuration de la dette, sa réduction ou même la conversion de la dette en actions. Ces mesures doivent s'appliquer aux emprunteurs souverains, aux banques et institutions financières insolvables ainsi qu'aux ménages et aux pays manifestement insolvables.

Dans bien des cas, les problèmes auxquels nous sommes confrontés ne sont pas ceux d'une simple illiquidité mais relèvent de l'insolvabilité. Il faut donc nous atteler davantage à résoudre ces problèmes, si nous voulons éviter une situation destructrice de déflation par la dette aboutissant à des défaillances désordonnées. Par conséquent, je souhaiterais mettre sur la table des discussions relatives à la réforme du SMI la question de la restructuration ordonnée de la dette quand elle s'avère nécessaire et inévitable.

SESSION 2

ENJEUX DE LA SURVEILLANCE ET DE LA COORDINATION

Président :	Mario DRAGHI, Gouverneur, Banque d'Italie, Président, Conseil de la stabilité financière	55
Intervenants :	Lorenzo BINI SMAGHI, Membre du Directoire, Banque centrale européenne	58
	Olivier BLANCHARD, Conseiller économique, Fonds monétaire international	67
	Choongsoo KIM, Gouverneur, Banque de Corée	70
	Olli REHN, Commissaire européen, Affaires économiques et monétaires	74

Mario DRAGHI
Gouverneur, Banque d'Italie
Président, Conseil de la stabilité financière

La crise récente nous a largement sensibilisés à deux processus caractérisant l'économie mondiale : premièrement, l'interdépendance croissante entre les économies, qui rend l'ensemble du système vulnérable même à des chocs locaux ; deuxièmement, l'évolution vers un environnement multipolaire dans lequel il n'existe pas de puissance politico-économique dominante unique et où de nouveaux thèmes, comme celui des économies émergentes à croissance rapide, prennent une importance de premier plan.

Ces deux processus résultent d'évolutions fondamentalement positives, comme la liberté des échanges commerciaux et des mouvements de capitaux, ainsi que la diffusion de l'innovation technologique qui ont apporté des avantages considérables à l'économie mondiale. Toutefois, ainsi que la crise l'a montré avec force, le potentiel d'instabilité inhérente est plus grand ; et les répercussions néfastes éventuelles de l'instabilité sont trop importantes pour qu'on les ignore.

Ces dernières décennies, après la fin du système de Bretton Woods, la coopération était assez lâche. En termes d'accords monétaires internationaux en vigueur, il s'agissait d'un « non système ». Longtemps, des formes plus poussées de coordination internationale des politiques ont été jugées inutiles : dans les années quatre-vingt, de nombreuses analyses théoriques et empiriques s'accordaient pour conclure que les avantages attendus d'une telle coordination macroéconomique seraient vraisemblablement modestes.

Cependant, il est peut-être nécessaire aujourd'hui de réexaminer cette conclusion marquée par un certain scepticisme. Dans le nouvel environnement mondial, les politiques (et les erreurs de politique) des économies considérées individuellement peuvent entraîner des effets de contagion substantiels. En outre, les coûts de l'absence de coordination des politiques pourraient s'accroître de manière non linéaire si ces politiques entraînaient d'importantes ruptures systémiques.

À mon avis, l'enseignement principal que nous devrions retirer de la crise est simple : si nous voulons préserver les acquis de marchés ouverts et concurrentiels à l'échelle mondiale, nous devons établir une coopération internationale plus stricte et plus efficace.

La réponse commune à la crise s'est traduite par des avancées considérables en matière de relations économiques internationales. Grâce à un ensemble de mesures coordonnées, rapides et simultanées, nous avons pu éviter les pires conséquences pour le système financier international et l'économie mondiale. Alors que la situation s'améliore, il serait irréaliste de considérer que nous pouvons revenir à la situation précédente de vague coordination.

Des « lignes de faille » sous-jacentes persistent (pour reprendre les termes de Raghuram Rajan), faisant peser des risques significatifs à l'échelle mondiale : une reprise inégale, la divergence des politiques économiques, la persistance d'un bas niveau des taux d'intérêt, l'augmentation de la dette souveraine, l'importance des déséquilibres des paiements internationaux et les tensions sur les taux de change.

En conséquence, nous devrions continuer d'améliorer la coopération internationale. Trois grands domaines sont prioritaires. Nous devons :

- premièrement, achever la réforme du système financier international ;
- deuxièmement, développer un système de surveillance macroprudentielle plus perfectionné, en affinant la capacité des autorités à identifier le risque systémique et, en particulier, à réagir à des alertes précoces ;
- troisièmement — et c'est un point capital — instaurer un ensemble cohérent de normes, de règles de conduite et d'institutions formelles pour encadrer la coordination des politiques économiques nationales.

Nous avons beaucoup avancé en matière de renforcement du système financier depuis le début de la crise. D'après ma propre expérience au Conseil de stabilité financière (CSF), il est certainement possible, et parfois même étonnamment aisé, de parvenir à un diagnostic partagé et d'élaborer une réponse commune y compris à des problèmes extrêmement complexes, lorsqu'il existe une volonté d'y parvenir.

Le nouveau dispositif réglementaire Bâle III s'applique désormais, imposant de nouvelles exigences de fonds propres et de liquidité et des limites au levier financier. Sa mise en place progressive évitera qu'il ne freine la reprise économique. Les marchés de gré à gré de produits dérivés reposeront sur une base plus solide et plus transparente. Nous avons identifié un grand nombre des incitations pernicieuses qui ont encouragé une prise de risque excessive (dans les dispositifs des banques pour la rémunération de leurs cadres, dans le rôle des agences de notation et dans les règles comptables) et nous avons commencé à les corriger. L'activité du CSF se concentre à présent, conformément au mandat que lui a confié le G20, sur deux priorités essentielles : traiter le problème d'aléa moral posé par les institutions d'importance systémique et étendre les règles au « système bancaire parallèle ».

La réforme du système financier est toutefois incomplète. Il existe un danger, à mesure que la reprise économique mondiale progresse, que le sentiment d'urgence (jusqu'ici un facteur d'entraînement majeur) ne faiblisse à présent. Il serait impardonnable de ne pas maintenir l'élan de la coopération internationale et de laisser passer l'occasion de renforcer de manière décisive le système financier international. Il y a à cela deux raisons évidentes et impérieuses. Premièrement, ni nos finances publiques ni nos concitoyens ne seraient prêts à supporter une nouvelle crise. Deuxièmement, dans un système mondial où les déséquilibres extérieurs demeurent importants et où les flux de capitaux peuvent s'inverser brutalement, il est essentiel de pouvoir s'appuyer sur un système financier à la fois efficace et plus robuste, imperméable aux incitations pernicieuses qui ont entraîné l'accumulation de risques excessifs à l'origine de la crise.

La mise en œuvre systématique des réformes décidées à l'échelle nationale sera l'occasion de tester l'efficacité de la coopération internationale.

En l'absence d'instance mondiale chargée de l'appliquer, la seule façon d'avancer concrètement consiste à la fois à renforcer le processus d'examen par les pairs et à élargir le champ d'action des institutions internationales, en commençant par le FMI, qui reste chargé de la surveillance du système financier mondial.

Des progrès significatifs ont également été réalisés dans l'instauration de dispositifs de surveillance, selon une approche descendante (*top-down*) et s'appliquant à l'ensemble du système, aux niveaux national, régional et international. Ces dispositifs sont conçus pour permettre une surveillance plus complète, avec des perspectives macroprudentielles élargies et des mécanismes plus adéquats pour le déclenchement d'actions en réponse aux risques identifiés. Il s'agit notamment du Conseil européen du risque systémique en Europe, du Conseil de surveillance des services financiers (*Financial Services Oversight Council*) aux États-Unis, et de l'exercice d'alerte précoce FMI-CSF destiné à évaluer les risques macrofinanciers et les vulnérabilités systémiques à l'échelle mondiale.

Beaucoup reste à faire dans ce domaine largement inexploré. Nous devons à présent améliorer nos outils analytiques, concevoir des instruments d'intervention, élaborer des dispositifs organisationnels permettant aux différentes autorités de partager efficacement les informations et, en particulier, de coordonner les actions de prévention et de gestion des situations de crise. Une des dures leçons de la crise récente, et des nombreuses qui l'ont précédée, est que les autorités ont insuffisamment réagi aux « signaux précoces » qui, bien que faibles et imprécis, étaient souvent assez clairs pour justifier une action préventive plus énergique.

Des défis plus importants encore devront être relevés sur le front des politiques macroéconomiques. Le risque est ici très sensible, maintenant que l'urgence est passée, qu'une orientation purement nationale ne recommence à dominer les décisions de politique économique, certaines manifestations de cette tendance étant malheureusement déjà patentes. En conséquence, les déséquilibres s'en trouveraient accrus, les flux de capitaux deviendraient de plus en plus erratiques, et la volatilité des taux de change se renforcerait, autant de facteurs qui contribueraient finalement à entraver la reprise. Il est essentiel de résister à ces tendances et de se conformer à

l'engagement, rappelé régulièrement par le G20, de travailler ensemble pour garantir une reprise durable et placer l'économie mondiale sur une trajectoire de croissance forte et soutenable.

Un « nouveau Bretton Woods » serait peut-être une exagération rhétorique, mais nous avons besoin de reconnaître ensemble que les actuels accords de coopération *a minima* pour la gestion de l'économie mondiale ne sont pas appropriés. Une plus grande interdépendance impose une coopération plus robuste, ainsi qu'une certaine forme de mécanisme disciplinant, pour garantir la cohérence mutuelle des politiques nationales. Le renforcement de la coopération a nécessairement pour préalable un accord sur un ensemble de références et de règles dans tous les domaines concernés. Les différentes économies doivent non seulement continuer à « maintenir en ordre leur propre maison », ce qui représente probablement au stade actuel une condition encore nécessaire, mais insuffisante. Elles doivent également être incitées à tenir compte plus complètement des incidences mondiales de leurs propres politiques, dont il est nécessaire d'assurer la cohérence mutuelle.

Pour atteindre cet objectif, nous devons améliorer la gouvernance du système monétaire international d'une manière décisive, en remédiant aux problèmes qui ont entravé son bon fonctionnement. La question centrale est, de mon point de vue, la nécessité de rendre plus efficace le processus de surveillance multilatéral des politiques économiques nationales.

Des mesures ont été prises en ce sens. Le « déficit de légitimité » des organismes internationaux a été traité au moins en partie par l'approbation de la réforme des quotes-parts du FMI lors du sommet de Séoul de novembre 2010 ; le même rôle moteur endossé par le G20 dans les affaires économiques internationales est une reconnaissance de la nécessité de renforcer la légitimité et la représentation. Le FMI s'est vu attribuer

d'avantage de ressources et un pouvoir de contrôle plus incisif, par exemple en rendant obligatoire le programme d'évaluation du secteur financier (PESF) pour tous les membres d'importance systémique sur un cycle de cinq ans, et il a entrepris d'améliorer ses dispositifs traditionnels de surveillance (bilatérale et multilatérale).

En parallèle, le G20 conduit sa propre procédure d'examen par les pairs (le Cadre du G20 pour une croissance forte, durable et équilibrée) afin d'identifier des objectifs pour l'économie mondiale et les politiques nécessaires à leur réalisation. L'évaluation de la cohérence mutuelle de ces politiques constitue l'objectif de l'« évaluation mutuelle » (*Mutual assessment process* – MAP). Le MAP nécessite une évaluation de la nature et des causes profondes des obstacles à l'ajustement des déséquilibres majeurs et persistants et des lignes directrices indicatives, composées d'une série d'indicateurs, pour faciliter l'identification précoce de déséquilibres nécessitant de prendre des actions préventives et correctives. Il s'agit d'une tâche à la fois essentielle et très exigeante.

Comme en a convenu le G20, la configuration de la demande doit devenir plus équilibrée à l'échelle mondiale. Des progrès en ce sens sont en cours, mais d'importants défis subsistent. Les économies de marché émergentes d'importance systémique doivent donner la priorité aux réformes structurelles et à une plus grande flexibilité du taux de change afin de renforcer la demande intérieure. Il est nécessaire que les économies avancées poursuivent l'assainissement budgétaire en appliquant des mesures propices à la croissance. Enfin, tous les pays du G20 doivent mettre en œuvre des réformes des marchés des produits et du travail pour stimuler la croissance potentielle.

Il convient également de saluer le fait que le FMI et le G20, sous la présidence française, ont lancé des discussions ambitieuses et très vastes sur les voies possibles pour réformer le système monétaire international.

Permettez-moi de conclure en vous disant que dans tous les domaines précités, l'Europe peut et doit apporter au débat international la richesse de son expérience. L'Europe a réalisé, assez tardivement dans certains cas, l'interdépendance forte de nos économies et, par conséquent, la nécessité de règles et d'une gouvernance efficaces. La monnaie unique agit comme un outil puissant pour renforcer la surveillance, la coordination et la procédure d'examen par les pairs dans un contexte institutionnel où les décisions de politique économique continuent dans une très grande mesure de relever des autorités nationales. Cela fait de l'Europe un laboratoire naturel d'expérimentation de solutions qui peuvent être utiles également à l'échelle mondiale.

Lorenzo BINI SMAGHI

Membre du Directoire

Banque centrale européenne

Il existe un large consensus sur le fait que la crise que nous traversons depuis trois ans résulte de déséquilibres accumulés aux niveaux tant macroéconomique que microéconomique, notamment dans les économies avancées. La surveillance de ces déséquilibres a été clairement insuffisante : toute proposition visant à améliorer la résistance de nos économies doit donc comporter un renforcement de la surveillance.

Mes remarques porteront sur les questions macroéconomiques.

De nombreux débats ont cherché à déterminer pourquoi la surveillance avait échoué, notamment au niveau international. Le Fonds monétaire international (FMI), en particulier, a eu le mérite de faire évaluer son processus de surveillance de façon indépendante ; les résultats de cette analyse ont été publiés en janvier dernier¹. Nous devrions peut-être adopter, en Europe, la même démarche de transparence et d'ouverture afin de mieux comprendre ce qui n'a pas fonctionné.

Les recommandations émises par le Bureau indépendant d'évaluation (*Independent Evaluation Office*) visent essentiellement les procédures et concernent les rouages du FMI : elles préconisent de créer un environnement encourageant la sincérité et les différences (voire les divergences) d'opinions, de surmonter le cloisonnement des mentalités, de dire la vérité aux autorités et de formuler des messages clairs et cohérents. Ces recommandations pourraient évidemment s'appliquer à d'autres institutions.

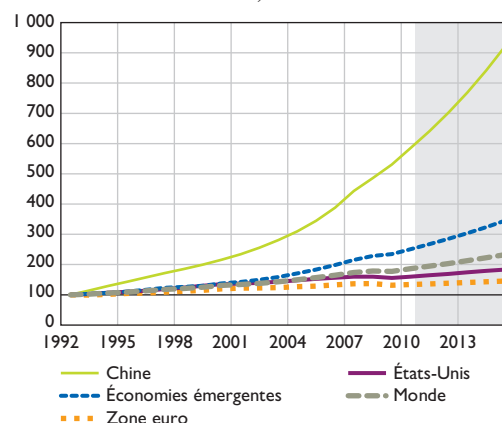
J'aimerais traiter une question plus fondamentale : elle concerne la capacité de nos outils d'analyse actuels à rendre compte des changements survenus au cours des deux dernières décennies. La surveillance est fondée, *in fine*, sur un cadre conceptuel : si celui-ci est biaisé, nous sommes nécessairement moins à même de nous rendre compte des déséquilibres et de déceler les risques pesant sur l'économie mondiale. Il est donc important de déterminer si la crise a mis à mal certaines hypothèses fondamentales de notre cadre conceptuel.

Des travaux sur le sujet ont déjà débuté, dans une certaine mesure. Une hypothèse essentielle qui a été contestée, par exemple, concerne l'efficacité des marchés. Dans les modèles courants, on suppose que les marchés évaluent efficacement le risque et reflètent les fondamentaux sous-jacents. Par conséquent, tant que les prix des actifs ne reflètent pas de variation de l'évaluation du risque par le marché, ce risque est supposé inexistant ou il est sous-estimé. Et les responsables de la politique économique se comportent souvent comme si ce risque n'existait pas, comme dans le cas du risque souverain ou du risque d'inflation.

J'aimerais également examiner une autre hypothèse fondamentale de nos modèles économiques qui a été très peu contestée ou, du moins, trop peu examinée à mon avis. Il s'agit de l'impact de la « mondialisation », c'est-à-dire de la croissance forte et persistante des économies émergentes, sur les tendances à long terme de l'économie mondiale, y compris ses effets sur les économies avancées (cf. graphiques 1 et 2).

Graphique 1 PIB en volume dans certains pays et régions

(données annuelles ; 1992 = 100)



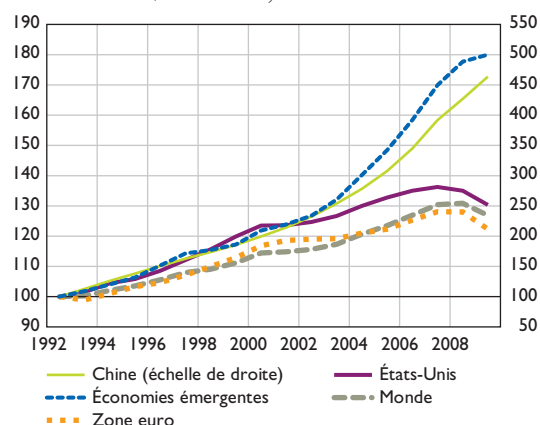
Note : Les données sont tirées des *Perspectives de l'économie mondiale* (World Economic Outlook - WEO) d'octobre 2010 du FMI. La zone grisée indique l'évolution sur la base des projections du WEO d'octobre 2010 allant jusqu'en 2015.

Sources : WEO (FMI) et calculs effectués par les services de la BCE

¹ IMF Performance in the Run-Up to the Financial and Economic Crisis: IMF Surveillance in 2004-07, 10 janvier 2011. Cf. <http://www.ieo-imf.org/ieo/pages/ieohome.aspx>

Graphique 2 PIB en volume par habitant dans certains pays et régions

(données annuelles ; 1992 = 100)



Note : Les données sont calculées sur la base d'une série en dollars constants de l'année 2000.

Sources : Base de données des indicateurs de développement de la Banque mondiale, Haver Analytics et calculs effectués par les services de la BCE

Dans la plupart de nos modèles macroéconomiques, des variables à long terme, comme la croissance potentielle, le « taux d'intérêt naturel » ou le taux de chômage n'accéléralent pas l'inflation (NAIRU), jouent un rôle très important. Elles déterminent, par exemple, l'écart de production, les tensions inflationnistes d'origine interne, et par conséquent les indicateurs structurels utilisés pour évaluer la politique budgétaire et l'orientation plus ou moins accommodante de la politique monétaire. Ces variables sont estimées pour de grandes économies avancées tels les États-Unis comme si l'on s'agissait d'une économie fermée. Elles sont considérées comme des variables indépendantes pour le reste du monde.

Pour utiliser une terminologie appropriée, la plupart de nos modèles sont construits sur l'hypothèse que le taux de croissance à long terme de l'économie est influencé essentiellement par des facteurs internes tels que la productivité et la croissance de la population. De la même façon, on suppose que le taux d'intérêt mondial pour la plupart des petites économies ouvertes est déterminé par les conditions d'équilibre à long terme aux États-Unis.

Étant donné l'importance de ces variables pour nos modèles, un biais dans leur mesure aurait une incidence directe sur l'évaluation des conditions économiques, sur les prévisions et sur les prescriptions de politique économique, et compromettrait gravement

la surveillance. Par exemple, une surestimation de la croissance tendancielle à long terme de l'économie entraînerait également une surestimation de l'écart de production (en termes absolus) et des risques déflationnistes. Les politiques monétaire et budgétaire seraient alors considérées, toutes choses égales par ailleurs, comme excessivement rigoureuses et il y aurait un biais en faveur d'une expansion excessive, en vue de réaliser un taux de croissance optimiste. Si la croissance potentielle des pays, des ménages et des entreprises était surestimée, leur capacité d'emprunt le serait également. La mauvaise appréciation de la croissance potentielle entraînerait *ex post* une accumulation excessive de dette, publique et privée, une distorsion entre le taux d'intérêt et son niveau « neutre » de long terme, ainsi qu'une épargne insuffisante.

Comme l'ont montré Kydland et Prescott dans leurs travaux sur l'incohérence temporelle de la politique optimale, appliquée ensuite à la politique monétaire par Barro et Gordon, les gouvernements qui cherchent à atteindre une croissance excessivement « optimiste » mèneront une politique incohérente génératrice d'instabilité. La solution à ce problème, pour la politique monétaire tout au moins, consiste à fixer une règle ou à instaurer une banque centrale indépendante consciente de cette incohérence et opérant sur un horizon suffisamment long pour l'éviter. Cela suppose toutefois que l'autorité indépendante sache quelle est la croissance à long terme appropriée, « pas trop optimiste », de l'économie et également quel est le bon modèle d'économie mondiale.

Cela me ramène à la question que j'ai évoquée au début, à savoir l'incidence de la mondialisation sur la croissance à long terme des économies avancées. Permettez-moi de la formuler différemment : la croissance potentielle de ces économies est-elle affectée par le fait qu'une partie du monde, représentant près des deux-tiers de sa population, enregistre une croissance moyenne de 6 à 7 % (voire plus) par an ? Si tel est le cas, de quelles façons ? Nous pourrions envisager d'évaluer et de tester l'hypothèse selon laquelle les variables « d'équilibre à long terme », qui occupent une si grande place dans nos modèles économiques, sont effectivement affectées par la mondialisation, à mesure que les économies avancées perdent de l'importance. Si les autorités n'en tiennent pas compte, elles risquent de mal évaluer la situation et de conduire à un échec de la surveillance internationale.

Ces questions sont évidemment très complexes mais il me semble que l'analyse effectuée jusqu'à présent est insuffisante. Sans entrer dans les détails, j'aimerais juste poser quelques questions.

I | Croissance

La première consiste à savoir si la hausse des taux de croissance des économies émergentes a eu, et aura, une incidence négative ou positive sur la croissance tendancielle des économies avancées. Si l'on prend un modèle néo-classique standard, la réponse dépend de plusieurs hypothèses.

Le consensus qui prévaut actuellement est que la mondialisation offre des opportunités à tous et que la croissance des économies avancées n'en souffrira pas nécessairement. Telle est l'idée communément admise. Toutefois, Paul Samuelson a souligné le caractère restrictif des hypothèses nécessaires pour obtenir ce résultat². Il attire l'attention sur le fait que l'incidence à long terme des innovations effectuées à l'étranger dans un monde de libre-échange et de mobilité des capitaux n'est pas inconditionnellement synonyme de bien-être. Ses observations n'ont pas suscité beaucoup de discussions, mais l'heure de relancer ce débat est peut-être venue.

L'accélération de la croissance des économies émergentes peut avoir une incidence négative sur les économies avancées et freiner leur potentiel de production, au moins temporairement, de plusieurs façons. L'une d'elles est l'effet classique de l'avantage comparatif. Si le phénomène de bouleversement est suffisamment long et important, la transition vers le nouvel état d'équilibre prendra forcément du temps, pendant lequel la croissance sera faible³. Nous avons de bonnes raisons de penser que le processus d'ajustement actuel, caractérisé par l'accès de centaines de millions de personnes à l'économie de marché en un laps de temps très court, n'est pas nécessairement conforme aux modèles simplifiés utilisés jusqu'ici pour analyser les modifications de l'avantage comparatif.

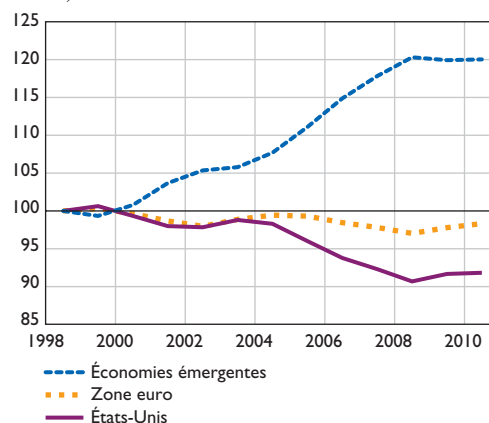
Certaines questions liées à la mondialisation ont été étudiées du point de vue de l'évolution technologique.

Dans, *Fault lines*, par exemple, Raghuram Rajan considère que l'augmentation des inégalités aux États-Unis au cours des vingt dernières années s'explique essentiellement par l'incapacité de la classe moyenne à s'adapter aux nouvelles technologies. Les changements technologiques nécessaires pour maintenir la position concurrentielle des économies avancées résultent peut-être des progrès de la productivité et de la compétitivité des économies émergentes, notamment si cette compétitivité affecte les secteurs à faible valeur ajoutée aussi bien que, de façon croissante, les secteurs de haute technologie et les services.

Avant la crise, l'économie américaine a pu connaître une croissance rapide essentiellement grâce à l'emprunt. Ce recours à l'emprunt n'était rationnel que si les ménages et les entreprises anticipaient une hausse toujours plus rapide de leurs revenus et si les prix des actifs continuaient à augmenter, ce qui ne s'est finalement pas produit. En fait, la croissance économique et les hausses des prix des actifs étaient le résultat de politiques budgétaire et monétaire exagérément expansionnistes, reposant sur des mesures d'écarts de production finalement plus faibles qu'estimés en temps réel, ainsi que

Graphique 3 Évolutions des termes de l'échange dans certains pays et régions

(données annuelles ; moyenne 1996-1998 = 100 ; moyennes mobiles sur trois ans)



Note : Les données sont tirées du WEO d'octobre 2010 du FMI.

Sources : WEO (FMI), Haver Analytics et calculs effectués par les services de la BCE

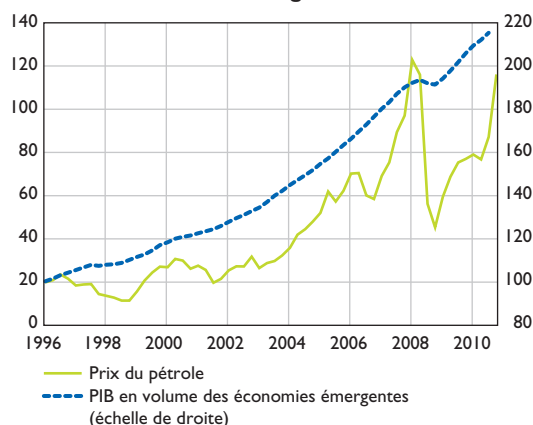
2 Samuelson (P) (2004) : Where Ricardo and Mill rebut and confirm arguments of mainstream economists supporting globalization, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 18, n° 3, p. 135-146

3 Bini Smaghi (L) (2009) : Towards the G8 – strategies for emerging from the crisis, *Université LUISS Guido Carli, Rome*, 27 mai 2009 (www.ecb.int)

Graphique 4 Évolutions des prix des matières premières

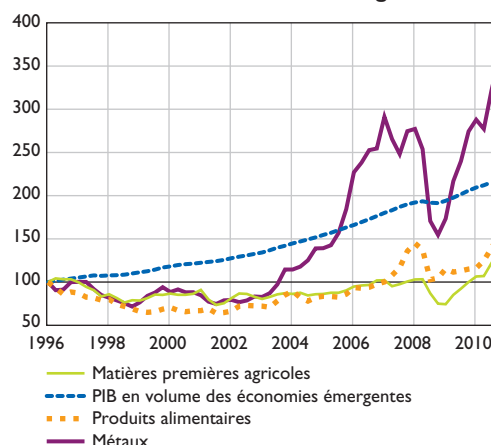
(données trimestrielles)

a) Évolutions des prix du pétrole (Brent) et du PIB en volume des économies émergentes



(indice : 1^{er} trimestre 1996 = 100)

b) Évolutions des prix des matières premières hors énergie et du PIB en volume des économies émergentes



Note : La dernière observation se rapporte au troisième trimestre 2010 pour le PIB en volume des économies émergentes. Pour les prix du pétrole Brent et pour les indices des prix des matières premières, les données sont trimestrielles jusqu'au quatrième trimestre 2010. Les dernières données du graphique sont, pour le prix du pétrole Brent, le prix au comptant le 2 mars 2011 et, pour les indices des matières premières hors énergie, janvier 2011. Indice du PIB en volume des économies émergentes pour le deuxième trimestre 1996 = 100. Les prix du pétrole sont libellés en dollars.
Sources : Haver Analytics, statistiques financières internationales du FMI et calculs effectués par les services de la BCE

de lacunes réglementaires justifiées par le désir d'améliorer l'accès à l'emprunt.

L'accélération de la croissance des économies émergentes peut également être dommageable pour la croissance des économies avancées par le biais des modifications des termes de l'échange (cf. graphique 3). Celles-ci peuvent emprunter différents canaux, dont les prix des matières premières (cf. graphique 4). Pour une offre donnée, la croissance plus forte et persistante des économies émergentes pousse vers le haut la demande de matières premières, notamment les produits alimentaires et l'énergie, et accroît leurs prix en permanence, en termes de niveau global et de taux de variation. Ces évolutions dépendent évidemment de l'élasticité de l'offre, mais le développement de nouvelles sources d'approvisionnement susceptibles de répondre à la demande peut prendre du temps. Ces hausses de prix pénalisent les pays qui consomment le plus de matières premières (notamment les économies avancées) et ceux dont la productivité croît plus lentement.

Un autre canal ayant une incidence négative est l'effet Balassa-Samuelson, selon lequel les prix des produits manufacturés et des services augmentent plus rapidement dans les économies

émergentes que dans les économies avancées. Dans la mesure où ces prix demeurent inférieurs à ceux en vigueur dans les économies avancées, chaque hausse détériorera les termes de l'échange pour celles-ci, surtout si la production nationale est limitée ou a été complètement délocalisée.

En résumé, il est nécessaire d'analyser de façon plus approfondie comment les évolutions en cours, telles que la mondialisation, affectent le potentiel de croissance. J'ai l'impression que les travaux sur cette question ne sont pas assez nombreux ; je crains que nous ne sortions de cette crise en gardant les mêmes vieux instruments d'analyse et la même appréciation dépassée, ceux-là même qui ont été responsables de l'insuffisance de la surveillance des évolutions et des politiques économiques.

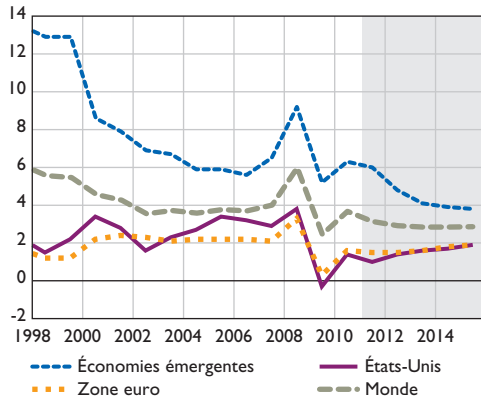
2 | Inflation

L'inflation est le second moyen par lequel la progression vigoureuse et régulière des économies émergentes affecte les économies avancées (cf. graphique 5). Les hausses actuelles des prix des produits importés se répercutent sur l'inflation des pays avancés ⁴,

4 Bini Smaghi (L.) (2011) : The challenges facing monetary policy, Bologne, 27 janvier 2011 (www.ecb.int)

Graphique 5 Taux d'inflation dans certains pays et régions

(données annuelles, en %)



Note : Les données sont tirées du WEO d'octobre 2010 du FMI. La zone grisée indique l'évolution sur la base des projections du WEO d'octobre 2010 allant jusqu'en 2015.

Sources : WEO (FMI), Haver Analytics et calculs effectués par les services de la BCE

par le biais de deux canaux. Le premier est simplement mécanique et découle du poids des produits importés dans le panier de biens et de services achetés par les ménages. Les produits alimentaires et l'énergie représentent 30 % environ du panier moyen dans la zone euro ; si l'on suppose que, sous l'effet de la progression de la demande des économies émergentes et de l'insuffisance de l'offre, les prix des matières premières augmentent en moyenne de 4 % par an, plus ou moins en ligne avec le taux de croissance de l'économie mondiale (ou les taux d'intérêt à long terme, selon la règle d'Hotelling), les prix moyens de la zone euro augmenteront de 1,2 % pour cette seule raison.

Quelles sont les implications pour les prix des autres produits ? Les 70 % restants du panier comprennent des produits manufacturés et des services, dont certains sont importés et d'autres produits localement. Supposons, pour des raisons de simplicité, que ces biens sont exclusivement produits localement. Si les prix de ces produits augmentent de 2 % par an, l'inflation globale moyenne atteint 2,6 %, niveau supérieur à l'objectif de 2 % de la plupart des banques centrales des pays avancés, y compris la Banque centrale européenne (BCE). Si certains de ces biens et services sont produits à l'étranger, la hausse de leur prix risque même d'être plus élevée, en raison notamment de l'effet Balassa-Samuelson mentionné précédemment. Comme le déplacement

de la production vers des pays ayant des salaires plus faibles s'estompe progressivement, toute hausse des salaires ou appréciation du taux de change des économies émergentes entraînera une augmentation des prix des importations dans les économies avancées.

La banque centrale doit alors choisir entre deux options : réviser l'objectif de taux d'inflation à la hausse et tenir compte de l'inflation importée ou maintenir l'objectif de taux d'inflation au même niveau, ce qui implique une inflation sous-jacente plus faible. Dans les deux cas, l'inflation globale est forcément plus élevée que l'inflation sous-jacente, ce qui signifie que les hausses de prix des produits importés ne doivent pas se répercuter sur les salaires et les prix intérieurs.

Les implications pour la politique monétaire sont très complexes. L'orientation de la politique monétaire ne peut pas être évaluée sur la base de l'inflation sous-jacente, dans la mesure où le taux d'intérêt intègre les anticipations relatives à l'inflation globale. Le maintien du taux d'intérêt directeur à un niveau inchangé alors que l'inflation globale augmente (même si l'inflation sous-jacente reste stable) implique *de facto* que l'on permet à l'orientation monétaire de devenir plus accommodante. Au fil du temps, cela aura certainement une incidence sur l'inflation sous-jacente.

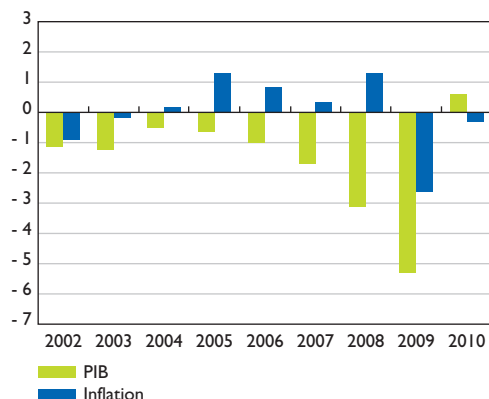
Si les prix des biens importés augmentent de plus de 2 %, c'est un véritable défi de garantir que l'inflation sous-jacente demeure modérée et inférieure à l'inflation globale. Cela ne peut être réalisé, sans resserrement supplémentaire de la politique monétaire, que dans un monde exempt de friction, où les agents qui fixent les prix et les salaires au niveau national acceptent que les prix relatifs changent en permanence.

Il nous faut à l'évidence étudier davantage ces questions, qui sont particulièrement pertinentes à la lumière de l'expérience passée. En effet, au cours de la décennie écoulée, les institutions internationales et nationales ont souvent commis des erreurs de prévision de même sens, sous-estimant l'inflation et surestimant la croissance des économies avancées (cf. graphique 6), ce qui a entraîné une politique excessivement accommodante. Si nous voulons éviter de reproduire la même erreur, nous devons être plus vigilants sur cette question.

Graphique 6 Erreurs de prévision à deux ans du WEO du FMI

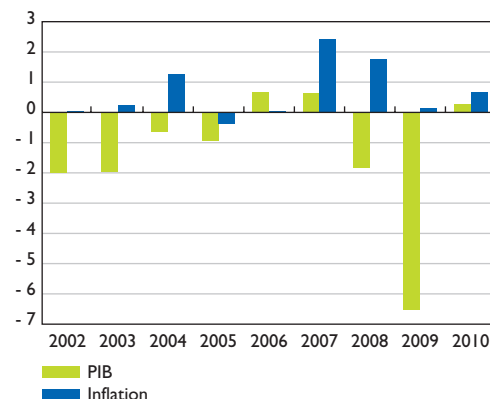
(données annuelles ; prévisions d'automne)

a) États-Unis



(données annuelles ; prévisions d'automne)

b) Zone euro



Note : Les erreurs de prévision sont établies d'après les chiffres réels défalqués des prévisions d'automne à deux ans publiées l'année précédente. Un chiffre positif indique une sous-estimation, un chiffre négatif indique une surestimation.

Sources : WEO du FMI et calculs effectués par les services de la BCE

3 | Politiques macroéconomiques

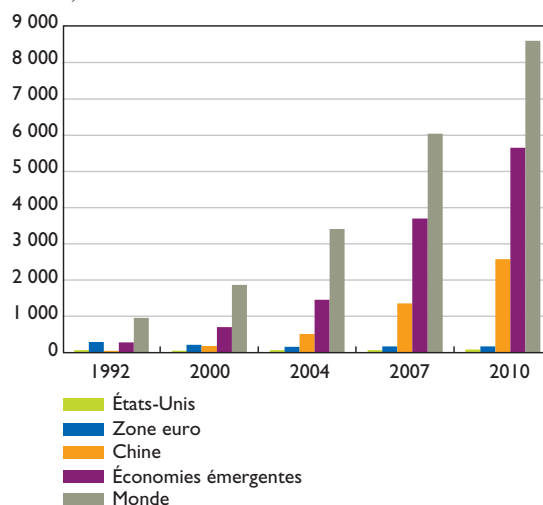
La mondialisation affecte également les économies avancées en raison de son caractère déséquilibré. En effet, elle est très avancée pour le commerce et l'activité économique, mais plus limitée dans le domaine financier : les économies émergentes se caractérisent par une demande excessive d'actifs financiers de bonne qualité dont l'offre est insuffisante. De nombreux pays émergents sont épargnants nets et exportent des capitaux vers les économies avancées, ce qui s'explique notamment par le niveau plus faible d'internationalisation de leurs politiques et de leurs institutions. Cela se traduit en particulier par l'absence de politiques monétaires indépendantes et par l'ancrage des taux de change, qui entraîne l'accumulation d'importantes réserves de change et des distorsions de prix (cf. graphique 7).

Ces déséquilibres risquent d'entraîner une baisse artificielle des taux d'intérêt des économies avancées, à un niveau susceptible de compromettre la stabilité des prix et la stabilité financière (cf. graphique 8). Là encore, dans la plupart de nos modèles macroéconomiques, le taux d'intérêt qui s'applique aux marchés financiers mondiaux (r^*) est ancré sur l'économie américaine. Cela ne reflète évidemment pas la réalité puisque le taux américain est influencé par les flux de capitaux provenant du reste du monde qu'il n'est bien sûr pas facile de « stériliser » et qui

réduisent l'efficacité de la politique monétaire. Le taux d'intérêt américain constituant cependant la référence pour les marchés financiers mondiaux, ce reflux de

Graphique 7 Réserves de change dans certains pays et régions

(moyenne annuelle sur la base de données mensuelles, en milliards de dollars)



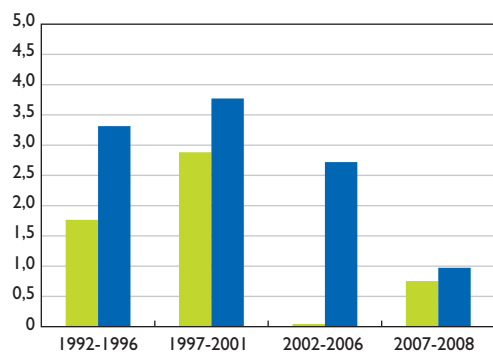
Note : La dernière observation se rapporte à décembre 2010 pour les États-Unis, la Chine et la zone euro et à novembre 2010 pour les économies émergentes et le monde.

Sources : FMI (statistiques financières internationales), PBOC, Haver Analytics et calculs effectués par les services de la BCE

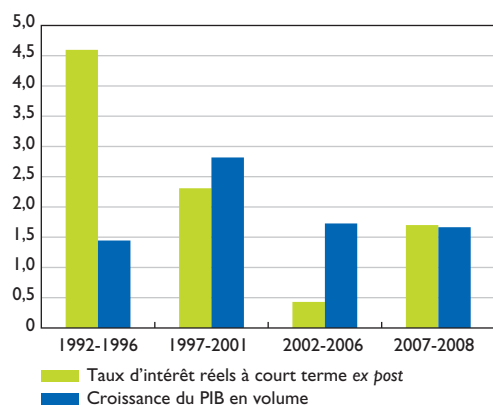
Graphique 8 Taux d'intérêt réels à court terme ex post et croissance du PIB en volume

(moyennes de séries mensuelles)

a) États-Unis



b) Zone euro



Note : La dernière observation se rapporte à janvier 2011 pour les États-Unis et à décembre 2010 pour la zone euro.

Sources : FMI World Economic Outlook et calculs effectués par les services de la BCE

fonds produit des effets de second et de troisième tours sur les pays émergents et sur les économies avancées (cf. graphique 9). Nous assistons à un paradoxe : les pays émergents dans leur ensemble sont inondés d'entrées de capitaux à court terme, bien qu'ils soient exportateurs nets de capitaux.

Nous nous sommes également avérés incapables de percevoir comment ces flux de capitaux avaient accru la liquidité au sein du système financier et influencé le comportement des agents économiques. Par exemple, l'incidence de la faiblesse du niveau des taux d'intérêt avant la crise sur la propension des établissements financiers à assouplir les critères d'octroi de crédits, à accroître le levier d'endettement et à poursuivre des opérations de portage de devises (*carry trades*) a été sous-estimée (cf. graphiques 10, 11 et 12).

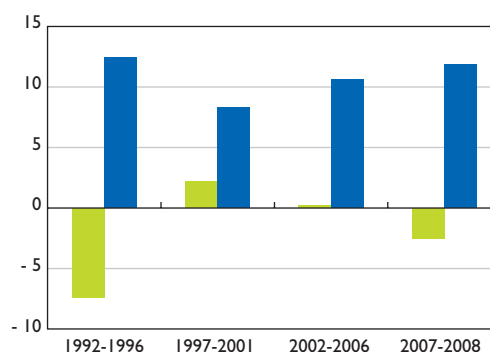
Non seulement les autorités ont ignoré cette tendance, mais elles ont considéré qu'elle n'avait aucun lien avec les risques sur la stabilité des prix et que cette question était liée à la stabilité financière et devait être traitée par la réglementation prudentielle.

Une autre question à approfondir concerne le rôle du secteur financier dans les économies avancées. Il est communément admis que l'innovation financière et l'approfondissement financier favorisent la croissance. Toutefois, ces affirmations prêtent à controverse et il n'est pas facile de déterminer dans quelle mesure ce secteur a bénéficié au potentiel de croissance à

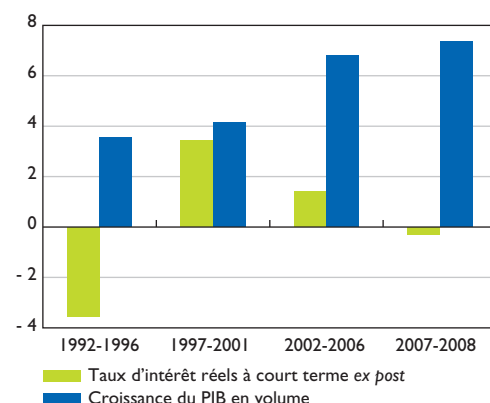
Graphique 9 Taux d'intérêt réels à court terme ex post et croissance du PIB en volume (Chine et économies émergentes)

(moyennes de séries mensuelles)

a) Chine



b) Économies émergentes

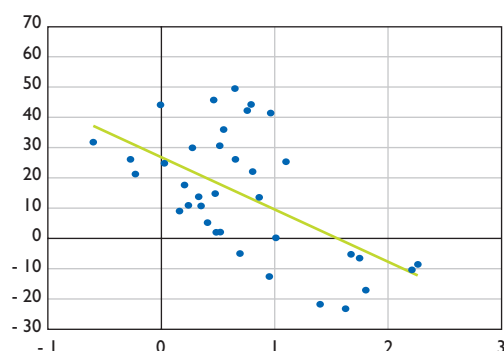


Note : La dernière observation se rapporte à janvier 2011 pour la Chine et à novembre 2010 pour l'agrégat des économies émergentes. L'agrégat est créé sur la base des pondérations du PIB en parité de pouvoir d'achat tirées des WEO d'octobre 2010 du FMI (pondérations fixes 2009).

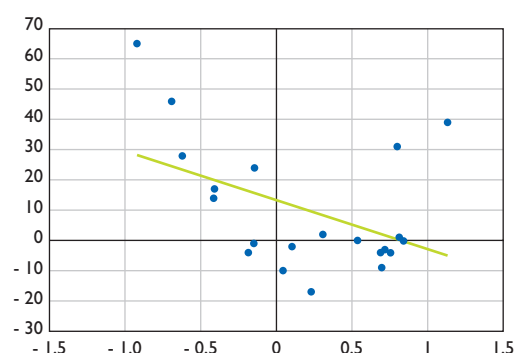
Sources : Sources nationales, Haver Analytics et calculs effectués par les services de la BCE

Graphique 10 Orientation de la politique monétaire et critères d'octroi de prêts (Critères d'octroi de prêts des banques)

a) États-Unis



b) Zone euro



Note : Une approximation du caractère accommodant de la politique monétaire est évaluée d'après la valeur résiduelle (en points de pourcentage) d'une fonction de réaction estimée de la politique monétaire (avec un signe inversé). Pour les États-Unis, elle est basée sur l'étude de G. Rudebusch (2009), "The Fed's monetary policy response to the current crisis", San Francisco Fed Economic Letter. Pour la zone euro, elle est fondée sur une actualisation de la fonction de réaction estimée dans l'étude de L. Christiano, R. Motto et M. Rostagno (2010), "Financial factors in economic fluctuations", document de travail de la BCE n° 1192. Les critères d'octroi de prêts correspondent au pourcentage net des participants à l'enquête qui resserrent leurs critères d'octroi aux entreprises. La période couverte est 1997-2007 pour les États-Unis et 2000-2007 pour la zone euro.

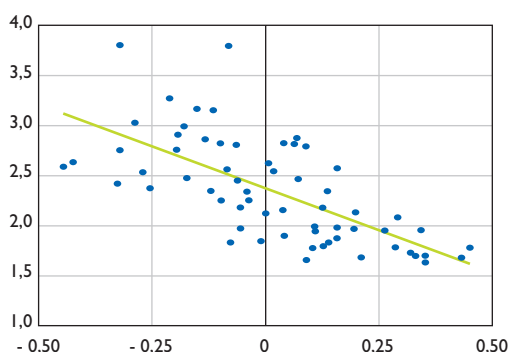
Source : Calculs effectués par les services de la BCE

long terme de ces économies. À l'évidence, il a accru leur fragilité, notamment en ce qui concerne leurs finances publiques. Il n'est pas surprenant que la plupart des pays enregistrant les déficits les plus élevés et la plus importante hausse de la dette à l'issue de la crise soient ceux dans lesquels le secteur financier a joué un rôle croissant, y compris comme source de recettes budgétaires. Le secteur financier devenant moins rentable et procurant moins de recettes

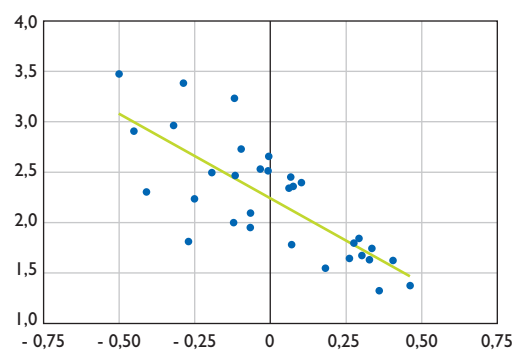
fiscales, il est nécessaire de trouver d'autres sources d'imposition ou de réduire les dépenses publiques, ce qui peut être difficilement acceptable sur le plan politique. De nombreuses économies avancées n'ont peut-être pas pleinement intégré ces aspects dans les projections relatives à l'ajustement de leurs finances publiques, à moins qu'elles n'anticipent un retour du secteur financier à son niveau record d'avant la crise, ce qui constitue une hypothèse risquée.

Graphique 11 Orientation de la politique monétaire et coût du risque Coût du risque (actions)

a) États-Unis



b) Zone euro

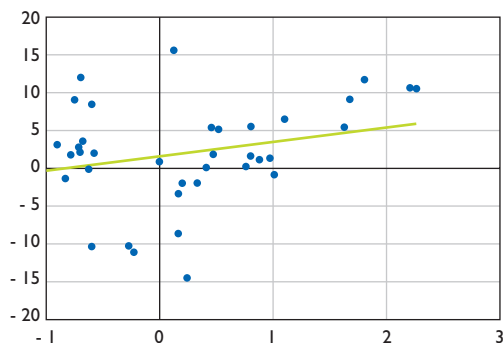


Note : Le coût du risque des actions est calculé d'après l'indice VIX sur la base de l'étude de Bekaert et al. (2010), "Risk, uncertainty and monetary policy", document de travail du NBER n° 16397. Les graphiques (échelle logarithmique) sont basés sur la ventilation historique tirée du modèle multivarié, également étendu à la zone euro. La période couverte est 1991-2007 pour les États-Unis et 2000-2007 pour la zone euro.

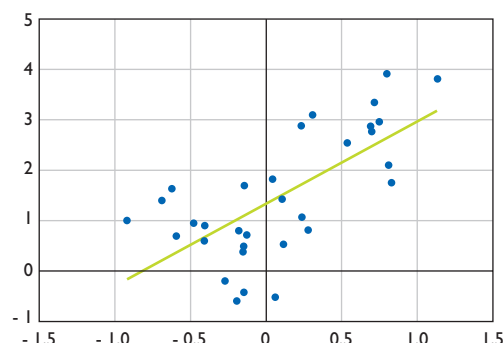
Source : Calculs effectués par les services de la BCE

Graphique 12 Caractère accommodant de la politique monétaire et effet de levier (institutions financières à fort effet de levier)

a) États-Unis



b) Zone euro



Note : Une approximation du caractère accommodant de la politique monétaire est évaluée d'après la valeur résiduelle d'une fonction de réaction estimée de la politique monétaire (avec un signe inversé). Pour les États-Unis, elle est basée sur l'étude de G. Rudebusch (2009), "The Fed's monetary policy response to the current crisis", San Francisco Fed Economic Letter. Pour la zone euro, elle est fondée sur une actualisation de la fonction de réaction estimée dans l'étude de L. Christiano, R. Motto et M. Rostagno (2010), "Financial factors in economic fluctuations", document de travail de la BCE n° 1192. Pour les États-Unis, le levier est calculé comme la variation en rythme annuel du ratio d'endettement des maisons de titres et des courtiers. Pour la zone euro, il est calculé comme la variation en rythme annuel du ratio d'endettement des AIF calculée sur la base des opérations sur les actifs, afin de s'assurer que ces variations ne sont pas dominées par la réévaluation des actifs. La période couverte est 1997-2007 pour les États-Unis et 2000-2007 pour la zone euro. L'orientation de la politique monétaire est variable.

Source : Calculs effectués par les services de la BCE

Plus généralement, cette crise a montré la vulnérabilité des finances publiques à la volatilité des structures de l'économie. Lors des périodes de haute conjoncture, les sources volatiles de revenu, comme celles en provenance du secteur financier ou du marché du logement, risquent de surestimer la solidité des finances publiques, tandis que les coûts d'ajustement lors d'un ralentissement de l'activité peuvent être très élevés. L'Irlande illustre parfaitement ce cas : lors des années précédant la crise, ce pays a pu réduire les impôts et accroître les dépenses à hauteur d'environ 12 % du PIB (au cours de la période 2003-2008), grâce à la hausse des revenus tirés du secteur financier et du logement. La taille relativement grande de ces deux secteurs a rendu les finances publiques irlandaises vulnérables à la phase de recul du cycle, laissant à l'impôt sur le revenu des ménages le soin d'absorber le

choc jusqu'à la reprise de l'économie. Il est intéressant de constater que les mesures de rigueur budgétaire contenues dans le programme d'ajustement irlandais convenu avec le FMI sont d'une ampleur comparable à l'expansion budgétaire précédant la crise.

Il est manifeste que la surveillance n'a pas été en mesure d'appréhender ce phénomène. Il est nécessaire d'accorder plus d'attention à la dimension globale et à l'interconnexion du secteur financier dans son ensemble dans les différents pays, ainsi qu'à la capacité de ces pays d'absorber les chocs affectant, non pas un seul établissement, mais l'ensemble du système financier. La tendance est actuellement d'effectuer des tests de résistance sur les banques : il serait certainement approprié de procéder de même avec les pays.

Olivier BLANCHARD

Conseiller économique

Fonds monétaire international

Je me propose d'examiner la question de la coordination des politiques dans un contexte de déséquilibres des comptes de transactions courantes – ou comme certains le formuleraient, d'équilibres des comptes de transactions courantes, tout dépend du point de vue adopté.

La motivation est évidente : le G20 a décidé de construire des indicateurs de déséquilibres externes, vraisemblablement dans l'idée que ces indicateurs permettraient d'identifier les problèmes et, ensuite, peut-être d'inciter ou d'obliger certains pays à ajuster leur position extérieure.

Cette démarche soulève deux problèmes, l'un plus simple que l'autre. Tout d'abord, pourquoi les pays devraient-ils ou voudraient-ils réduire le déficit ou l'excédent de leur compte de transactions courantes ? Il s'agit-là du problème relativement simple, et il a été abordé à plusieurs reprises ce matin. La question plus difficile, mais centrale dans le processus du G20, est : pour quelles raisons la communauté internationale voudrait-elle qu'un pays fasse plus (ou moins) que ce que ce pays veut faire ?

J'ai écrit récemment avec Gian Maria Milesi-Ferretti un court article sur ce sujet que vous pouvez consulter sur le site du FMI. Permettez-moi de vous en présenter les principales conclusions.

Commençons par la première question. Il est utile d'analyser séparément les déficits et les excédents des comptes de transactions courantes, étant donné qu'ils ne sont pas symétriques.

Commençons par les déficits. Nous savons tous qu'ils sont le symptôme d'autre chose, et qu'ils peuvent apparaître pour de bonnes ou de mauvaises raisons. Les bonnes raisons sont, par exemple, la perspective d'un avenir radieux incitant à épargner peu, ou bien un contexte porteur d'opportunités d'investissement importantes, poussant à investir massivement. Dans les deux cas, ces décisions entraînent des déficits des comptes courants. Mais des déficits peuvent également apparaître pour de mauvaises raisons, liées soit à des distorsions sous-jacentes, soit à des

interactions entre de bonnes raisons et les distorsions sous-jacentes, qui produisent de mauvais résultats. Un exemple en est la dynamique du « syndrome hollandais » : le taux de change peut s'apprécier pour une « bonne » raison, mais cela peut avoir pour effet de détruire le secteur manufacturier, ce qui rend très difficile pour le pays de s'ajuster par la suite.

S'agissant des excédents du compte de transactions courantes, l'analyse est à peu près la même, à la différence que, contrairement aux déficits, ils sont soutenables. Mon point de vue est que la notion de soutenabilité, qui figure dans le communiqué du G20, n'est pas la plus utile. En règle générale, les excédents du compte de transactions courantes sont soutenables, mais ils peuvent être bons ou mauvais. Ils peuvent être bons si vous vous trouvez dans une société vieillissante et que vous voulez mettre de l'argent de côté pour l'avenir ; mais ils peuvent être mauvais, comme dans le cas du taux d'épargne en Chine, s'ils reflètent les limites de l'assurance sociale pour les ménages ou l'absence d'une bonne gouvernance des entreprises. Il s'agit là de distorsions, elles sont mauvaises et, par conséquent, l'excédent du compte de transactions courantes qui en résulte n'est pas souhaitable. Dans ce cas, la solution est simple : il faut faire disparaître les distorsions. Ce faisant, vous faites d'une pierre deux coups. L'objectif principal n'est pas de réduire le solde du compte de transactions courantes, mais d'éliminer la distorsion. Par exemple, fournir une protection sociale aux ménages chinois ne vise pas à réduire l'excédent du compte de transactions de la Chine, mais à améliorer la situation de ces agents. Cependant, ce faisant, on réduit également l'excédent du compte de transactions courantes.

Cet aspect est, je le crois, bien compris. Dans la pratique, il est toutefois difficile d'évaluer ce qui est bon ou mauvais dans chaque pays. Les choses deviennent plus difficiles lorsque nous abordons la deuxième question : supposons que les pays aient fait ce qu'ils ont jugé être le mieux pour eux. Ils ont essayé de supprimer les distorsions et ainsi de suite. Qu'est-ce qui justifie que la communauté internationale leur dise : « C'est très bien pour vous mais pas assez pour le reste du monde » ?

Gian Maria et moi avons dégagé trois raisons, souvent amalgamées mais très différentes sur le plan conceptuel, qui plaident en faveur d'une approche multilatérale des déséquilibres des comptes de transactions courantes. La première se rapporte aux pays qui enregistrent d'importants déficits du compte de transactions courantes et les deux autres à ceux qui dégagent de larges excédents à ce titre.

Prenons le cas des déficits. Nous avons appris que les déficits des comptes de transactions courantes peuvent aboutir à des arrêts brutaux des flux de capitaux, quand les investisseurs décident de ne plus prêter, généralement de façon spectaculaire et soudaine. En cas d'arrêt brutal des flux de capitaux, certains créanciers s'en sortent, mais d'autres pas, ce qui peut mettre en difficulté les pays créanciers. Le raisonnement est analogue à celui qui nous conduit à nous soucier des institutions financières d'importance systémique : leur défaillance a des répercussions sur beaucoup d'autres. La logique est fondamentalement la même pour les pays.

L'argumentation est valable, mais il n'est pas certain qu'elle permette de singulariser le déficit du compte de transactions courantes. Ce qui importe, ce ne sont pas uniquement les flux, ce qu'un déficit de compte de transactions courantes est par nature, mais également les encours, en fait, le bilan entier d'un pays: quel est le montant des obligations, des actions etc. Le déficit du compte de transactions courantes est un indicateur pertinent ; le besoin de le financer peut être le facteur qui déclenche l'arrêt soudain. Mais, en définitive, les dégâts causés au pays concerné, et à d'autres, dépendront de son bilan global. Durant la dernière crise, les pays qui ont le plus souffert en Europe étaient en effet ceux qui affichaient les déficits du compte de transactions courantes les plus importants, c'est-à-dire les États baltes et certains pays membres de la zone euro, mais si l'on examine le monde dans son ensemble (en utilisant les outils économétriques, comme je l'ai fait dans un article pour la *Brookings Institution* au début de l'année), le paramètre le plus coûteux (en termes de perte de production) n'a pas tant été le déficit du compte de transactions courantes en lui-même que l'ampleur de son financement par accumulation de dette à court terme. Ainsi, le déficit du compte de transactions courantes peut être un outil utile pour identifier des problèmes potentiels, mais il n'offre probablement pas un tableau complet de la situation.

Les deux autres raisonnements sont centrés sur les pays dont le compte de transactions courantes est en excédent. Le premier s'articule autour de la croissance tirée par les exportations. La notion de croissance tirée par les exportations peut être décrite de plusieurs manières mais il s'agit, fondamentalement, d'une stratégie dans laquelle un pays essaie de maintenir un taux de change bas pour favoriser les exportations, vraisemblablement parce que c'est là que réside la croissance de la productivité. Après avoir augmenté les exportations, le pays doit également restreindre la demande intérieure afin d'éviter la surchauffe. Or, cette politique est rigoureusement équivalente à celle consistant à pratiquer des tarifs douaniers sur les importations et des subventions aux exportations, et à mettre en œuvre tout ce qui est nécessaire pour restreindre la demande intérieure afin que l'économie soit à son niveau potentiel. Les tarifs douaniers et les subventions sont généralement jugés inacceptables au sein de l'Organisation mondiale du commerce (OMC). La croissance tirée par les exportations ne devrait-elle pas l'être également ?

L'argument est convaincant, mais en pratique, le raisonnement est plus difficile à défendre. Il se pourrait bien que la motivation qui sous-tend le taux de change bas et la demande intérieure restreinte ne soit pas essentiellement celle d'une croissance tirée par les exportations. Il se pourrait par exemple qu'un pays affiche un taux d'épargne très élevé en raison de distorsions qui poussent les agents à épargner massivement. Dans ce cas, ce pays doit, pour atteindre l'équilibre intérieur, générer de la demande ailleurs. En l'occurrence, il a besoin d'un taux de change bas et d'exportations élevées pour maintenir son équilibre intérieur. Clairement, dans ce cas l'intention est différente, l'idée étant de soutenir la production en interne plutôt que d'essayer de le faire au détriment des autres pays. Pourtant, les résultats sont identiques. Pour résumer : il sera très difficile de prouver le caractère intentionnel d'un excédent très important du compte de transactions courantes ; le pays affirmera qu'il agit de la sorte pour des raisons internes, et les concurrents soutiendront que c'est pour d'autres raisons.

Une approche possible serait d'oublier l'intention et de dire simplement que les pays dotés de larges excédents du compte de transactions courantes, disons supérieurs à x % du PIB, devraient prendre des mesures pour les réduire, dans tous les cas. Mais cela soulève tout

un ensemble d'autres questions politiques. Certains pays se sentiront accusés à tort et forcés de prendre des mesures contraires à leur intérêt. La conclusion est que la démarche intellectuelle est correcte ; que le raisonnement est encore plus pertinent depuis que nombre de pays qui semblent entretenir une croissance tirée par les exportations sont devenus des acteurs importants de l'économie mondiale ; que pourtant, il sera très difficile de mettre en œuvre quoi que ce soit dans ce domaine.

Ceci m'amène à mon troisième et dernier point, qui me semble être le plus pertinent dans le contexte actuel. Il concerne les pays qui dégagent un excédent du compte de transactions courantes.

Dans l'environnement économique mondial actuel, certains pays ont atteint le plancher du taux d'intérêt nul, et se trouvent en situation de « trappe à liquidité ». Dans ce cas, un excédent du compte de transactions courantes plus élevé dans d'autres pays entraînera une diminution de la demande adressée à cet ensemble de pays et, étant donné qu'ils ne peuvent pas se servir de l'instrument du taux d'intérêt, leur production diminuera. En d'autres termes, si la Chine tient à avoir des exportations nettes positives très élevées, d'autres pays, dont les États-Unis, seront en quelque sorte « contraints » à des exportations nettes négatives et auront des difficultés à soutenir la demande et la croissance.

La logique de ce raisonnement est, me semble-t-il, à la fois correcte et pertinente. Un bémol non négligeable est que généralement, en temps normal, ce raisonnement ne tient pas vraiment la route ; en temps normal, une baisse des exportations nettes peut être compensée en abaissant le taux d'intérêt ou en adoptant une politique budgétaire expansionniste. Or, ce n'est clairement pas le cas aujourd'hui. Dans les circonstances actuelles, il y a de bonnes raisons de dire que, si les pays enregistrant un excédent de leur compte de transactions courantes acceptaient de le diminuer, ce serait une bonne chose pour les autres pays. Ils pourraient sans doute contrebalancer les effets négatifs sur leur demande en augmentant la demande intérieure, et cela n'aurait ainsi aucune conséquence sur leur production intérieure.

Cependant, la question suivante est : pourquoi ces pays rendraient-ils ce service ? Qu'avons-nous à leur offrir en échange pour les y encourager ? Ils ne vont probablement pas le faire par pure gentillesse. Plusieurs réponses viennent à l'esprit, aucune ne me semble vraiment convaincante. Au final, la solidarité doit être un des éléments d'explication.

Revenons-en au G20.

On pourrait être très pessimiste quant à l'efficacité du processus d'évaluation mutuelle du G20. On pourrait dire : oui, il y a, sur le plan conceptuel, de bonnes raisons d'introduire des restrictions multilatérales sur ce que peuvent faire les pays. Mais en pratique, il sera très difficile de se mettre d'accord sur ces restrictions. Et il sera encore plus difficile de les mettre en œuvre. Il sera notamment très difficile de prouver que la croissance est intentionnellement tirée par les exportations.

On peut également avoir une vision plus optimiste, ce qui est mon cas. Le hasard veut que, dans l'environnement économique actuel, éliminer certaines des distorsions intérieures les plus évidentes serait bon pour les pays eux-mêmes, et permettrait de faire un grand pas vers la résolution des problèmes multilatéraux. Si la Chine offrait une meilleure protection sociale, ce serait bon pour le peuple chinois, et cela entraînerait également une diminution de l'excédent de leur compte de transactions courantes ; ce serait également utile aux autres pays. De la même manière, si les États-Unis commençaient à agir sur le plan budgétaire, ce serait bon pour eux, et bon pour le monde.

Quel est le rôle du G20 dans ce processus ? Je pense que c'est celui de mener des discussions qui n'auraient pas lieu ailleurs, de réfléchir à la façon dont les différentes stratégies interagissent, d'essayer d'identifier les répercussions des différentes politiques sur l'économie mondiale, peut-être de pousser les pays à faire un peu plus rapidement ce qu'ils devraient faire de toute façon... Il ne s'agit pas de gouvernance mondiale, loin de là. Mais c'est déjà bien mieux que rien. Et, à mon sens, il s'agit d'un ensemble d'attentes réalistes pour le processus du G20.

Choongsoo KIM

Gouverneur

Banque de Corée

Je voudrais tout d'abord exprimer ma gratitude au gouverneur Noyer pour m'avoir invité à ce colloque. Je tiens également à remercier l'ensemble des personnels de la Banque de France pour l'organisation de ce colloque.

Comme vous vous en souvenez, les ministres des Finances et les gouverneurs des banques centrales du G20, réunis le mois dernier, se sont mis d'accord sur de grandes orientations en vue de traiter les déséquilibres mondiaux.

L'orientation finale devrait être approuvée lors du prochain sommet du G20 en avril : je suis convaincu que la France, qui préside le G20, jouera un rôle moteur essentiel en fixant des objectifs concertés et coordonnés.

I | Déséquilibres mondiaux, surveillance et coordination des politiques

Comme le président Sarkozy l'a mentionné lors de la conférence de presse de janvier, 125 crises bancaires sont survenues au cours des quarante dernières années et leur fréquence s'est considérablement accélérée au cours des vingt dernières années. Cette évolution souligne clairement l'accumulation de plus en plus rapide des déséquilibres mondiaux.

Une crise financière n'est plus un *risque extrême* dont la probabilité de réalisation est faible. Ce type d'événement doit plutôt être considéré comme un *risque normal* susceptible de se concrétiser n'importe où et n'importe quand, sous des formes nouvelles et variées.

Il est nécessaire que les banques centrales et les autorités de tutelle exercent une surveillance préventive et proactive afin d'être capables de réagir rapidement à la montée de nouveaux déséquilibres.

Par ailleurs, il convient d'accorder une attention plus particulière à l'importance croissante de la coordination des politiques entre les États et entre

les institutions dans le processus de résolution de ces déséquilibres.

Le 8 octobre 2008, les États-Unis, le Canada, le Royaume-Uni, la BCE, la Suède et la Suisse ont abaissé ensemble et de manière décisive leurs taux dans le cadre d'une action concertée. Ils ont ainsi démontré leur résolution à surmonter la crise grâce à la coordination internationale, ce qui a efficacement calmé les perturbations affectant le sentiment des marchés et contribué à restaurer la stabilité.

Cette expérience nous enseigne que la coordination internationale peut diminuer l'incertitude des marchés lors des périodes de crise mondiale.

Par conséquent, la coordination internationale est sans aucun doute déterminante pour résoudre les déséquilibres mondiaux. C'est probablement le cadre de coordination internationale des politiques, par le biais du sommet du G20, qui a permis de surmonter la crise financière mondiale plus tôt que prévu et qui a rendu possible l'introduction rapide de Bâle III.

En revanche, un certain nombre d'obstacles empêchent la conduite harmonieuse de la surveillance et de la coordination des politiques. J'aimerais maintenant évoquer les défis qui me paraissent particulièrement importants.

2 | Les défis de la surveillance et de la coordination

2 | I Quatre facteurs compliquent l'exercice de la surveillance

2 | I | I L'incapacité à définir précisément l'obligation de rendre compte en raison de la complexité des instruments financiers

En premier lieu, la crise financière récente est différente des crises précédentes car il est difficile

de localiser précisément où se situe la responsabilité des éléments spécifiques qui l'ont engendrée. Ce simple fait représente un obstacle considérable pour la surveillance. C'est ainsi que plus d'un millier de personnes ont été considérées comme pénalement responsables lorsque de nombreuses caisses d'épargne américaines ont fait faillite dans les années quatre-vingt. En revanche, à l'exception de quelques cas comme celui de Bernard Madoff, aucune poursuite pénale n'a été engagée contre les membres du personnel et la direction des institutions financières lors de la récente crise.

Il est actuellement beaucoup plus difficile d'identifier les intervenants qui créent effectivement le risque car le modèle « octroi puis cession de crédit » (*originate and distribute*) répercute et diffuse des risques importants en les transformant en une multitude de risques moins élevés. Les CDO (*collateralised debt obligations*), fréquemment cités parmi les causes essentielles de la crise des *subprime*, en sont un bon exemple.

Lorsque, dans le cas des CDO, le processus *originate and distribute* est répété de nombreuses fois, l'entité créant le risque ne peut pas être clairement identifiée. C'est la raison pour laquelle les autorités de tutelle ont été incapables de comprendre totalement le mécanisme à l'œuvre et les données pertinentes des CDO lors de la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008.

L'objectif de la surveillance est « de détecter les problèmes à l'avance et de corriger les éléments défectueux ». Toutefois, si les structures et les processus transactionnels des instruments financiers sont trop complexes, comme dans le cas des CDO pour lesquels il est excessivement difficile d'identifier l'entité posant problème, la surveillance devient un chemin semé d'embûches.

2 | 1 | 2 Les incitations à l'innovation financière

En deuxième lieu, les incitations à l'innovation créées par les intervenants des marchés financiers eux-mêmes se transforment en obstacles à une surveillance efficace.

Le marché réagit spontanément et rapidement aux nouvelles réglementations en concevant des techniques et des produits innovants qui permettent de les contourner. L'innovation des intervenants de

marché peut s'exprimer en d'autres termes comme « la création d'un nouveau risque ou d'un nouveau déséquilibre qui n'apparaît pas immédiatement aux autorités de tutelle ».

Au cours de la période de transition vers Bâle III, les banques essaieront de réduire autant que possible le fardeau imposé par les nouvelles réglementations. Cette modification de l'environnement réglementaire créera de nouveaux effets secondaires susceptibles de déclencher l'apparition de déséquilibres ou de risques nouveaux et inattendus. Je considère que ce point particulier constitue le défi le plus redoutable pour la surveillance au cours des années à venir.

C'est ainsi que les institutions financières d'importance systémique mondiale soumises à des obligations supplémentaires en matière de fonds propres tenteront de répercuter le surcoût sur leurs contreparties qui, à leur tour, réagiront. Si des effets secondaires ou des déséquilibres imprévus surviennent au cours de ce processus, il faudra discuter de la nécessité de mesures réglementaires supplémentaires. La réglementation applicable à ces institutions risque alors de ne pas remplir son objectif initial de réduction du risque systémique, mais simplement d'aboutir à ce que des exigences réglementaires supplémentaires soient imposées. Nous risquons ainsi de tomber dans un cercle vicieux où la mise en place d'une réglementation engendre elle-même une autre réglementation et ainsi à l'infini.

2 | 1 | 3 Les facteurs liés à la non détection des risques

En troisième lieu, la difficulté d'identifier en temps voulu les déséquilibres émergents constitue un autre obstacle majeur sur la voie d'une surveillance efficace.

Le réseau complexe qui lie étroitement les institutions financières est efficace pour diversifier les risques en phase d'expansion économique, mais fonctionne comme un vecteur de diffusion du risque lorsque la situation financière devient critique.

Le risque agrégé de l'ensemble du système financier au cours d'une crise est amplifié, atteignant un niveau beaucoup plus important que la simple addition des risques propres aux différents établissements.

La crise financière mondiale nous enseigne que les autorités de tutelle ont attaché trop d'importance à la surveillance microprudentielle : par conséquent, elles ont ignoré voire ont fermé les yeux sur les effets négatifs de l'accumulation du risque agrégé.

C'est seulement à l'issue de la crise récente que les autorités se sont rendu compte que les risques systémiques liés au réseau augmentaient à mesure que l'interconnexion entre les banques s'intensifiait.

L'ajout dans Bâle III de règles macroprudentielles (telles que des fonds propres contracycliques, le provisionnement prospectif et l'imposition de fonds propres supplémentaires aux institutions financières d'importance systémique) se fonde sur la reconnaissance de l'insuffisance du précédent cadre de surveillance microprudentielle.

Même si cela est décourageant, nous devons admettre que nous ne sommes peut-être pas encore capables de réagir à temps aux risques nouvellement émergents. Les autorités de tutelle doivent garder ceci à l'esprit et donc se montrer humbles dans leur approche, sans jamais sous-estimer les obstacles.

2 | 1 | 4 Une structure d'incitations faussée

En quatrième lieu, j'aimerais mentionner deux exemples pour lesquels la distorsion des incitations défie la surveillance.

Si une attitude laxiste domine, elle risque fort de fausser le résultat de la surveillance.

Lorsque de faibles taux d'intérêt sont maintenus sur une longue période, le marché a tendance à attendre aveuglément que les actifs de mauvaise qualité, qui devraient être passés en perte, retrouvent un statut normal. Le laxisme en matière de remboursement de ces prêts devient ensuite dominant (*étendre et prétendre*).

Si cette *pratique de rajeunissement (evergreening practice)* se généralise, transformant, par le traitement comptable, de mauvaises créances en créances normales, le résultat de la surveillance n'est plus crédible.

En outre, la relation symbiotique entre les agences de notation et les institutions financières et les problèmes de conflit d'intérêt au sein des agences

constituent une autre menace pour la crédibilité des résultats de la surveillance.

Selon un rapport publié dans le *New York Times* (3 juin 2010), certaines agences de notation sont accusées de fausser les notations, en collusion avec les institutions émettrices évaluées.

Cette distorsion des notations peut être en grande partie considérée comme un problème essentiellement structurel. Dans le modèle actuel, ce sont les émetteurs qui paient les honoraires liés à la notation, tandis que les agences de notation sont susceptibles de fournir des services de conseil à ces émetteurs. Afin de dissimuler leurs erreurs d'évaluation, les agences de notation persistent souvent à attribuer des notations élevées même lorsqu'il existe une probabilité élevée d'insolvabilité de l'émetteur. Il est évident que les résultats d'une surveillance utilisant des notations aussi peu fiables entravent la prise de décisions appropriées.

Le Conseil de stabilité financière (CSF) a récemment formulé des propositions en vue de réduire la dépendance à l'égard des notations des agences. J'espère vivement que ce programme sera mis en place dans un avenir proche.

2 | 2 Les obstacles à la coordination des politiques

2 | 2 | 1 Dimension mondiale

L'interconnexion des économies s'étant intensifiée au niveau mondial, la nécessité d'une coordination internationale des politiques a largement progressé.

Si une juridiction nationale impose des contrôles des mouvements de capitaux sans coordonner sa politique avec les juridictions voisines, les risques peuvent se diffuser vers d'autres pays voisins, alors que s'ouvrent des opportunités d'arbitrage réglementaire.

Nous devrions examiner plus attentivement l'expérience récente des économies émergentes qui ont mis en place, après le début de la crise financière en septembre 2008, une *garantie généralisée des dépôts*, transférant ainsi les risques à leurs pairs et aux pays voisins.

En outre, l'accumulation excessive de réserves de change par les économies émergentes, en vue de compenser les brusques sorties de capitaux, accentuera les déséquilibres mondiaux. La coordination internationale des politiques visant à résoudre ce problème s'incarne dans les « filets de sécurité financière mondiale », qui ont pris une forme détaillée lors du sommet du G20 à Séoul. Dans ce contexte, des avancées remarquables ont été réalisées l'année dernière dans l'amélioration de la facilité de prêt du FMI. Certains de ses aspects restent toutefois à améliorer. L'initiative française prise cette année dans ce domaine est donc tout à fait opportune et j'espère vivement le succès de sa mise en œuvre.

Aucune juridiction n'est opposée sur le principe à l'idée de la coordination internationale, mais lorsque les intérêts de différents pays entrent en conflit, lorsque les bénéfices de cette coordination ne sont pas évidents ou lorsqu'il n'est pas urgent de la réaliser, il est très difficile de la mettre en pratique. Telle est du moins l'expérience de la Corée à l'occasion de sa présidence du G20 l'année dernière.

Il semble qu'il y ait déjà un consensus solide parmi les pays membres du G20 quant à la nécessité absolue d'une coordination des politiques dans ce cadre en vue d'aboutir à une croissance synchrone de l'économie mondiale. Dans ces conditions, nous nous engageons tous à mettre en pratique de bonne foi ce que nous pouvons qualifier de confiance mutuelle obtenue par la négociation et les accords.

2 | 2 | 2 Dimension nationale

D'un point de vue national, le problème de la coordination réside dans les dispositions institutionnelles relatives à la politique macroprudentielle. Si ce cadre institutionnel n'est pas convenablement configuré, sa coordination avec les politiques monétaire, budgétaire et autres peut devenir problématique.

Dans la mesure où les politiques macroprudentielles sont mises au premier plan, il est possible d'adopter, à mauvais escient, l'opinion selon laquelle l'inflation peut être traitée au moyen des outils macroprudentiels. En conséquence, la politique monétaire risque de plus en plus d'être affectée négativement par l'utilisation trop zélée de ces outils. Il est donc essentiel de bien comprendre que la *politique macroprudentielle ne se substitue pas* à la politique monétaire mais *vient plutôt en complément* de celle-ci.

3 | L'avenir

Enfin, je souhaite attirer votre attention sur les deux questions suivantes qui peuvent apporter un éclairage sur ce que nous réserve l'avenir.

En premier lieu, les éventuels futurs déséquilibres peuvent provenir de sources entièrement nouvelles. Comme les frontières entre les différentes sphères s'effacent progressivement dans le processus de mondialisation et d'interconnexion croissante, les risques sociaux, politiques et géopolitiques, autrefois isolés, pourraient bien se répercuter plus facilement sur l'économie réelle et entraîner un risque économique plus important.

Un exemple vient spontanément à l'esprit. Les événements qui se déroulent actuellement devant nous au Moyen-Orient augmentent les risques géopolitiques et déclenchent des menaces économiques telles qu'un choc pétrolier et des perturbations sur les marchés financiers.

C'est ce que je désignerais par l'expression *risque systémique mondial* par opposition au *risque systémique financier*.

Pour ajouter une difficulté en plus de l'instabilité financière internationale, *l'instabilité sociale internationale* constitue un problème qu'il convient de traiter de façon précoce afin d'éviter un nouveau type de crise. Ce problème étant bien présent dans les esprits, une attention particulière a été accordée à la « question du développement » lors du Sommet du G20 à Séoul en novembre dernier.

Il en résulte que des discussions relatives à la surveillance et à la coordination des politiques sont nécessaires dans le cadre du G20, avec une référence particulière au « risque systémique mondial ».

Par ailleurs, les institutions mandatées pour exercer la surveillance mondiale (comme le CSF et le FMI) sont aisément identifiables. Il est cependant difficile de délimiter clairement celles qui sont responsables de l'arbitrage des conflits entre des parties en désaccord au sein du cadre mondial de coordination des politiques. À mon avis, cela souligne encore davantage la nécessité d'un nouveau renforcement du rôle du G20 dans ce domaine.

Olli REHN**Commissaire européen**

Affaires économiques et monétaires

C'est un plaisir pour moi d'être ici parmi vous aujourd'hui et d'intervenir sur le thème de la gouvernance économique, sujet ô combien d'actualité. Je défendrai l'idée qu'il est absolument crucial de mieux coordonner les politiques économiques au sein de l'Union européenne (UE) et de la zone euro tout particulièrement. Mon intervention replacera cette question dans le contexte de la réponse d'ensemble apportée par l'UE à la crise.

L'an dernier, en juin, Jacques Delors déclarait : « Les pompiers ont agi et l'on attend les architectes ». Comme souvent, Jacques Delors, longtemps président de la Commission européenne, avait raison. Aujourd'hui, c'est dans ce rôle d'architecte que je m'adresse à vous. Mais, malheureusement, le travail de pompier n'est pas entièrement achevé, et nous devons rester encore très attentifs au possible retour de feu.

Les enseignements de la crise

La crise économique et financière, qui a démarré mi-2007, a surpris la plupart des économistes, des acteurs financiers et des responsables politiques. La croyance en l'efficacité des marchés financiers a émoussé leur vigilance. C'est également ce qui s'est passé lorsque les turbulences mondiales récentes ont déclenché la crise de la dette souveraine dans la zone euro. Nous avons tous été pris au dépourvu en raison essentiellement de l'ampleur impressionnante et de la rapidité de la contagion entre les pays de l'UE et notamment de la zone euro.

Les responsables politiques européens ont toujours été conscients de l'existence de ces effets de contagion au sein d'une région caractérisée par des liens économiques, financiers et institutionnels très étroits comme l'UE et, encore davantage, comme la zone euro. C'est pour cette raison que le Traité exige des États membres de l'UE une coordination étroite de leurs politiques économiques. Des règles ont ainsi été élaborées pour permettre cette coordination, au sein notamment du Pacte de stabilité et de croissance. Celui-ci a été créé précisément pour garantir qu'aucun pays ne poursuivrait une politique

budgétaire susceptible de compromettre la stabilité financière et économique des autres États membres.

Mais le système que nous avons mis en place au fil du temps n'a pas fait ses preuves lors de la crise. Permettez-moi de mentionner certaines faiblesses de nos mécanismes de coordination et de surveillance qui ont été révélées à cette occasion.

- La surveillance budgétaire n'a pas accordé assez d'attention à la dette et n'est pas intervenue suffisamment pour contenir les politiques imprudentes. Même si la conception de la surveillance a souffert de certaines insuffisances, le manque de rigueur de la mise en œuvre par les États membres a constitué le problème essentiel.

- La surveillance s'est concentrée trop étroitement sur les évolutions budgétaires, délaissant les déséquilibres économiques non liés aux questions budgétaires.

- Les processus de surveillance avaient un caractère rétrospectif ; leurs résultats ont été des réactions *ex post* plutôt que des orientations *ex ante*.

- La surveillance financière s'est concentrée trop étroitement sur les évolutions nationales, ce qui était incompatible avec le caractère international des opérations des grandes institutions financières.

Nous avons néanmoins compris la leçon et l'UE s'est engagée dans un programme global visant à renforcer la gouvernance économique et financière, y compris les outils de gestion des crises.

Stabilité financière

À la suite des turbulences constatées au printemps dernier sur les marchés de la dette souveraine, l'UE a rapidement créé des soutiens financiers temporaires : le Mécanisme européen de stabilisation financière (MESF) et le Fonds européen de stabilité financière (FESF). Forts de cette expérience, nous renforçons actuellement le FESF, tout en élaborant un dispositif permanent, le « Mécanisme européen de stabilité ».

Avant tout, nous avons mis en place une nouvelle structure européenne de surveillance financière. De nouvelles institutions ont été créées au 1^{er} janvier de cette année :

- les trois Autorités européennes de surveillance (AES), chargées de la supervision des banques, des assureurs et des marchés de titres, permettront de surmonter la segmentation et les incohérences existant entre les autorités de tutelle nationales et amélioreront la qualité d'ensemble de la surveillance ;
- le Comité européen du risque systémique (CERS) élargira notre périmètre de surveillance à l'ensemble des marchés macroéconomiques et financiers et se tiendra prêt à repérer et à empêcher l'accumulation de risques excessifs à un stade précoce.

Ces nouvelles institutions constituent une avancée importante vers une surveillance financière européenne cohérente, capable d'assurer un suivi et une intervention efficaces s'agissant des évolutions des marchés financiers ayant des implications transfrontières importantes. La nouvelle série de tests de résistance des banques, qui se déroulera ce printemps, permettra de mettre à l'épreuve de façon décisive ce nouveau dispositif.

Gouvernance économique

Afin de corriger les lacunes du cadre de la surveillance économique, la Commission a proposé en septembre dernier un ensemble de propositions législatives.

En premier lieu, afin d'éviter la répétition de la crise de la dette souveraine « à la grecque », nous devons renforcer le Pacte de stabilité et de croissance et nous débarrasser des politiques budgétaires complaisantes, notamment en période de prospérité. Nous voulons donc rendre plus opérationnel et plus contraignant l'ajustement vers la réalisation d'un objectif budgétaire à moyen terme. Nous souhaitons également remettre en vigueur le critère de dette du Pacte, qui a été plutôt négligé jusqu'à présent, et accorder davantage d'attention à la soutenabilité de la dette.

En deuxième lieu, nous proposons d'élargir la surveillance économique afin d'identifier et de redresser les déséquilibres macroéconomiques et

les divergences de compétitivité ; cet aspect est particulièrement important pour éviter une crise « à l'irlandaise ». Cette action s'appuiera sur un tableau de bord d'indicateurs économiques et financiers : lorsque des évolutions intenablement seront identifiées, nous effectuerons une analyse en profondeur du pays concerné afin d'émettre des recommandations spécifiques.

En troisième lieu, nous devons renforcer de façon efficace la surveillance économique en utilisant des incitations et des sanctions plus fortes. Elles interviendraient à un stade plus précoce du processus de surveillance et seraient progressivement renforcées, à moins que l'État membre concerné n'entreprenne une action corrective. Point très important, nous voulons également rendre les conséquences d'un comportement irresponsable plus automatiques et donc moins soumises à délibération politique.

Ces propositions sont actuellement en cours de discussion au Conseil et au Parlement européen. Ces deux institutions se sont engagées à parvenir à un accord sur cette législation avant l'été prochain.

Toutefois, un changement important concernant la conduite de la surveillance économique a déjà été mis en œuvre. À partir de cette année, le processus de surveillance économique de l'UE sera effectué dans la première moitié de l'année, au cours du « semestre européen ». Cela permettra d'intégrer différents processus de surveillance (budgétaire, structurelle et macroéconomique) et de formuler des orientations plus complètes et plus cohérentes aux États membres. Ces orientations seront également publiées suffisamment tôt pour être prises en compte par les États membres dans la formulation des budgets pour l'année suivante.

Examen annuel de la croissance

Le premier « semestre européen » a démarré avec la publication, le 12 janvier, de l'Examen annuel de la croissance, qui présente la position de la Commission européenne quant à la situation économique et aux principaux défis auxquels l'UE doit faire face.

Les conclusions de cet examen sont très claires, voire brutales, s'agissant des priorités les plus

pressantes. Elles proposent dix actions spécifiques visant l'assainissement budgétaire, le redressement financier, les réformes du marché du travail et les politiques de soutien à la croissance.

Un des messages fondamentaux de cet examen concerne la nécessité de renforcer la compétitivité de l'UE et d'assurer un ajustement et une convergence

soutenables. La Commission se félicite ainsi du niveau élevé d'ambition manifesté au niveau politique dans l'UE en vue d'accroître la compétitivité et les capacités d'ajustement. Si le « Pacte de compétitivité et de convergence » (ou tout autre nom qui lui sera donné) apporte une volonté politique et un soutien aux actions urgentes génératrices de croissance et d'emploi, il sera nécessairement bien accueilli.

Les réformes relatives à la gouvernance et aux politiques publiques qui sont actuellement en cours montrent que l'Europe a tiré les bons enseignements de la crise et qu'elle a agi en conséquence. Le résultat n'est cependant pas garanti. Il est essentiel d'éviter que le calme relatif des marchés financiers et l'amélioration des perspectives macroéconomiques ne nous incitent à réduire le niveau d'ambition ou à ralentir le rythme des réformes.

Il est aussi important que nous cherchions à nous doter des structures de gouvernance les plus simples possible. À mon avis, seule la méthode communautaire permet cela. Quand seront réunies les deux conditions consistant à maintenir un niveau élevé d'ambition et à s'inspirer du cadre européen des règles et institutions communes, je suis persuadé que l'Europe sortira de la crise à la fois renforcée et capable de jouer un rôle fort et constructif sur la scène internationale.

SESSION 3

LE RÔLE DES BANQUES CENTRALES : LES ENSEIGNEMENTS DE LA CRISE

Président :	Michel CAMDESSUS, Directeur général, Fonds monétaire international (1987-2000)	79
Intervenants :	Charles A. E. GOODHART, Professeur émérite, London School of Economics	81
	José DE GREGORIO, Gouverneur, Banque centrale du Chili	85
	Olivier JEANNE, Professeur, Université Johns Hopkins, Baltimore	92
	Jean-Pierre LANDAU, Sous-gouverneur, Banque de France	10
	Athanasios ORPHANIDES, Gouverneur, Banque centrale de Chypre	103

Michel CAMDESSUS

Directeur général

Fonds monétaire international (1987-2000)

Permettez-moi tout d'abord de vous dire combien je suis heureux de participer à ce colloque et d'y rencontrer tant d'anciens amis et notamment tous ceux d'entre vous qui, grâce à leur perspicacité, leur vision et leur courage, ont pu jouer un rôle décisif pour contenir la crise et éviter qu'elle ne dégénère en une catastrophe absolue. Je ne suis toutefois pas ici pour les compliments mais pour faire en sorte que l'on puisse analyser en moins de deux heures, les enseignements de la crise s'agissant du rôle des banques centrales avec cette audience prestigieuse que la Banque de France a pu réunir aujourd'hui.

Les enseignements de la crise et le rôle des banques centrales : c'est un sujet sur lequel nous avons tous beaucoup réfléchi, beaucoup écrit et beaucoup discuté et sur lequel il y a beaucoup à dire. Je vous propose de consacrer le temps limité qui nous est imparti à trois questions particulièrement pertinentes pour les prochaines années, en tenant compte de ce que vous avez été amenés à faire, *de facto*, face à un monde en crise dans lequel les évolutions monétaires et financières sont si étroitement interconnectées.

- Comment les banques centrales peuvent-elles intégrer la stabilité financière dans leurs agendas spécifiques ?
- Cette extension de l'agenda des banques centrales serait-il compatible avec leurs obligations d'indépendance et d'efficacité ?
- Quel peut être le rôle des banques centrales dans la gestion de la liquidité mondiale ?

Permettez-moi de dire quelques mots sur chacune de ces questions.

Comment intégrer la stabilité financière dans nos agendas ? Cette question a pris une importance nouvelle depuis au moins les vingt dernières années. La nécessité de cette démarche est à présent

reconnue, certes, mais comment la réaliser au mieux et où en sommes-nous sur ce point ?

Une deuxième question surgit dans la foulée : cet élargissement des responsabilités des banques centrales est-il compatible avec leurs obligations d'indépendance et d'efficacité ? Cela suscite des interrogations. Je suis quelque peu préoccupé d'entendre les mêmes personnes qui chantent les louanges des banques centrales pour leur réaction audacieuse et efficace à la crise, dans le cadre d'une coopération constructive avec les ministères des Finances, s'interroger à présent sur les incidences de ces nouvelles modalités d'intervention pour l'indépendance de nos institutions... N'est-elle pas menacée ? Je pense que ce débat doit être mené et clarifié.

Enfin vient une question dont l'importance a été révélée ou amplifiée par la crise : quel peut être le rôle des banques centrales dans la gestion de la liquidité mondiale ?

Comme beaucoup d'entre vous le savent déjà, j'ai récemment pris part à une initiative assez particulière, l'Initiative du Palais-Royal dans le cadre de laquelle quelques-uns d'entre vous, ainsi que des vétérans chevronnés tels que Paul Volcker, Horst Koehler, Andrew Crockett, Hamad Al Sayari, Venugopal Reddy, Guillermo Ortiz et d'autres, ont essayé, sans aucun mandat d'une quelconque autorité, de réfléchir à la faisabilité d'une réforme monétaire internationale et à la façon de la conduire (le rapport est à présent publié sur le site internet de la Banque de France)¹. Nous avons abordé de nombreuses questions, dont celle de la réforme du Fonds monétaire international (FMI) et du G20, mais celle concernant la gestion de la liquidité mondiale nous a semblé d'une importance capitale.

Nous avons observé, en particulier, qu'au cours de la période qui a précédé la crise, l'expansion non

¹ http://global-currencies.org/smi/fr/telechar/news/Rapport_Camdessus-integral.pdf

soutenable de l'économie mondiale avait été facilitée par la croissance rapide du crédit au niveau mondial. Il s'en est suivi une flambée des prix des matières premières et ce qui a été reconnu par la suite comme une envolée des prix d'actifs au niveau mondial. Puis la crise a éclaté et la liquidité s'est pratiquement évaporée sur les marchés financiers, laissant les intermédiaires financiers et les banques centrales du monde entier se démener pour trouver des financements en devises fortes. Entre le point haut et le point bas, les entrées brutes de capitaux internationaux sont revenues de presque 20 % du PIB mondial à moins de 2 %. À l'heure actuelle, elles semblent retrouver ou dépasser leur niveau d'avant la crise et le risque demeure d'un retour au *statu quo* (*business as usual*). Des fluctuations aussi extrêmes ont des effets critiques sur le fonctionnement du système économique et financier mondial et sur la stabilité macrofinancière au niveau des pays. Ce phénomène est pourtant mal compris. Sans vouloir vous ennuyer avec notre analyse, il me paraît intéressant de vous soumettre quatre suggestions que nous avons faites.

- Le FMI et la Banque des règlements internationaux (BRI) ne devraient-ils pas œuvrer de concert à une approche analytique partagée de la mesure et de la surveillance de la liquidité mondiale ? Cela apparaît nécessaire pour permettre une surveillance internationale de cet important déterminant de la stabilité du système financier. Compte tenu des nombreuses dimensions de la liquidité, un ensemble d'indicateurs devront probablement être développés, étayés par des outils statistiques appropriés. L'adéquation de ces indicateurs devra être réexaminée régulièrement afin de tenir compte des conséquences de l'innovation financière.
- Les banques centrales et les autorités responsables des politiques macroprudentielles des économies d'importance systémique ne devraient-elles pas mener leurs actions en tenant compte de la nécessité

de maintenir une situation globalement appropriée de la liquidité mondiale ? Le FMI, la BRI et le Conseil de stabilité financière (CSF) ne devraient-ils pas suivre régulièrement les évolutions de la liquidité mondiale afin de formuler des recommandations pour tous les pays d'importance systémique s'agissant de la conduite de leurs politiques pouvant avoir une incidence sur la liquidité globale (y compris les politiques monétaires et de taux de change ainsi que les politiques réglementaires et prudentielles dans le domaine financier) ?

- Le recours aux contrôles des capitaux, soumis à la surveillance du FMI en vertu de l'article VI modifié, ne pourrait-il être considéré comme une option envisageable pour prévenir les fluctuations désordonnées des taux de change ou une instabilité financière ? À la lumière de l'expérience acquise au cours des vingt dernières années, caractérisées par l'importance et la volatilité des flux de capitaux, le FMI ne devrait-il pas instaurer, dans les pays importateurs comme dans les pays exportateurs de capitaux, un cadre analytique plus complet concernant les flux de capitaux ?
- Et enfin, le FMI ne devrait-il pas œuvrer de concert avec les gouvernements, les banques centrales et les organisations régionales concernées, à la mise en place, assortie de garde-fous appropriés, de mécanismes permanents de financement par temps de crise semblables à ceux d'un prêteur en dernier ressort au plan mondial ?

Pour répondre à ces questions, j'ai à mes côtés cinq experts et collègues particulièrement éminents, à commencer par Charles Goodhart. Après son intervention, j'abandonnerai l'ordre alphabétique et je donnerai la parole, successivement, au professeur Athanasios Orphanides, au gouverneur José De Gregorio, au professeur Olivier Jeanne et enfin au gouverneur Jean-Pierre Landau.

Charles A. E. GOODHART*Professeur émérite**London School of Economics*

L'âge d'or du métier de banque centrale a brutalement pris fin le 9 août 2007. Auparavant, les banquiers centraux présumaient généralement que l'action conjuguée de leur (considérable) succès dans le maintien de la stabilité des prix, grâce aux cibles d'inflation, et du maintien des ratios d'adéquation des fonds propres de Bâle II par l'ensemble des principales banques commerciales, garantirait vaille que vaille, et par la même occasion, la stabilité financière. Dans certains cas, les directions de la Stabilité financière des banques centrales étaient peu étoffées, presque toujours considérées comme des lieux d'exil (à l'image de la Mongolie, si ce n'est de la Sibérie) en comparaison de l'excitation suscitée par la direction de la Politique monétaire de chacune de ces banques.

Certes, la stabilité financière future était un sujet d'inquiétudes mais, hormis à la Banque des règlements internationaux (BRI), ces préoccupations avaient trait davantage à la volatilité du taux de change (les déséquilibres macroéconomiques) et à certains *hedge funds* qu'à l'envolée des prix de l'immobilier alimentée par le crédit. Il régnait en effet une illusion, entretenue par les modèles économétriques, selon laquelle la valeur d'un portefeuille géographiquement diversifié d'immobilier résidentiel aux États-Unis ne pouvait baisser, dans le pire des cas, de plus de 4 % à 5 % (car cela ne s'était jamais produit au cours des quelque cinquante dernières années sur lesquelles des données fiables étaient disponibles).

Ce n'était pas tant le bas niveau des taux d'intérêt aux États-Unis que la promesse de leur maintien à ce bas niveau « sur une période prolongée » qui a encouragé les intermédiaires financiers à développer l'effet de levier, à emprunter à court terme sur le marché interbancaire pour prêter à plus long terme. Le risque étant supposé avoir été réduit, comme en témoignaient les écarts de rendement des *swaps* de défaut, qui avaient atteint un point bas à l'été 2007 juste avant l'explosion de la bulle (voilà pour « la sagesse des marchés »), la quête d'une meilleure rentabilité financière a poussé chacun à en prendre davantage.

L'illusion régnait en maître, partagée par les banquiers centraux, les régulateurs, les hommes politiques et

la plupart des économistes, aussi bien que par les banquiers eux-mêmes. La meilleure description de la façon dont nous en sommes arrivés là se trouve dans les différents écrits de Hy Minsky.

Le premier enseignement majeur qui s'impose aux banquiers centraux, et le plus évident, est que, loin de garantir la stabilité financière, la réalisation de la stabilité des prix peut dans certaines circonstances, en réduisant le risque en apparence, lui être même préjudiciable. Le deuxième enseignement, tout aussi évident, est que Bâle II s'est avéré décevant à de nombreux égards, car à la fois trop procyclique et trop axé sur les aspects microprudentiels, au détriment des aspects systémiques macroprudentiels. Le troisième enseignement est qu'il est totalement insatisfaisant, face à la faillite d'un intermédiaire financier d'importance systémique, d'avoir à choisir entre la liquidation et un soutien public direct (à la charge du contribuable). Le quatrième enseignement est que les envolées de l'immobilier (résidentiel et/ou commercial) sont particulièrement dangereuses pour l'économie en raison de leur imbrication avec le système bancaire.

Nous analyserons tour à tour chacun de ces enseignements.

I | Instruments alternatifs

Les banques centrales ont parfois été comparées à des joueurs de golf n'utilisant qu'un seul club, leur unique instrument efficace étant le contrôle du taux directeur à court terme. Compte tenu des préoccupations supplémentaires liées à la stabilité financière, les banques centrales devraient-elles se servir de cet instrument unique pour tenter de réaliser une forme de combinaison alliant la stabilité des prix et la stabilité financière en « allant à contre-courant » ? Personnellement, je répondrais « non ». Il n'est guère efficace de chercher à atteindre deux objectifs à l'aide d'un instrument unique (même en ajoutant les prix du logement à l'indice des prix à la consommation harmonisé européen – IPCH). La réalisation de la stabilité des prix a été une

véritable aubaine, et baisser la garde à un moment où les inquiétudes sont grandes en termes de tensions tant déflationnistes qu'inflationnistes serait, à mon avis, une erreur.

Si les banques centrales sont appelées à continuer de mettre l'instrument des taux d'intérêt au service de la réalisation de la stabilité des prix, faut-il confier la responsabilité de la stabilité financière macroprudentielle à une autre institution (une Autorité des services financiers) ? Ma réponse serait encore non et ce, pour de nombreuses raisons. Premièrement, l'un des principaux instruments permettant de faire face à la stabilité/l'instabilité financière est la capacité à fournir et à contrôler la liquidité, tant dans le contexte général des marchés qu'individuellement sous forme d'aide d'urgence. Deuxièmement, ni les marchés financiers ni la politique monétaire ne peuvent fonctionner dans des conditions d'instabilité extrême. Troisièmement, et par voie de conséquence, les banques centrales ont généralement déjà une responsabilité globale en matière de stabilité financière et disposent de professionnels en charge de cette activité.

Naturellement, jusqu'à ce que la borne zéro des taux d'intérêt soit atteinte, toute modification de l'offre de liquidité de banque centrale aura des conséquences sur les taux d'intérêt à court terme, avec quelques réserves mineures ayant trait au corridor des taux d'intérêt et aux anticipations (des niveaux futurs des taux d'intérêt à court terme).

Par conséquent, si nous devons renforcer le mandat des banques centrales en leur assignant un deuxième objectif, celui de la stabilité financière, des instruments supplémentaires seront nécessaires à cet effet. Un certain nombre d'entre eux peuvent être identifiés, comme les quotités de financement et la capacité d'emprunt sur le marché immobilier, les ratios d'endettement et les ratios de liquidité à long terme (*Net stable funding ratio* – NSFR) pour tous les intermédiaires financiers, et les ratios d'adéquation des fonds propres pondérés des risques pour les banques. Tous ces instruments devraient pouvoir être ajustés par un Comité de politique financière en fonction des circonstances.

Le problème ne consiste pas tant à identifier ces instruments qu'à les déployer de façon contracyclique. Dans un contexte de faillite ou de crise, le choc renforce souvent l'aversion au risque des marchés

et des banquiers à un point tel que la principale préoccupation des autorités est de les persuader de prendre *davantage* de risque, de crédits ou de levier d'endettement. Ainsi, la régulation ne peut réellement produire ses effets qu'en phase d'essor. Mais cette phase ne durerait qu'aussi longtemps que la plupart des acteurs du marché en décident ainsi ; or, la situation d'essor des marchés convient à toutes les parties concernées. Par conséquent, si une banque centrale annonçait qu'elle la juge « insoutenable » et décidait de prendre des mesures effectives et vigoureuses pour mettre un terme à cette « exubérance irrationnelle », elle déclencherait un tollé. Et si ces mesures réussissaient bel et bien à éviter une crise, on en déduirait qu'elles étaient tout simplement inutiles !

Le deuxième problème majeur est que les cycles, loin de revêtir une dimension mondiale, varient d'un pays et d'un marché à l'autre. Sans contrôle des mouvements de capitaux (ou même avec), les restrictions réglementaires affectant avec une acuité particulière certains intermédiaires, pays ou marchés spécifiques, susciteront des demandes d'égalité de traitement et de désintermédiation (c'est le problème des frontières).

Ainsi nous allons rencontrer des difficultés (et les banques centrales aussi) dans la mise en œuvre de mesures contracycliques pour réaliser la stabilité financière. Ces problèmes ne sont pas traités de façon très satisfaisante par les dispositions actuelles de Bâle III, que nous examinons ci-après.

2 | Bâle III

Outre leur aspect procyclique, les exigences de Bâle II étaient beaucoup trop faibles en termes de capacité d'absorption des pertes du noyau dur de fonds propres *Tier 1*, ne tenaient aucun compte de la liquidité, sous-estimaient fortement les besoins en fonds propres au regard des portefeuilles de négociation et ne permettaient pas de mesurer combien la pondération des risques était mal calibrée (ne tenant aucun compte de la forte corrélation avec le risque systémique inhérent à la composition des portefeuilles standard, par exemple en titres adossés à des créances hypothécaires). Par conséquent, la *Financial Services Authority* du Royaume-Uni avait considéré que Northern Rock respectait les exigences de Bâle II quelques mois avant de faire faillite, en

dépôt de la fragilité de son assise en fonds propres et d'un ratio d'endettement supérieur à 50 pour 1 qui lui aurait valu d'être jugée *gravement sous-capitalisée* aux États-Unis.

Ces derniers défauts, mais non pas réellement la procyclicité, ont été en partie traités dans Bâle III par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (CBCB). Certaines formes d'exigences de liquidité, un ratio de liquidité à court terme (*liquidity coverage ratio* – LCR) et un ratio de liquidité à long terme (NSFR) doivent être introduits, mais uniquement dans le cadre d'une phase d'observation et à partir de 2013. Le ratio de fonds propres durs (*Core Tier 1*) doit être relevé à 7 %, et, à longue échéance, des sanctions s'appliqueront si ce ratio revient de 7 % au seuil minimum de 4,5 %. Auparavant, le CBCB n'avait pas envisagé un régime de sanctions, aussi les ratios qu'il avait proposés étaient devenus des minimums, et les matelas de sécurité disponibles étaient ceux constitués par les marges étroites détenues au-dessus des seuils planchers.

En partie parce que la pondération des risques est mal conçue et qu'elle laisse libre cours à la spéculation, un garde-fou supplémentaire a été introduit sous la forme d'un ratio d'endettement mais, fixé à 33 pour 1 (3 %), il est beaucoup trop généreux. En outre, le ratio d'adéquation des fonds propres de 7 % pour le noyau dur est trop bas pour assurer une protection contre un repli sévère des marchés d'actifs (même s'il est prévu un complément, non encore défini, pour les institutions financières d'importance systémique). Il existe un vif débat autour de la question de savoir si le coût moyen pondéré du financement des banques augmenterait significativement au cas où ce ratio serait encore nettement relevé (ainsi que le préconisent nombre d'entre nous), et de la balance coûts/avantages qui en résulterait alors pour la société.

Il semble qu'on soit arrivé à une sorte de compromis en maintenant le ratio d'adéquation des fonds propres proposé, mais en le renforçant par des obligations convertibles conditionnelles (*CoCo-bonds*) et des obligations assorties de clauses d'action collective (*CAC bonds*), qui ont la faculté de se transformer en fonds propres capables d'absorber les pertes sous certaines conditions (prédéfinies) ; cet aspect sera développé dans la section suivante.

Or, même s'il en résulte une plus grande capacité d'absorption des pertes, aucune de ces mesures n'est

directement contracyclique. Bâle III apporte un volant contracyclique de cet ordre, mais seulement à concurrence de 2,5 % des actifs pondérés des risques, et à la totale discrétion de chaque banque centrale. Compte tenu de l'impopularité attachée à l'exercice de cette possibilité (cf. section 2), je doute qu'elle soit jamais très utilisée.

3 | Résoudre les défaillances bancaires

Le dispositif Bâle III n'empêchera donc probablement pas la survenue de faillites bancaires (ou d'autres institutions financières d'importance systémique). Les méthodes de gestion des défaillances bancaires ont notamment comporté :

- les fusions assistées ;
- les liquidations ;
- les nationalisations et/ou un coût assumé par les contribuables.

Ces options ont toutes de sérieux inconvénients. Les États-Unis s'en remettent (par la loi Dodd-Frank) à une combinaison alliant des dispositions testamentaires antérieures (*Living Wills*), une intervention renforcée de la FDIC dans les liquidations et une charge *ex post* imposées aux institutions financières d'importance systémique restantes, consistant à supporter toute perte supplémentaire, afin de rendre les liquidations plus acceptables que par le passé. Je doute personnellement que cela puisse marcher et, si c'est le cas, je me demande comment.

Les Européens cherchent une autre source de financement pour absorber les pertes associées à une faillite bancaire. Cette source supplémentaire sera le détenteur d'obligations bancaires et la méthode proposée passe par les obligations convertibles conditionnelles et les clauses d'action collective (mais pas avant 2013). Mon inquiétude, en ce qui concerne ces obligations et ces renflouements, est de trois ordres. Les questions techniques complexes seront-elles traitées correctement ? Si une conversion conditionnelle ou une clause d'action collective est déclenchée, cela n'entraînera-t-il pas une contagion plus grande encore qu'à présent aux autres banques ? Si la garantie implicite des obligations bancaires (senior)

disparaît, ne nous dirigerons-nous pas vers un monde (à la Modigliani-Miller) dans lequel la structure des engagements bancaires est sans effet sur les coûts globaux de financement ? Si c'est le cas, relever le niveau des fonds propres purs revient largement au même, tout en étant plus simple, que de renforcer ces fonds propres par des obligations convertibles conditionnelles et des clauses d'action collective.

4 | Maîtriser les cycles de l'immobilier

Favoriser l'accès à la propriété a été un axe majeur de politique publique dans de nombreux pays, notamment dans les pays anglo-saxons. Comme mentionné plus haut, la réglementation ne peut être réellement efficace que pour maîtriser une phase d'envolée. Bien qu'il existe plusieurs instruments

utilisables à cet effet, notamment différentes formes de taxation, ainsi que les quotités de financement et les taux d'endettement, leur utilisation à des fins contracycliques rencontrerait davantage encore d'opposition (politique) que, par exemple, des modifications contracycliques du ratio d'adéquation des fonds propres des banques ou des exigences de liquidité.

Nous avons besoin d'une ou de plusieurs règles prédéfinies, reliant par exemple les quotités de financement ou la fiscalité immobilière à une combinaison de performances en matière de crédit bancaire et de prix de l'immobilier. Aucune règle n'est parfaite, mais l'approche par le principe « se conformer ou s'expliquer » permet de gérer la faillibilité de la règle. Pourtant, les banques centrales s'accrochent avec une grande détermination à leurs précieux pouvoirs discrétionnaires. Voilà une leçon qu'elles n'ont pas apprise.

José DE GREGORIO

Gouverneur

Banque centrale du Chili

Je suis très heureux d'avoir été invité à participer à ce panel sur *Les enseignements de la crise pour le rôle des banques centrales*¹. La crise a révélé des faiblesses dans le fonctionnement des marchés financiers et dans les cadres réglementaires et prudentiels de plusieurs économies avancées, qui ont connu des années marquées par une expansion du crédit et un endettement à effet de levier qui se sont avérés en définitive non soutenables. De nombreux enseignements peuvent en être tirés afin de réduire la probabilité d'une nouvelle crise de cette ampleur. En effet, nombre des mesures qui ont été mises en œuvre durant la crise récente et qui ont contribué à éviter une catastrophe, ont été inspirées des leçons de la Grande dépression.

Mais, cet épisode récent a également révélé les atouts des cadres de politique publique et des systèmes financiers dans les économies de marché émergentes qui ont permis de limiter les effets de la plus grave crise mondiale depuis la Grande dépression. La prudence budgétaire, des banques centrales plus autonomes, une inflation faible, des taux de change flexibles, ainsi qu'une réglementation et une surveillance financières en cohérence avec leur faible degré de développement financier, ont été les facteurs clés de cette réalisation sans précédent. Nombre de ces enseignements ont été durement appris, au fil de décennies de mauvaise gestion macroéconomique et au prix de plusieurs expériences coûteuses de crises monétaires et financières.

Aujourd'hui, toutefois, je voudrais mettre l'accent sur les défis de la gestion macroéconomique auxquels sont confrontées les économies de marché émergentes dans l'environnement mondial actuel. En effet, la reprise à deux vitesses de l'économie mondiale crée des tensions dans les économies de marché émergentes, exerçant des pressions sur la gestion macroéconomique, en particulier, dans un contexte de tensions inflationnistes, d'entrées de capitaux et d'appréciation de la monnaie. Je m'attacherai à ces défis, en commençant par la politique monétaire et l'appréciation du taux de change, avant de passer à des questions liées à la stabilité financière.

I | L'inflation et l'appréciation de la monnaie

La conduite de la politique monétaire par des banques centrales indépendantes dotées du mandat explicite de maintien de la stabilité des prix a été essentielle pour permettre la mise en œuvre de mesures monétaires contracycliques dans les économies de marché émergentes pendant la Grande récession. Aujourd'hui, une orientation appropriée de la politique monétaire doit éviter l'accumulation de tensions inflationnistes dans un contexte mondial de renchérissement des matières premières et d'activité économique proche du maximum de ses capacités dans de nombreuses économies de marché émergentes. Ne pas agir de manière décisive pour contrer les tensions inflationnistes affaiblira la crédibilité, ce qui aura des conséquences négatives sur la capacité à maintenir une inflation stable avec de faibles coûts de production dans l'avenir.

La principale crainte des autorités en matière de resserrement de la politique monétaire est probablement de renforcer l'appréciation de leur monnaie. La politique monétaire dans les économies avancées étant supposée rester durablement très expansionniste, de nombreuses économies de marché émergentes qui ont durci leur politique monétaire ont également observé une appréciation de leur devise. En ne traitant pas les tensions inflationnistes en temps opportun, elles pourraient toutefois s'exposer à une surchauffe de l'économie et à une hausse de l'inflation.

La plupart des économies émergentes ont largement profité de l'ouverture commerciale et d'une croissance tirée par les exportations, aussi leurs inquiétudes suscitées par l'appréciation du taux de change sont-elles justifiées. Cependant, il est important d'opérer une distinction entre l'appréciation réelle (la variable pertinente du point de vue de la compétitivité) et l'appréciation nominale. Des actions sur le taux de change visant à limiter l'appréciation du taux de change réel n'auront que des effets

¹ L'auteur remercie vivement Rodrigo Cifuentes, Kevin Cowan, Luis Oscar Herrera et Enrique Orellana pour leurs commentaires et les échanges qu'ils ont eus.

temporaires, ce qui pourrait donner un temps précieux à l'économie pour s'ajuster à un nouvel environnement mondial et donc être pertinentes du point de vue du bien-être, mais ne sauraient être considérées comme un outil permanent de soutien de la compétitivité. Pour conforter le taux de change réel, des actions réelles doivent être entreprises, comme celle d'accroître l'épargne domestique. Il est temps de reconstituer des volants de précaution budgétaires dans les économies de marché émergentes et d'accélérer le rythme des réformes pour réaliser des gains de productivité permettant de soutenir la compétitivité.

Il est important de remarquer que la vigueur économique des économies de marché émergentes comparée à celle des économies avancées est la raison principale de l'appréciation de leur taux de change réel. En outre, la correction des déséquilibres mondiaux requiert à la fois une augmentation de la consommation dans les économies excédentaires et un déplacement de cette demande accrue vers des biens produits par les économies avancées, d'autant plus que, dans ces dernières, la croissance de la demande intérieure sera atone en raison du processus de désendettement de l'après-crise. Les ajustements des prix relatifs à travers le monde devraient favoriser ce processus. De nombreuses économies de marché émergentes ont tenté de limiter l'appréciation de leur monnaie par des interventions de change, avec un succès mitigé. Le Chili est l'un des derniers pays à avoir rejoint ce groupe. D'autres économies ont cherché à recourir au contrôle des mouvements de capitaux ou à la réglementation macroprudentielle, non seulement pour des raisons liées au taux de change, mais également pour éviter l'accumulation excessive du risque de marché ou de liquidité associé à la position de change.

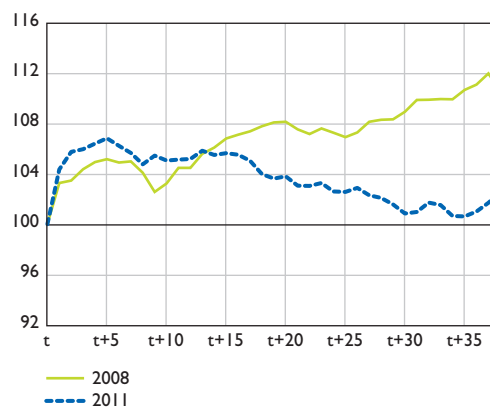
En janvier de cette année, nous avons annoncé un programme d'accumulation de réserves de change à hauteur de 12 milliards de dollars, soit environ 5 % du PIB. Cette mesure répond à un double objectif. D'une part, elle devrait soulager les tensions sur le taux de change, facilitant l'ajustement de l'économie à l'environnement international actuel. D'autre part, elle devrait augmenter la position extérieure de liquidité du Chili, la portant à 17 % du PIB environ. En effet, on peut observer qu'un niveau

de réserves élevé permet aux économies de mieux résister aux perturbations financières, même si elles ne sont généralement pas utilisées massivement. Les réserves ont un effet dissuasif s'opposant aux brusques inversions de flux de capitaux². De plus, les réserves permettent aux banques centrales d'instaurer de façon crédible des facilités de liquidité en devises. Ces instruments ont largement contribué à normaliser les marchés de la dette à court terme en monnaie nationale et en devises dans de nombreuses économies de marché émergentes pendant la récente crise mondiale.

Après avoir d'abord enregistré une forte dépréciation, le peso s'est renforcé, retrouvant même pendant quelques jours des niveaux comparables à ceux qui ont précédé l'annonce de l'intervention. Cette évolution contraste fortement avec l'expérience de la précédente période d'accumulation de réserves de change, amorcée en avril 2008 (cf. graphique 1). Lors de cet épisode et avec l'intensification de la crise financière mondiale, il avait été jugé approprié d'accumuler environ 4 % du PIB sur une période de huit mois. Ce processus a été interrompu après la faillite de Lehman Brothers qui a déclenché une forte dépréciation de la plupart des monnaies des économies de marché émergentes. Durant cet épisode, le peso s'est régulièrement déprécié, de près de 18 % entre début avril et fin août. Deux facteurs très importants permettent d'expliquer

Graphique 1 Taux de change nominal

(peso contre dollar ; le jour de l'annonce de l'intervention = 100)



Source : Banque centrale du Chili

2 Pour plus de précisions, cf. "International reserve holdings in emerging markets" par José de Gregorio, document de politique économique de la Banque centrale du Chili n° 40, janvier 2011

dans une grande mesure la différence entre ces deux épisodes. En 2008, le dollar s'est renforcé et le prix du cuivre a chuté. Aujourd'hui, le dollar est resté faible et le cours du cuivre a atteint des niveaux record (cf. graphique 2). Cet exemple montre à quel point les effets des interventions sont perturbés par les autres évolutions macroéconomiques. Au total, les estimations disponibles indiquent qu'en l'absence de telles interventions, le cours du peso serait de 3 % à 5 % plus élevé qu'il ne l'est aujourd'hui.

Pour les autorités des économies de marché émergentes, l'incertitude est grande concernant la durée de la période de découplage et de « tensions sur le taux de change ». Pour une part, les tensions seront persistantes, de nombreuses économies de marché émergentes s'étant montrées très résistantes pendant la crise actuelle, ce qui valide leurs cadres de politique publique. Cette résistance devrait se traduire par des primes de risque réduites pour les actifs qu'elles émettent. Toutefois, certaines tensions se révéleront temporaires et s'atténueront dès que l'activité aura repris plus fortement dans les économies avancées. Par conséquent, elles devraient s'affaiblir avec le temps, et cela dépend essentiellement de la robustesse de la reprise dans les économies avancées.

La différence de position dans le cycle entre les économies de marché émergentes et les économies avancées, avec ses conséquences pour les rendements et le risque relatifs attendus, entraîne d'importantes entrées brutes de capitaux dans les économies émergentes. Les entrées nettes de capitaux sont toutefois nettement inférieures aux niveaux observés

au début des années quatre-vingt-dix. En effet, actuellement, les économies de marché émergentes dégagent en moyenne des excédents de leur compte de transactions courantes, alors qu'au début des années quatre-vingt-dix, elles enregistraient majoritairement des déficits. S'agissant du Chili, nous n'avons pas encore observé d'entrées nettes de capitaux. Mais, à mesure que l'ajustement s'opère, nous devrions assister à une augmentation des entrées nettes de capitaux dans les économies de marché émergentes. De plus, de fortes entrées brutes de capitaux suscitent des inquiétudes du point de vue de la stabilité financière, sujet que je vais aborder maintenant.

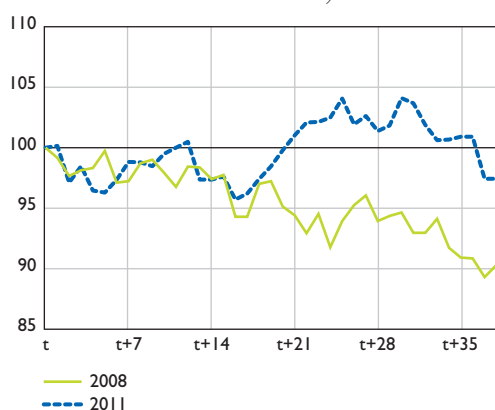
2 | La stabilité financière et les entrées de capitaux

Nous pouvons penser que les entrées de capitaux brutes irrégulières affectent la stabilité financière d'un pays de trois manières. La première est que, sur des marchés de petite taille et souvent illiquides, les entrées de capitaux peuvent entraîner une *hausse des prix d'actifs au-delà des fondamentaux*. Le problème se pose si les prix des actifs réagissent fortement aux entrées de capitaux, et si ces flux s'interrompent ou s'inversent brutalement. Une forte baisse des prix des actifs affecte les bilans des agents résidents et non résidents. Si, en outre, les achats d'actifs reposent fortement sur l'effet de levier, la baisse des prix des actifs peut déclencher des problèmes de solvabilité, comme ceux de la crise des *subprime*. De plus, des réductions sévères de leurs positions sur les marchés domestiques par les non-résidents peuvent également créer une volatilité excessive sur les marchés de change, le pays étant délaissé par les investisseurs. En raison de ces effets de chaîne, une inversion ou même un ralentissement des entrées de capitaux peut affaiblir significativement la stabilité financière de l'économie locale et aussi, potentiellement, celle des économies à l'origine du financement de ces entrées.

Une deuxième source de vulnérabilités peut découler des *flux transfrontières qui fournissent un financement de la dette* des agents résidents. Il peut s'agir d'intermédiaires financiers ou de sociétés non financières, et le financement peut être effectué par des dépôts ou par des prêts. Si les prêts sont à court terme, cela peut se traduire par des asymétries d'échéances. Si les prêts sont libellés en devises, il faut également tenir compte du risque d'asymétries

Graphique 2 Cours du cuivre

(jour de l'annonce de l'intervention = 100)



Source : Bloomberg

de devises. Le problème se pose si les agents résidents n'internalisent pas correctement ces risques ou si la réglementation devant limiter ces risques dans le secteur financier est inappropriée.

Une troisième source de problèmes réside dans la possibilité que les flux de capitaux *accroissent la taille et la complexité* du système financier local, et que ce processus révèle des faiblesses dans la structure de réglementation et de surveillance. Si, par exemple, l'accès au financement externe n'a pas été aisé dans le passé pour certains intermédiaires, la prise de conscience des asymétries de devises peut être faible pour ces institutions ou pour leurs clients, et n'être pas traitée correctement dans le cadre réglementaire. De même, la disponibilité de nouveaux financements peut entraîner une croissance du crédit à un rythme plus rapide que celui de la capacité de surveillance nécessaire au suivi de sa qualité.

Ces trois sources de risque appellent des mesures différentes.

La première approche en matière de *traitement des distorsions de prix d'actifs* consiste, pour les autorités, à communiquer leurs points de vue quant à l'ampleur potentielle de ces distorsions et leurs conséquences pour la stabilité financière. Ces « interventions verbales » sont relativement communes s'agissant du taux de change. Je ne vois aucune raison de ne pas les utiliser également pour d'autres actifs comme les obligations et les actions, puisqu'il s'agit de variables pertinentes du point de vue de la stabilité macroéconomique et financière. En effet, l'expérience récente a montré que les banques centrales doivent s'affirmer et communiquer davantage sur la question de la conduite des systèmes financiers. Dans notre dernier *Rapport sur la stabilité financière*, nous avons fait état d'éléments indiquant une certaine surévaluation des cours boursiers au Chili, mais nous avons également souligné que la stabilité financière n'était pas menacée par des corrections potentielles, fussent-elles fortes, de ces cours. Naturellement, procéder à cette évaluation n'est pas une tâche facile (la modélisation des prix d'actifs étant complexe) et il n'appartient pas aux banques centrales de communiquer en continu des évaluations de prix d'actifs. Par conséquent, ce type de communication doit être exceptionnel et réservé au contexte d'un débat sur les implications potentielles de ces évolutions de prix pour la stabilité financière présente et future. De plus, la communication doit

être effectuée en temps opportun, avant que les vulnérabilités ne s'accumulent.

Par ailleurs, les banques centrales peuvent choisir de participer à des marchés financiers soumis à des distorsions lorsque la stabilité financière est menacée, comme parfois, dans les économies de marché émergentes, par l'accumulation de réserves et les interventions de change, ou comme, dans les économies avancées, par des interventions sur le marché de la dette et d'autres marchés d'actifs. Toutefois, des interventions dépassant le cadre des marchés de change doivent être vraiment exceptionnelles et n'être entreprises que pour maintenir la stabilité financière ou compléter la politique monétaire.

Une autre façon de contrôler la vulnérabilité du système aux retournements des prix d'actifs est de limiter le montant de la dette qui finance ces achats par des prix plus élevés ou d'augmenter les volants de fonds propres relatifs à cette dette. En termes de politiques macroprudentielles, il existe à cet effet de nombreuses possibilités. Parmi elles, des exigences de fonds propres plus élevées pour les intermédiaires qui participent à l'activité d'acquisition d'actifs financiers utilisant un levier d'endettement. Dans le même ordre d'idées, la réduction des quotités de financement des prêts hypothécaires, l'accroissement des provisions pour les prêts au logement ou le durcissement des exigences de fonds propres pour les prêts hypothécaires sont tous des choix valides si la distorsion concerne le marché de l'immobilier résidentiel. Plusieurs pays d'Asie ont largement recouru au plafonnement des quotités de financement ces toutes dernières années pour réduire les risques d'envolée des prix de l'immobilier. Toutefois, le choix de l'outil à utiliser dépendra du contexte institutionnel propre à chaque pays, du fonctionnement du système financier et de l'actif dont le prix est faussé. Au Chili, par exemple, s'il était établi que les prix de l'immobilier résidentiel étaient faussés et que les prêteurs n'internalisaient pas correctement cette distorsion, le surintendant des banques et des institutions financières (SBIF) serait autorisé à relever les provisions et les exigences de fonds propres sur les prêts au logement.

Pour gérer les risques découlant du *développement de la dette transfrontière*, il faut, au moins, que la réglementation prudentielle existante garantisse un traitement approprié du risque de liquidité de

financement par les intermédiaires financiers. Cependant, cela peut souvent entraîner un simple transfert de ce risque au secteur non financier. Par conséquent, les volants de liquidité en devises constitués de réserves internationales ont un rôle à tenir.

Les vulnérabilités en termes de risque de change qui vont souvent de pair avec l'accroissement de la dette en devises étrangères, méritent une attention particulière. Par le passé, nous avons assisté à de nombreuses crises résultant de l'accumulation par les banques et les sociétés non financières d'un endettement en devises non couvert. Ce fut l'un des principaux amplificateurs de la crise bancaire chilienne du début des années quatre-vingt, lorsque les entreprises du secteur domestique ont accumulé des montants considérables de dette libellée en dollars au cours d'une période de taux de change fixe et d'ouverture du compte de capital. Cette accumulation a également été un facteur important de la crise mexicaine de 1995, de la crise asiatique et, plus récemment, des problèmes financiers dans certains pays d'Europe orientale. En revanche, un faible degré d'asymétrie des devises a permis aux banques centrales de nombreuses économies de marché émergentes de réduire agressivement leurs taux d'intérêt en réponse à la diminution de la demande pendant la crise. Dans le passé, on redoutait une dépréciation du taux de change imputable aux asymétries des devises.

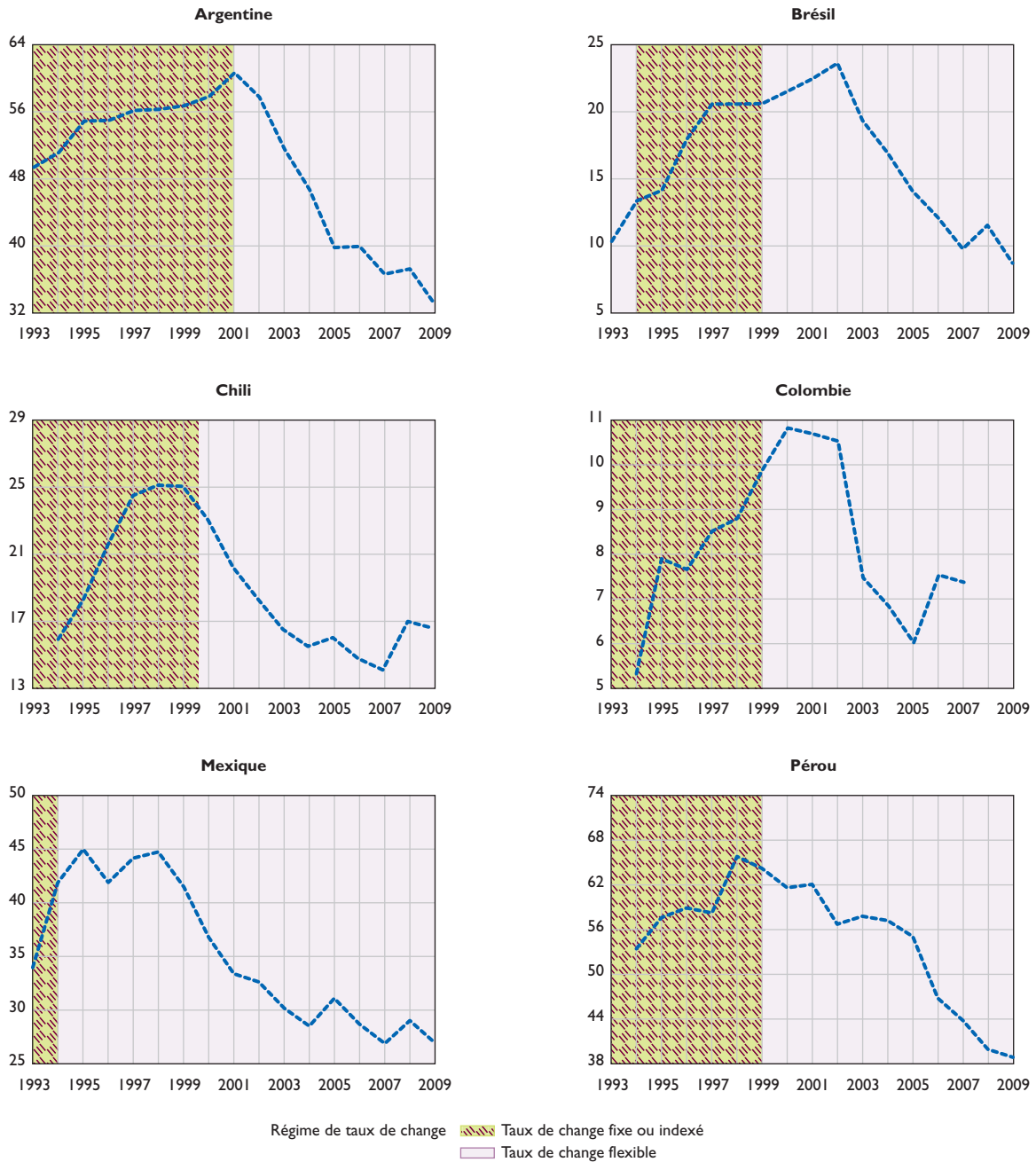
La flexibilité du taux de change est un élément essentiel de tout *policy mix* visant à réduire ces asymétries. Il s'agit en effet d'un exemple de politique macroéconomique qui contribue également à la

stabilité financière. Dans le cas du Chili, comme ailleurs en Amérique latine, nous avons constaté la diminution des asymétries après la mise en flottement des monnaies à la suite de la crise asiatique, les agents et les régulateurs s'étant adaptés à une volatilité accrue du taux de change (cf. graphique 3). En fait, la réglementation bancaire ne devrait pas seulement intégrer les risques de change explicitement, mais aussi indirectement, en tenant compte des risques de crédit que les asymétries de devises font peser sur le secteur des entreprises.

Enfin, la *croissance du système financier en taille et en complexité qui accompagne souvent les flux de capitaux* nécessite un processus continu de révision de la réglementation microprudentielle. L'un des principaux éléments à prendre en considération ici est le périmètre de la régulation et de la surveillance financière. Tout d'abord, en période d'abondance de capitaux étrangers, les intermédiaires qui n'ont pas accédé au financement transfrontière pourraient commencer à y recourir, alors qu'une régulation adéquate et une gestion interne du risque appropriée font défaut. De plus, si les règles prudentielles relatives aux intermédiaires traditionnels sont durcies lors de ces épisodes, les incitations à se passer de ces intermédiaires en sont accrues. Un autre élément à prendre en considération est la vitesse à laquelle les innovations financières sont intégrées dans les économies à revenu intermédiaire. Il est évident que les grandes institutions financières mondiales sont incitées à élargir la gamme de leurs services financiers. Toutefois, la vitesse de ce processus doit être, si possible, adaptée à la capacité des autorités de régulation et de surveillance à suivre les risques potentiels résultant de ces changements, et à y réagir.

Graphique 3 Dollarisation des dettes des sociétés non financières en Amérique latine

(en pourcentage, moyenne annuelle pour l'ensemble des entreprises)



Source : FMI

S'agissant de la politique monétaire, le principal défi pour les économies de marché émergentes consiste aujourd'hui à éviter des écarts persistants de l'inflation par rapport à sa cible, en particulier dans un environnement caractérisé par une forte hausse des prix des matières premières agricoles et du pétrole. Des variations des prix relatifs doivent avoir lieu, mais le risque de propagation aux autres prix doit être contenu, notamment dans les économies qui, à l'instar du Chili, tournent pratiquement au maximum de leurs capacités. La politique monétaire ne peut pas être subordonnée à des objectifs de taux de change, même lorsque des mesures destinées à atténuer l'appréciation du taux de change ont été adoptées. C'est la raison pour laquelle le Chili a mis en place des interventions stérilisées d'une manière totalement transparente, l'ampleur des achats de devises étant annoncée à l'avance. Cela permet de préserver l'indépendance de la politique monétaire pour stabiliser l'inflation.

En ce qui concerne la stabilité financière, j'ai souligné plusieurs questions importantes pour les économies de marché émergentes, mais une coopération est nécessaire au niveau mondial. À mon sens, le récent débat relatif aux entrées de capitaux a été trop orienté selon le point de vue des pays destinataires. Bien que cette perspective soit certainement pertinente, elle est incomplète. Les risques d'asymétrie excessive des devises, de surévaluation des actifs, de complexité des produits et d'autres, sont également importants pour les institutions qui réalisent ces investissements, qu'il s'agisse de grandes banques actives à l'international, de fonds de pension à prestations définies ou de sociétés d'assurance. Ainsi, le traitement des risques mondiaux pour la stabilité financière impose que les pays source suivent et contrôlent aussi efficacement ces risques grâce à une surveillance et une régulation appropriées.

Olivier JEANNE

Professeur

Université Johns Hopkins, Baltimore

À l'origine, l'activité de banque centrale est née de la collusion entre le souverain et le secteur financier. Une bonne illustration (puisque cette conférence se tient dans le salon Napoléon de l'hôtel Westin !) est la création de la Banque de France par Napoléon Bonaparte en 1800. L'objectif de Napoléon était d'avoir une institution qui serait plus disposée à financer le Trésor que les banquiers privés parisiens, en échange de quoi il était prêt à accorder à la nouvelle institution un privilège exclusif d'émission de billets de banque à Paris. Les premières années de la Banque ont été marquées par des conflits entre les banquiers privés auxquels elle appartenait et Bonaparte ¹, qui « voyait qu'ils utilisaient la Banque pour servir leurs intérêts propres » (Liesse, 1911, cité par Goodhart, 1988). Ces conflits ont conduit à promulguer une nouvelle loi garantissant, quelques années plus tard, que le gouvernement de la Banque était directement nommé par le chef de l'État.

La genèse de la Banque de France illustre une tendance plus générale. Comme l'écrit Goodhart (1988, p. 19-20) : « *De manière générale, les banques centrales ont été initialement créées au XVIII^e et au XIX^e siècles pour apporter un financement à des conditions avantageuses et bonifiées au gouvernement d'alors, et ont été souvent récompensées en retour par l'octroi d'un certain monopole des droits d'émission de billets.* »

Il s'ensuit que, si l'on essaie de définir l'objectif de l'activité de banque centrale en termes de théorie des choix, l'objectif premier était de maximiser le bien-être commun du souverain et des financiers.

À l'évidence, nous vivons une époque différente. Les banques centrales ont des objectifs essentiellement *macroéconomiques*, et ces objectifs sont souvent exposés explicitement dans un mandat qui constitue une sorte de « contrat » passé entre la banque centrale et la société. L'objectif est de maximiser le bien-être de la société (souvent représentée, dans les modèles modernes, par un « consommateur représentatif »). Cela étant, les tensions entre la banque centrale,

le souverain et les financiers, qui existaient à la naissance de l'activité de banque centrale, sont encore présentes et je dirais que la crise leur a donné une importance nouvelle. Mes remarques seront organisées en trois parties. Tout d'abord, je décrirai le nouveau consensus sur la politique monétaire et la façon dont il a été révisé en réponse à la crise. Je parlerai ensuite de la relation qui existe entre la banque centrale et les financiers, puis du lien entre la banque centrale et le souverain.

I | Le « nouveau consensus »

La théorie et la pratique de l'activité de banque centrale sont en constante évolution. Le principal objectif, depuis la chute de l'étalon-or, a été d'« inventer » un nouveau point d'ancrage nominal pour remplacer l'or. Cet effort a abouti, à la fin du siècle dernier, à un consensus sur la politique monétaire qui peut être décrit comme suit ² :

- les objectifs de l'activité de banque centrale sont *macroéconomiques*, d'abord en termes d'inflation, et ensuite en termes de production ou d'emploi ;
- le cadre institutionnel de la politique monétaire doit garantir l'indépendance et la responsabilité des banques centrales.

Ces idées sont reprises dans le mandat des banques centrales ayant une stratégie de cible d'inflation, et sont également intégrées dans la pratique adoptée par beaucoup de banques centrales qui n'ont pas adopté de régime de cible d'inflation formel. Le mode d'organisation optimal de l'activité de banque centrale a été décrit, en termes théoriques, comme un « contrat » passé entre la société et le banquier central (Walsh, 1995).

La crise financière a remis en cause la validité de ce consensus. La principale critique formulée était que,

¹ La nouvelle institution était détenue par des actionnaires privés, des banquiers pour l'essentiel, mais aussi par des membres de la famille Bonaparte.

² Je donne ici une définition assez minimaliste du nouveau consensus, qui laisse de côté les différences significatives dans la manière dont les banques centrales mettent en pratique la politique monétaire parce que ces différences ne sont pas essentielles pour les points que je vais soulever.

en se concentrant sur les objectifs macroéconomiques, la banque centrale avait négligé la stabilité financière. Cela a donné lieu à de nombreux débats sur la façon dont les politiques de stabilité financière pouvaient être améliorées, et sur l'étendue du rôle que devraient jouer les banques centrales dans la prise en charge de ces politiques. Il est généralement admis qu'en situation de crise, la liquidité devrait être fournie par les banques centrales, mais des divergences de vues se manifestent quant au rôle de ces dernières dans la régulation et la surveillance prudentielles (Blinder, 2010). Néanmoins, la tendance générale semble être de donner plus de pouvoir aux banques centrales dans ces domaines.

La question de savoir si la politique monétaire devrait poursuivre des objectifs de stabilité financière en sus de ses objectifs macroéconomiques est également posée. Notamment, en cas d'envolée des prix des actifs et de flambée du crédit, le taux d'intérêt devrait-il être relevé au-dessus du niveau requis par les objectifs d'inflation et de production afin d'atténuer le risque de crise³ ? La réponse affirmative à cette question est fondée sur ce que l'on pourrait appeler une vision « holistique » de la politique monétaire, c'est-à-dire l'idée que tous les instruments (y compris la fixation du taux d'intérêt) doivent être mis au service de la poursuite de tous les objectifs (dont celui de la stabilité financière). La vision opposée (que l'on pourrait appeler « réductionniste ») est que la politique monétaire doit exclusivement demeurer au service de ses objectifs macroéconomiques, tandis que la stabilité financière doit être recherchée à l'aide d'autres instruments, telles que les politiques macroprudentielles (cf. par exemple Svensson, 2010).

Ces débats sont toujours d'actualité et il est sans doute prématuré de chercher à définir les contours d'un nouveau consensus post-crise. Cela étant, les observations recueillies auprès des banques centrales suggèrent une tentative de préserver la pureté du « contrat macroéconomique » pour les banquiers centraux. Selon les arguments avancés, les politiques de stabilité financière ayant failli avant la crise, ce sont elles qui doivent être corrigées. Dans ces conditions, il n'est pas nécessaire de réviser en profondeur le consensus sur la politique monétaire

elle-même : elle doit continuer de se concentrer sur ses objectifs macroéconomiques.

Il me semble que ce nouveau consensus comporte des avantages. Il est sans doute plus efficace de développer de nouveaux instruments plutôt que de poursuivre des objectifs toujours plus nombreux à l'aide du seul taux d'intérêt. En outre, la politique monétaire est sans doute un instrument trop approximatif pour s'attaquer aux déséquilibres financiers lorsqu'ils apparaissent dans certains secteurs de l'économie. Dans la zone euro notamment, les phases d'envolée et de chute du crédit et du prix des actifs se manifestent souvent au niveau national, et doivent donc être gérées avec des instruments autres que la politique monétaire.

Le principal problème que soulève le nouveau consensus, d'après moi, n'est pas celui d'un manque de cohérence intellectuelle, mais d'un manque de *réalisme* concernant les défis engendrés par la crise qui se poseront à l'activité de banque centrale. Ces défis sont, je dirais, liés au « péché originel » de l'activité de banque centrale — les relations triangulaires entre le banquier central, le financier et le souverain. J'examinerai successivement le financier et le souverain.

2 | Le banquier central et le financier

Ce qui était clair pour Napoléon Bonaparte, et qui fait défaut dans le modèle consensuel, c'est une représentation réaliste du secteur financier en tant qu'intérêt particulier. Le modèle consensuel est centré sur les problèmes d'agence qui se posent entre la banque centrale et le souverain (l'objectif étant de préserver la première des interventions discrétionnaires du second), mais il néglige ceux, plus subtils, qui peuvent se présenter vis-à-vis du secteur financier. Le secteur financier est présenté comme étant essentiellement passif : comme un marché d'obligations anonyme et parfaitement compétitif — ou comme une source de friction financière dans le canal de la transmission de politique monétaire.

Cependant, un thème nouveau et important a émergé de la crise, celui de l'appropriation (*capture*) de la

3 C'est la suite d'un débat déjà engagé avant la crise : cf., par exemple, Borio et Lowe (2002), Bordo et Jeanne (2002), Bernanke (2002). Ce débat est lié à, mais conceptuellement différent de, la question de savoir si la politique monétaire a contribué à causer la crise. Certains avancent que l'envolée du marché de l'immobilier aux États-Unis a été en partie provoquée par une politique de taux d'intérêt trop bas du point de vue des objectifs macroéconomiques de la politique monétaire (cf. par exemple, Taylor, 2007). J'ai tendance à me rallier à la vision opposée selon laquelle la politique monétaire était globalement alignée sur la règle de Taylor, étant donnée l'information disponible à l'époque (Bernanke, 2010), mais cela ne signifie pas que les taux d'intérêt n'auraient pas dû être plus élevés pour des raisons prudentielles.

politique économique par le secteur financier, en particulier aux États-Unis (cf. Johnson et Kwak, 2010, et les références y figurant). En effet, une raison de doter les banques centrales de pouvoirs de réglementation et de surveillance plus importants est l'idée qu'elles seront moins exposées au risque d'emprise que des agences titulaires d'un mandat plus restreint. Mais cela pose la question de la mesure dans laquelle les banques centrales elles-mêmes sont indépendantes du secteur financier en tant que groupe d'intérêt.

Ce n'est pas une question facile. Premièrement, il existe des raisons légitimes pour que la relation entre les banques centrales et le secteur financier soit symbiotique. L'activité de banque centrale, qu'elle relève de la politique monétaire ou de la stabilité financière, consiste essentiellement à gérer les anticipations du secteur financier. Selon toute logique, les banquiers centraux devraient prêter une attention soutenue à ces anticipations. Comprendre la façon de penser des financiers peut parfois revenir à penser comme eux.

Deuxièmement, les mécanismes par lesquels les banques centrales intègrent les objectifs du secteur financier sont implicites et indirects. Cela ne signifie pas, pour autant, qu'ils ne sont pas puissants. Par exemple, les banquiers centraux sont nommés par le souverain, et non par le secteur financier. Toutefois, ces nominations sont fondées sur la réputation professionnelle des candidats, qui est elle-même fortement influencée par l'opinion des investisseurs professionnels. Entre deux candidats par ailleurs également qualifiés pour le poste de gouverneur de la banque centrale, le souverain choisira probablement celui qui est le plus populaire auprès du secteur financier. Par conséquent, un banquier central soucieux de sa carrière devrait toujours être très attentif à sa réputation auprès du secteur financier⁴.

On pourrait opposer à cet argument que les banques centrales ne peuvent s'écarter par trop de leurs objectifs légitimes, parce qu'elles sont guidées ou contraintes par leur mandat. Mais, une fois encore, ce mandat concerne les objectifs *macroéconomiques* de la

politique monétaire, et laisse une marge de discrétion importante pour ce qui touche au secteur financier. Il reste beaucoup de place, dans les interstices du contrat macroéconomique, pour les intérêts du secteur financier. Le problème, en termes de théorie des contrats, est que le contrat du banquier central est « incomplet ».

Selon la logique de ce raisonnement, le modèle d'activité des banques centrales du monde réel est le suivant : ces institutions maximisent le bien-être du secteur financier sous contrainte du contrat macroéconomique avec la société. Un tel modèle est peut-être trop simpliste, mais il permet d'expliquer dans une certaine mesure la crise financière ainsi que la façon dont les banques centrales y ont répondu. Aux États-Unis par exemple, le contrat macroéconomique (inflation faible, chômage peu élevé) était rempli avant la crise, mais le Système fédéral de réserve (Fed) a utilisé de façon clairement insuffisante les outils de politique prudentielle qui étaient à sa disposition⁵. Les politiques menées par la Fed en réponse à la crise ont été interprétées à travers un prisme similaire par Buitier (2008)⁶.

Il est également difficile d'ignorer que, lorsque la « science de la politique monétaire » – pour reprendre la phrase de Clarida *et al.*, 1999 – va à l'encontre des préférences du secteur financier, c'est ce dernier qui tend à l'emporter. Considérons par exemple l'action de la politique monétaire placée sous la « contrainte de taux zéro » sur le taux d'intérêt nominal. Avant la crise, une littérature abondante consacrée à la trappe à liquidité japonaise était arrivée à la conclusion que la politique d'assouplissement quantitatif ne fonctionne que si elle entraîne une hausse du taux d'inflation anticipé (Krugman, 1998 ; Eggertsson et Woodford, 2003 ; Walsh, 2010). Il en résulte que la banque centrale doit essayer d'augmenter le niveau d'inflation anticipé en menant une politique d'« orientation prospective » (*forward guidance*) du taux directeur futur. Cette conséquence découle non seulement des modèles stochastiques et dynamiques d'équilibre général (DSGE), de plus en plus utilisés par les banques centrales, mais aussi de tout autre modèle dans lequel la politique monétaire agit à travers le taux

4 Autrement dit (si l'on n'apprécie pas une vision du monde dans laquelle les opinions sont énoncées en fonction de l'intérêt personnel), les individus qui pensent sincèrement que ce qui est bon pour le secteur financier est bon pour le pays ont plus de chance de remporter le titre de gouverneur de banque centrale.

5 La Fed ne disposait pas de tous les outils qu'elle aurait souhaité avoir rétrospectivement, mais elle n'a pas utilisé efficacement ceux qui étaient disponibles, ce qui suggère que le manque d'instruments n'était pas le seul problème.

6 Buitier (2008) parle de « capture cognitive de la réglementation » de la banque centrale américaine par Wall Street : « Tout au long des dix mois de la crise, il est difficile de ne pas avoir l'impression que la Fed est trop proche des marchés financiers et des institutions financières de premier plan, et trop sensible à leurs demandes particulières, pour prendre les bonnes décisions pour l'économie dans son ensemble. »

d'intérêt réel et où les anticipations sont prospectives. Il a été reproché aux autorités monétaires japonaises de ne pas l'avoir compris.

Toutefois, quand la Fed et d'autres banques centrales se sont heurtées à la contrainte de taux zéro, ces institutions aussi ont essentiellement eu recours à l'assouplissement quantitatif, et très peu à l'orientation prospective⁷. Il peut y avoir de bonnes raisons à cela : notamment, le fait que l'orientation prospective des anticipations d'inflation peut s'avérer difficile à mettre en œuvre sans compromettre la crédibilité à long terme de la politique monétaire. Mais il est également difficile de ne pas relever que le secteur financier devrait préférer l'assouplissement quantitatif à la hausse de l'inflation, parce que la première option pousse les prix des actifs à la hausse, tandis que le second processus tire les prix des actifs à revenu fixe à long terme vers le bas.

Comment résoudre ce problème ? Idéalement, il faudrait « compléter » le contrat passé entre la banque centrale et la société afin de traiter les problèmes d'agence avec le secteur financier comme ils l'ont été avec le souverain. Le problème est qu'il est difficile, voire impossible, d'établir des contrats de politique de stabilité financière qui seraient dotés des mêmes obligations de transparence et de responsabilité que pour la politique monétaire. Cela est intrinsèquement plus difficile parce que le résultat des politiques de stabilité financière est difficile à observer et à mesurer. Comme l'ont montré Laffont et Tirole (1991), c'est exactement le type d'environnement dans lequel l'emprise réglementaire tend à apparaître.

Quelle incidence cela a-t-il pour la politique publique ? Premièrement, il me semble que le débat autour de l'appropriation de la politique économique par le secteur financier a de beaux jours devant lui. Les banques centrales s'impliquant de plus en plus dans les politiques de stabilité financière, elles devront trouver des moyens crédibles de dissiper les soupçons selon lesquels elles se préoccupent des intérêts du secteur financier plus que de ceux de la société dans son ensemble. Un échec dans ce

domaine affaiblirait la légitimité de l'indépendance des banques centrales, y compris dans le domaine de la politique monétaire.

Deuxièmement, une approche de l'activité de banque centrale par la théorie des contrats incomplets peut justifier une vision holistique de la politique monétaire dans laquelle le taux d'intérêt est aussi utilisé pour atteindre des objectifs en termes de stabilité financière. L'idée selon laquelle la politique monétaire peut se concentrer exclusivement sur des objectifs macroéconomiques n'est valable que si l'opinion publique est convaincue de l'efficacité de la politique de stabilité financière. Mais s'il y a des raisons d'en douter, on est sans doute en droit de demander à la banque centrale d'aller à contre-courant des phases de flambée financière d'une façon *vérifiable*, en relevant le taux d'intérêt.

3 | Le banquier central et le souverain

Le modèle consensuel de la politique monétaire suppose la *prépondérance monétaire* (*monetary dominance*), c'est-à-dire que les autorités monétaires ne monétisent pas la dette publique. Cela signifie qu'un état insolvable doit procéder à un ajustement budgétaire, ou faire défaut. La prépondérance monétaire est une hypothèse basique (si basique qu'elle n'est généralement pas formulée) du modèle consensuel. Toutefois, en raison des conséquences budgétaires de la Grande récession (et du vieillissement de la population), les économies avancées se dirigent vers une nouvelle période de tensions budgétaires. La question se pose donc de savoir comment un conflit entre prépondérance monétaire et prépondérance budgétaire se solderait dans les économies avancées⁸.

La première question à se poser dans un conflit de cet ordre est la suivante : qui est le gagnant ? Concrètement, le test révélateur de la prépondérance monétaire est de savoir si la banque centrale viendrait au secours du Trésor ou si elle le laisserait faire faillite au moment crucial, c'est-à-dire lorsqu'il

7 Ainsi, le président de la Fed a fait d'importants efforts pour rassurer l'opinion publique et le Congrès sur le fait que la stratégie de sortie n'entraînerait pas de hausse de l'inflation. Je laisse ici de côté une nuance importante entre « l'assouplissement quantitatif » et « l'assouplissement des conditions du crédit ». L'achat d'obligations à long terme peut réduire l'écart de rendement entre les obligations à court et long termes, mais l'incidence de cette politique semble relativement limitée (Gagnon et al., 2011).

8 Ce conflit est déjà visible dans la zone euro, mais sous une forme assez particulière puisqu'il implique une seule autorité monétaire indépendante et dix-sept autorités budgétaires très peu coordonnées entre elles. Même si ce cadre semble particulièrement favoriser la prépondérance monétaire, il est frappant de constater combien il semble difficile de laisser un pays faire faillite.

s'avère incapable de refinancer sa dette auprès des prêteurs privés. Nous devons admettre que nous ne connaissons pas la réponse à cette question et que cela peut dépendre des pays considérés.

J'ai essayé de me faire une idée plus précise de la réponse dans le cas des États-Unis, en posant la question à quelques économistes qui travaillent ou ont travaillé à la Fed. Pour l'écrasante majorité de mes interlocuteurs, il est impensable que la Fed laisse l'État américain faire faillite. Les raisons données allaient des conséquences systémiques d'une faillite pour le secteur financier au constat que le Trésor américain n'avait jamais fait faillite au cours de son existence. Un seul interlocuteur estimait qu'une faillite était possible, bien qu'improbable.

En outre, les données historiques n'indiquent pas que la prépondérance monétaire (lorsqu'elle est vraiment mise à l'épreuve) soit fréquente. J'ai cherché en vain un exemple d'État incapable d'honorer sa dette alors qu'elle pouvait être monétisée et que l'inflation était faible. Il existe évidemment de nombreux exemples de faillites d'État dans la période moderne (passées en revue par Reinhart et Rogoff, 2009), mais elles se sont généralement produites lorsque la dette était libellée en devise étrangère ou indexée de telle façon qu'elle n'était pas facile à monétiser, ou lorsque la capacité nationale de seigneurage avait déjà été détruite par l'hyperinflation⁹. En revanche, il existe de nombreux exemples d'énormes déficits de la dette publique qui ont été résolus par une inflation élevée, approche qui semble particulièrement efficace si les taux d'intérêt nominaux sont maintenus à un faible niveau par la répression financière (Reinhart et Sbrancia, 2011).

L'absence de données historiques en faveur de la prépondérance monétaire ne signifie pas qu'elle ne puisse se produire à l'avenir. Dans certains pays (y compris ceux de la zone euro), il est explicitement interdit aux banques centrales de monétiser la dette publique, et ces mesures de sauvegarde pourraient en effet s'avérer efficaces. Cela étant, il n'est pas insensé de penser que nous entrons dans une ère où

la prépondérance monétaire sera mise à l'épreuve et l'emportera avec une probabilité inférieure à 100 %. Comment la politique monétaire fonctionne-t-elle dans un tel environnement ?

Cette question a été étudiée par quelques rares auteurs. Par exemple, Davig et Leeper (2011) utilisent un modèle DSGE pour évaluer les implications d'une hausse de la dette publique dans un environnement comportant une « limite budgétaire », c'est-à-dire un point où doit se produire soit un ajustement budgétaire, soit une monétisation de la dette¹⁰. Ils montrent que le risque de monétisation de la dette représente un défi considérable pour une banque centrale dont l'objectif est le taux d'inflation. La politique monétaire devient la proie d'une sorte « d'effet peso » : le risque de monétisation, même s'il est faible, augmente l'inflation attendue, ce qui aggrave les termes du choix (*trade-off*) entre inflation et chômage. La banque centrale doit en conséquence payer un prix bien plus élevé en termes de chômage pour maintenir l'inflation à proximité de l'objectif fixé¹¹. Davig et Leeper montrent que ce phénomène commence à se produire avec une probabilité relativement faible de monétisation de la dette.

Il est facile de constater que, dans un tel environnement, la dynamique de l'économie risque d'être affectée par des interactions négatives. L'objectif d'inflation devient difficile à réaliser s'il déprime l'économie et aggrave les tensions budgétaires. La relation entre la politique budgétaire et les autorités monétaires peut devenir excessivement conflictuelle. La médiocre performance de la politique monétaire risque d'affaiblir le soutien sociétal et politique en faveur de l'indépendance de la banque centrale, rendant la monétisation plus probable. Cela ne constitue pas un environnement propice à l'action des banques centrales¹².

Quelles en sont les implications en matière de politique publique ? La principale, pour les banques centrales, est qu'elles ont tout intérêt à éviter un conflit ouvert entre prépondérance monétaire et

9 Cf. le tableau 7 de Reinhart et Rogoff (2009) pour une liste des défaillances ou des restructurations sur la dette publique

10 Le modèle de Davig et Leeper ne permet pas la faillite d'un État. Uribe (2006) présente un modèle dans lequel la faillite constitue une alternative à la monétisation, mais dans lequel il n'y a pas de rigidité nominale. À l'évidence, il est nécessaire de développer des modèles plus riches du conflit entre la prépondérance monétaire et la prépondérance budgétaire.

11 Davig et Leeper (2011) affirment que la banque centrale « perd le contrôle » du taux d'inflation. Ils entendent par là qu'une règle de politique monétaire qui permet de maintenir l'inflation à un niveau faible et stable dans le cadre de la prépondérance monétaire implique une inflation élevée et croissante lorsque cette prépondérance est incertaine. Pour formuler cette idée autrement (d'une façon que je préfère), même si la banque centrale peut contrôler l'inflation, elle doit faire face à un arbitrage plus difficile avec le chômage.

12 Un autre problème est que la mise en œuvre de la politique monétaire devient plus compliquée lorsque la dette publique à court terme n'est plus un actif sûr (Bolton et Jeanne, 2011). L'absence de certitude quant à la prépondérance de la politique monétaire crée une multitude de problèmes que la littérature spécialisée n'a pas encore examinés en détail.

prépondérance budgétaire, conflit qu'elles ont peu de chances de gagner. Les banques centrales doivent donc être à la pointe de la recherche et de l'analyse sur la façon dont la dette publique pourrait être structurée *ex ante* afin de minimiser le risque de faillite (par exemple, en indexant la dette sur le PIB, comme l'a suggéré Ken Rogoff lors d'une session précédente de ce colloque) et sur la façon dont

elle pourrait être restructurée *ex post* au moindre coût en termes de perturbations financières. Il faut reconnaître qu'il est difficile pour les banques centrales de commenter publiquement la faillite d'un État mais, par ailleurs, l'attitude consistant à éluder la question en répétant simplement un mantra sur la nécessité d'un ajustement budgétaire ne constitue pas une stratégie viable¹³.

Cette session a été consacrée à l'activité de banque centrale, c'est-à-dire ce que les banques centrales sont censées faire et la façon dont elles sont censées le faire. Avant la crise, un niveau remarquable de consensus avait été atteint au sujet de la *politique monétaire*, ce qui est différent de l'activité de banque centrale. La crise a ébranlé ce consensus, mais il est encore difficile d'évaluer dans quelle mesure.

Le but de ces remarques n'était pas de présenter une critique du modèle consensuel de la politique monétaire. Je ne connais pas de meilleure alternative pour ancrer les anticipations nominales, et il est important de préserver les succès de ce modèle en termes de stabilité des prix et de crédibilité. Toutefois, ce modèle pourrait être contesté plus sérieusement qu'on ne le pense généralement. Le contrat liant le banquier central est un contrat social qui peut être résilié et qui, en définitive, est renforcé s'il est perçu comme entraînant des effets positifs pour la société. J'ai souligné deux défis à cet égard. En premier lieu, il faudra que les banques centrales rectifient l'impression selon laquelle elles accordent une importance excessive aux intérêts du secteur financier. En second lieu, les banques centrales doivent se montrer plus volontaristes pour parvenir à désamorcer un conflit entre prépondérance budgétaire et prépondérance monétaire.

13 J'ajouterai une réflexion sur la signification de « cible d'inflation flexible » dans un conflit entre prépondérance monétaire et prépondérance budgétaire. La cible d'inflation flexible, d'après la définition de Svensson (2010), signifie que la banque centrale minimise une fonction de perte impliquant l'inflation et l'utilisation des capacités. La monétisation de la dette publique implique une inflation élevée, mais le fait de laisser l'État faire faillite pourrait impliquer un très faible niveau d'utilisation des capacités. Si le choix se fait entre ces extrêmes, il n'est pas a priori évident que la cible d'inflation flexible implique que la banque centrale doive choisir la faillite plutôt que la monétisation. Il s'agit d'une question quantitative, non d'un point de doctrine.

Bibliographie

Bernanke (B.) (2002)

"Asset-price 'bubbles' and monetary policy", allocution prononcée devant le chapitre new yorkais de la *National Association for Business Economics*, New York, 15 octobre 2002, <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20021015/default.htm>

Bernanke (B.) (2010)

"Monetary policy and the housing bubble", présentation lors de l'assemblée annuelle de l'*American Economic Association*, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20100103a.htm>

Blinder (A.) (2010)

"How central should the central bank be?", *Journal of Economic Literature* 48(1)

Bolton (P.) et Jeanne (O.) (2011)

"Sovereign default risk and bank fragility in financially integrated economies", document de travail du NBER n° 16899

Bordo (M.) et Jeanne (O.) (2002)

"Monetary policy and asset prices: does benign neglect make sense?", *International Finance* 5

Borio (C.) et Lowe (P.) (2002)

"Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus", document de travail de la BRI n° 114

Buiter (W. H.) (2008)

"Central banks and financial crises", colloque *Financial stability and macroeconomic policy* organisé par la Banque fédérale de réserve de Kansas City, Jackson Hole

Clarida (R.), Gali (J.) et Gertler (M.) (1999)

"The science of monetary policy: a new keynesian perspective", *Journal of Economic Literature* 37

Eggertsson (G. B.) et Woodford (M.) (2003)

"The zero bound on interest rates and optimal monetary policy", *Brookings Papers on Economic Activity* 2003:1

Davig (T.) et Leeper (E. M.) (2011)

"Temporary unstable government debt and inflation", *IMF Review*, à paraître

Gagnon (J.), Raskin (M.), Remache (J.) et Sack (B.) (2011)

"The financial market effects of the Federal Reserve large-scale asset purchases", *International Journal of Central Banking* 7(1)

Goodhart (C.) (1988)

"The evolution of central banks", MIT Press

Johnson (S.) et Kwak (J.) (2010)

"13 bankers", Random House

Krugman (P.) (1998)

"It's baaack: Japan's slump and the return of the liquidity trap", *Brookings Papers on Economic Activity* 1998:2

Laffont (J. J.) et Tirole (J.) (1991)

"The politics of government decision-making: a theory of regulatory capture", *Quarterly Journal of Economics*

Liesse (A.) (1911)

"Evolution of credit and banks in France", Document du Sénat américain n° 522, dans *Banking in France and the French Bourse*, National Monetary Commission, Vol. XV (Washington DC: Government Printing Office)

Reinhart (C.) et Rogoff (K.) (2009)

"This time is different: eight centuries of financial folly" (Cette fois, c'est différent : huit siècles de folie financière), Princeton University Press

Reinhart (C.) et Sbrancia (M. B.) (2011)

"The liquidation of government debt", *NBER Working Paper* 16893

Svensson (L. E. O.) (2010)

"Inflation targeting", dans Friedman (B. M.) et Woodford (M.), *Handbook of Monetary Economics*, Volumes 3a et 3b, à paraître

Taylor (J. B.) (2007)

"Housing and monetary policy", document de travail du NBER n° 13682, Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, décembre

Uribe (M.) (2006)

"A fiscal theory of sovereign risk", *Journal of Monetary Economics*, 53(8)

Walsh (C. E.) (1995)

"Optimal contracts for central bankers", *American Economic Review* 85(1)

Walsh (C. E.) (2010)

"Using monetary policy to stabilize economic activity", colloque *Financial Stability and Macroeconomic Policy* organisé par la Banque fédérale de réserve de Kansas City, Jackson Hole

Jean-Pierre LANDAU**Sous-gouverneur**

Banque de France

Mon intervention portera sur la relation entre politique monétaire et stabilité financière, un sujet qui fait l'objet de nombreux débats. J'adopterai toutefois une approche modeste et traiterai seulement de certains aspects opérationnels. Ces derniers revêtent cependant une importance essentielle dans la mesure où l'essence même des banques centrales modernes est leur indépendance *opérationnelle*. Il est par conséquent légitime de se demander comment celle-ci pourrait être affectée ou influencée par la recherche d'une plus grande stabilité financière.

Le point de départ est le suivant : les frictions financières présentent une importance indéniable et cela à la fois pour la stabilité financière, ce qui est certain, mais aussi pour la transmission de la politique monétaire, un aspect qui aurait dû paraître évident mais qui a été, d'une certaine manière, négligé. Avant la crise, la plupart de nos modèles macroéconomiques avaient tendance à représenter les mécanismes de transmission au travers d'un effet de substitution simple, pur et intertemporel en vertu duquel les modifications des taux directeurs induiraient des modifications des dépenses au fil du temps. La monnaie et les institutions financières ne jouaient pratiquement aucun rôle dans ce mécanisme, le crédit étant implicitement supposé réagir uniquement aux variations des taux d'intérêt.

Que signifient exactement les mots « frictions financières » ? Selon mon interprétation, je dirais que ces termes recouvrent la conjonction de la transformation des échéances et du levier d'endettement qui détermine l'expansion ou la contraction des bilans des institutions financières, et par là l'équilibre d'ensemble des marchés du crédit, y compris des marchés titrisés.

Ces dynamiques exercent, de toute évidence, une incidence directe sur la stabilité financière. La fragilité financière résulte d'un excès du levier d'endettement et de la transformation des échéances, qui alimentent les hausses des prix d'actifs. À l'inverse, les chocs de liquidité et le processus de désendettement sont les symptômes et les canaux sous-tendant les crises financières.

Effet tout aussi important, et moins reconnu jusqu'à une période récente, ces dynamiques ont également une incidence majeure sur le mécanisme de transmission de la politique monétaire. Le fonctionnement du canal du crédit, mais également du canal du taux d'intérêt, dépend de la capacité des intermédiaires financiers à se financer et à arbitrer entre les différents compartiments, instruments et échéances sur les marchés. C'est essentiellement en raison des dysfonctionnements des marchés du crédit que les banques centrales se sont engagées dans des opérations exceptionnelles de fourniture de liquidités, d'assouplissement du crédit (*credit easing*) et d'achats d'actifs.

Il convient de souligner ici que la même dynamique affecte à la fois la stabilité financière et les canaux de transmission monétaire. Or, il est vraisemblable que toute politique macroprudentielle essaierait d'influencer l'évolution de la transformation financière et celle du levier d'endettement. Toutefois, elle exercerait également, de ce fait, une incidence monétaire. Et, à l'inverse, un changement de l'orientation de la politique monétaire, par le biais d'une modification des taux directeurs, pourrait aussi avoir une influence sur la stabilité financière.

La force relative de ces influences n'est pas connue de manière empirique. Ceux d'entre nous qui voudraient utiliser la politique monétaire avec un objectif de stabilité financière supposent implicitement que le levier d'endettement et la transformation des échéances sont très sensibles aux variations des taux d'intérêt. Je ne suis pas sûr que cela soit vrai. En tout cas, durant la crise, nous avons pu observer un processus de désendettement à un rythme très rapide, même si les taux d'intérêt avaient été diminués, et c'est la raison pour laquelle un problème de niveau plancher de taux d'intérêt nuls est apparu. J'ai le sentiment que, de manière symétrique, des hausses des taux d'intérêt se seraient avérées impuissantes à stopper l'accumulation incroyable d'endettement avant la crise.

C'est précisément pour cette raison que nous avons besoin d'outils macroprudentiels supplémentaires pour faire face à l'instabilité financière. Toutefois, cette analyse montre aussi que les outils macroprudentiels

et monétaires ne sont pas indépendants. Il nous faut donc renoncer à la vision idéale d'un monde où les deux objectifs, stabilité des prix et stabilité financière, seraient poursuivis avec deux ensembles indépendants d'instruments. La réalité est quelque peu plus compliquée, ce qui a des conséquences importantes. En effet, mettre en œuvre deux politiques différentes au moyen de deux ensembles d'instruments *en interaction* constitue incontestablement un défi. Une fois écartée l'hypothèse d'un monde régi par une pure règle de *Tinbergen*, le maintien de l'indépendance opérationnelle de la politique monétaire peut nécessiter une attention particulière.

Ajoutons que les mandats et les régimes de responsabilité sont très différents pour la stabilité des prix et pour la stabilité financière. Si les banques centrales sont indépendantes, les autorités macroprudentielles ne le sont pas. Dans tous les grands États, les gouvernements et les parlements sont largement impliqués dans l'organisation et la gestion de la supervision macroprudentielle. De même, alors que les mandats de stabilité des prix sont définis précisément et souvent quantifiés, ceux qui sont relatifs à la stabilité financière sont énoncés en termes très généraux. Il y a de bonnes raisons à cela. La conception et la mise en œuvre de la supervision macroprudentielle placent les autorités face à des arbitrages délicats entre efficacité et stabilité du système financier. Cela implique des choix déterminants en matière de modèles sociaux, lesquels peuvent, sans doute, varier selon les pays et les périodes considérés. En outre, comme l'a montré l'expérience récente, la stabilité financière peut, en fin de compte, entraîner des engagements budgétaires.

Enfin, et ce qui est le plus important à mon avis, nous ne disposons pas d'un cadre analytique qui permettrait d'ancrer à la fois, de façon valide et légitime, un mandat de stabilité financière et l'indépendance opérationnelle. L'indépendance des banques centrales a suivi étroitement les avancées théoriques des années soixante-dix s'agissant de la compréhension de la dynamique de l'inflation. Elle a été rendue possible parce que les sociétés sont parvenues à un consensus, facile à transmettre, sur l'absence d'arbitrages, à long terme, entre inflation et croissance. Cette analyse robuste et largement partagée concernant les possibilités et les limites de la politique monétaire a joué un rôle essentiel dans la décision de donner la priorité à la stabilité des prix et a fondé la légitimité de l'indépendance

de la politique monétaire. Nous sommes très loin d'un tel consensus théorique sur les causes de l'instabilité financière, sur les arbitrages réels entre efficacité et stabilité dans le domaine de la finance, sur le rôle de l'innovation et, enfin, sur les origines et la détection des bulles de prix d'actifs et de crédit. Il serait donc illusoire, et dangereux, de s'attendre à voir défini, et encore plus quantifié, un mandat précis en matière de stabilité financière, dans un avenir prévisible.

La situation est donc assez complexe, ce qui pose des défis importants pour l'avenir. Au risque de simplifier à l'excès, les banques centrales concernées par la stabilité financière, ou responsables de celle-ci, pourraient se trouver confrontées à :

- deux missions distinctes : la stabilité des prix et la stabilité financière ;
- deux régimes différents en matière de responsabilité : une totale indépendance en matière de politique monétaire ; un régime de coordination ou de subordination s'agissant de la stabilité financière ;
- deux ensembles d'instruments interdépendants : les taux d'intérêt et les outils macroprudentiels (situation qui pourrait être encore plus compliquée en cas de mise en œuvre de mesures non conventionnelles de politique monétaire).

Le risque de confusion est réel. Il n'est pas difficile d'imaginer des situations dans lesquelles les actions engagées par les banques centrales pour des raisons de pure politique monétaire seraient cependant contestées au nom de la stabilité financière. Cette possibilité a toujours existé, dans une certaine mesure. Aujourd'hui, la différence réside dans l'existence de cadres institutionnels au travers desquels des défis, implicites ou explicites, pour l'indépendance opérationnelle des banques centrales, peuvent se manifester.

On pourrait donc être tenté de conclure que les banques centrales devraient rester à l'écart de la stabilité financière et se consacrer exclusivement au maintien de la stabilité des prix. Cela est malheureusement impossible, ne serait-ce que pour les raisons que Charles Goodhart a bien expliquées dans une étude précédente : en dernière instance, le métier de banque centrale consiste à fournir de la liquidité et l'apport de liquidité est une composante essentielle et centrale de la stabilité financière.

Que pouvons-nous en conclure ?

- Premièrement, l'activité de banque centrale ne se limite pas à la politique monétaire, mais comporte également une composante essentielle de stabilité financière. Sur ce point, il me semble que la crise a permis de dégager un large consensus.
- Deuxièmement, la politique monétaire consiste à fixer les taux d'intérêt, mais suppose également d'observer et d'analyser l'endettement et la liquidité. Les agrégats monétaires, ainsi que le volume et les modalités de la transformation financière, se révèlent être des informations très utiles s'agissant du mécanisme de transmission. Cette opinion est aujourd'hui communément admise au sein de l'Eurosystème, au travers de l'utilisation du second pilier. Bien que ce soit moins acceptable hors de la zone euro, mon pronostic est que les enseignements de la crise vont susciter quelques remises en cause çà et là.
- Enfin, la question de savoir si la politique monétaire doit également avoir pour objectif la stabilité financière doit être traitée en accordant plus d'attention à la difficile interaction entre les instruments et à la diversité des régimes de responsabilité. De ces deux aspects peut naître une confusion supplémentaire quant aux objectifs finaux de chaque politique. Il me semble que la plupart des discussions prennent pour hypothèse implicite que la stabilité des prix sera aussi facile à maintenir dans la décennie à venir que par le passé. Il y aurait donc beaucoup à perdre à « détourner » une partie du pouvoir et de la crédibilité de la politique monétaire vers la recherche de la stabilité financière. Il est bien clair que cette hypothèse est sévèrement mise à l'épreuve, peut-être plus tôt que nous ne pensions. Il sera très important, dans ce contexte, de maintenir des objectifs clairs et la solidité des dispositifs institutionnels afin de limiter le risque d'affaiblissement des avantages associés à l'indépendance des banques centrales, qui ont été si difficiles à conquérir au long des dernières décennies.

Athanasios ORPHANIDES

Gouverneur

Banque centrale de Chypre

Cette session est consacrée aux enseignements tirés de la crise, en particulier s'agissant du rôle des banques centrales. Permettez-moi de commencer par une question : comment apprenons-nous dans notre profession ? Selon moi, c'est l'histoire qui est notre principal guide. De fait, l'une des nombreuses différences entre l'activité de banque centrale et les sciences naturelles, c'est que dans le premier domaine nous ne pouvons pas réaliser d'expériences contrôlées pour accroître nos connaissances, contrairement à ce qui se pratique dans le second. La crise constitue une expérience naturelle unique dont nous pouvons tirer des enseignements. Je suis convaincu que cet épisode, qui continue malheureusement à avoir des conséquences dans certains domaines, va fournir des sujets pour une multitude de thèses de doctorat et autres travaux pendant les prochaines décennies.

Qu'entendons-nous par « enseignements » pour le rôle des banques centrales ? S'agit-il d'enseignements au sens d'apprendre des choses que nous ne savions pas ? Ou au sens de réaffirmer ce que nous savions déjà ? À mon avis, il s'agit d'un peu des deux, mais nous avons également observé une évolution des consensus sur des questions familières. Je vous en citerai seulement quelques exemples¹.

La crise a confirmé les avantages d'une banque centrale indépendante axée sur le maintien de la stabilité des prix et la préservation d'un ancrage solide des anticipations d'inflation à un niveau compatible avec la stabilité des prix. Mettre l'accent sur la stabilité des prix permet de gagner en crédibilité et donne aux banques centrales de la flexibilité ainsi que la capacité d'agir de manière décisive sur d'autres questions lorsque cela est nécessaire. Permettez-moi de vous rappeler, par exemple, les opérations décisives de fourniture de liquidité effectuées en août 2007, puis en septembre 2008. Ou encore l'assouplissement résolu de la politique monétaire opéré en réponse à la crise. Les risques de déflation ont été fortement réduits car les anticipations d'inflation à moyen terme sont restées solidement ancrées à des niveaux compatibles avec

notre définition de la stabilité des prix². La nouvelle flambée des prix de l'énergie, qui fait resurgir le spectre des risques de stagflation, montre une nouvelle fois combien il est important d'agir de manière résolue afin de garantir un ancrage solide des anticipations d'inflation, permettant de préserver la stabilité.

Un autre des enseignements consacré par la crise est que la politique monétaire ne consiste pas seulement à fixer les taux directeurs. Même si les universitaires avaient tendance à s'accorder sur cette idée avant la crise, la politique monétaire ne consiste *pas seulement* à déterminer les taux d'intérêt au jour le jour actuels et futurs. Comme nous l'ont appris l'expérience pratique et les précédentes générations d'universitaires, la politique monétaire va bien au-delà.

Avant la crise, certains s'inquiétaient du plancher constitué par les taux nuls pour les taux nominaux à court terme. Toutefois, le large éventail de mesures non conventionnelles, utilisées avec succès par diverses banques centrales dans le monde afin d'accentuer encore l'assouplissement monétaire, a permis de dissiper les craintes que le plancher de taux nuls revienne à se heurter à un mur, réduisant la politique monétaire à l'impuissance.

La gestion du bilan d'une banque centrale a été considérée comme un important instrument de politique monétaire. Tout en étant forcés, dans certains cas, d'innover au fur et à mesure, nous avons également tiré des enseignements s'agissant des aspects opérationnels de la politique monétaire, notamment le dispositif de garanties et la liste des contreparties. Je m'attends à trouver, dans les éditions révisées des manuels relatifs à l'activité de banque centrale, des analyses de ces sujets qui étaient absentes dans les éditions antérieures à la crise.

Nous avons également tiré des enseignements sur la stratégie de politique monétaire. À mon avis, la crise a confirmé le danger lié à la tentation d'opérer un réglage fin de l'économie réelle, en plus de maintenir

¹ Je précise que les points de vue exprimés ici sont les miens et ne reflètent pas nécessairement les positions des autres membres du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne.

² Cf., également, l'analyse instructive de John C. Williams, le nouveau président de la Banque de réserve fédérale de San Francisco, qui a étudié le rôle joué par des anticipations d'inflation solidement ancrées pour contenir les risques de déflation aux États-Unis. John C. Williams (2009) : "The risk of deflation", Banque fédérale de réserve de San Francisco Economic Letter, 12, 27 mars

la stabilité des prix. On peut aborder ce débat en opposant deux points de vue.

Premièrement, l'approche orientée vers la stabilité, qui peut être définie comme une tentative d'atténuer les fluctuations économiques en favorisant une croissance économique stable sur la durée, sous réserve que la stabilité des prix soit l'objectif principal.

Deuxièmement, le point de vue activiste selon lequel, outre la stabilité des prix, un objectif tout aussi important de la politique monétaire est de guider activement l'économie vers la réalisation de son « potentiel ». En l'occurrence, « l'écart de production », qui mesure l'ampleur de la déviation du PIB par rapport à son potentiel, est un instrument important pour orienter la politique monétaire. Un activisme dans ce sens peut toutefois s'avérer dangereux. Vouloir réduire à tout prix les écarts de production peut avoir des résultats pires tant pour la stabilité des prix que pour la stabilité économique. La raison en est simple. Les mesures de l'écart de production que peuvent fournir nos experts donnent trop souvent un signal erroné en temps réel, au moment où les responsables doivent prendre les décisions.

Détourner son attention de la stabilité des prix en tentant de procéder à un réglage fin de l'économie réelle peut conduire une banque centrale à mener une politique trop accommodante pendant trop longtemps après une récession. Nous disposons de nombreux exemples de recommandations qui se sont avérées fausses pour cette raison, et pas seulement dans les années soixante-dix. On doit donc éviter ce risque.

Rien ne doit détourner une banque centrale de son objectif principal de maintien de la stabilité des prix. Elle doit s'efforcer de rester centrée sur cet objectif et adopter une attitude préventive dans sa lutte contre l'inflation.

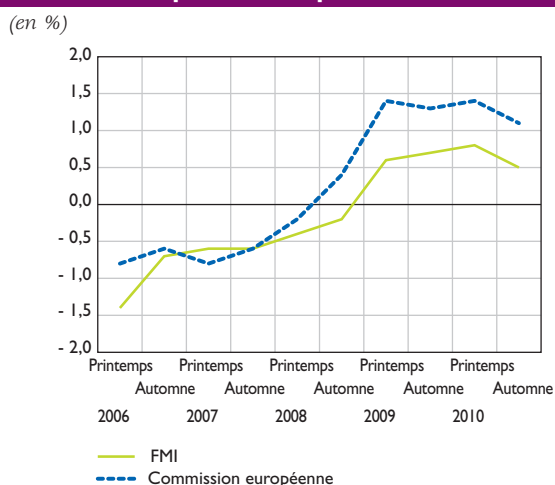
Savoir jusqu'à quel point une banque centrale peut faire preuve d'activisme est une question qui fait l'objet de désaccords. Je serai donc plus précis en prenant l'exemple de la zone euro et examinons les estimations en temps réel de l'écart de production publiées par le Fonds monétaire international (FMI) et la Commission européenne (ces informations sont consultables aisément sur leurs sites internet). Ces deux organisations ont indiqué, pratiquement chaque printemps depuis 1999, que l'écart de production serait négatif pour l'année considérée.

Si nous comparons ces prévisions avec les estimations rétrospectives récentes, nous observons un biais significatif, principalement dû au fait que les experts sont à présent plus pessimistes qu'ils ne l'étaient par le passé en ce qui concerne la production potentielle dans la zone euro à l'époque. Ce n'est pas la faute des experts, il est tout simplement impossible de savoir en temps réel. Et cela vaut non seulement pour l'ampleur de l'écart de production mais également pour son caractère positif ou négatif. En comparant ce que les experts nous disent à présent et ce qu'ils nous disaient alors en temps réel, le signe de l'écart de production s'avère incorrect pour plus de la moitié des années de la première décennie d'existence de la zone euro.

Considérons l'année 2006, qui a précédé le début des turbulences financières. Selon le FMI et la Commission européenne, l'économie de la zone euro a tourné au-dessous de son potentiel cette année-là, l'écart s'établissant à - 1 % environ (cf. graphique). Jusqu'en 2008, l'année 2006 était toujours considérée comme une année de gaspillage des ressources. Or, en 2009, en s'appuyant sur les données révisées, les experts nous ont dit que trois ans auparavant la zone euro était en surchauffe et que la production avait été nettement supérieure à son potentiel.

Une mesure erronée de l'écart de production peut entraîner des erreurs non seulement de politique

Évolution des estimations de l'écart de production pour 2006



Note : les estimations du FMI sont issues des Perspectives de l'économie mondiale, publiées au printemps et à l'automne de chaque année. Les estimations de la Commission européenne (CE) sont tirées des Prévisions économiques publiées au printemps et à l'automne de chaque année.

monétaire, si jamais les banques centrales s'appuient à tort sur ces informations, mais également de politique budgétaire. En 2006, nous avions un déficit budgétaire pour la zone euro considérée dans son ensemble. S'agissant de la soutenabilité budgétaire, il aurait fallu tirer la sonnette d'alarme avant la crise. Mais les sonneries auraient retenti bien plus fort si la Commission européenne, le FMI et d'autres n'avaient pas indiqué que les performances de l'économie étaient inférieures à son potentiel. Faire l'erreur de s'appuyer sur des écarts de production dont les mesures sont fausses peut conduire à un excès de confiance durant les périodes favorables.

J'évoque cet exemple d'une éventuelle mauvaise utilisation de l'écart de production dans les débats car une nouvelle fois, alors que nous sortons de la crise, des voix s'élèvent pour souligner l'ampleur de l'écart de production que connaît la zone euro aujourd'hui, en tirant peut-être des conclusions pour la politique à suivre qui pourraient de nouveau être démenties avec le temps.

L'accent doit être mis sans relâche sur la stabilité des prix.

Cela étant, nous pouvons tirer un autre enseignement : la primauté accordée par la banque centrale à la stabilité des prix ne suffit pas à préserver la stabilité globale de l'économie. La crise a confirmé qu'une banque centrale ayant un objectif de stabilité des prix et disposant de pouvoirs réglementaires insuffisants ne pouvait assurer la stabilité financière au sens large dans l'économie.

La crise a mis en évidence une sous-appréciation généralisée des risques systémiques au niveau de la surveillance microprudentielle. Elle a souligné la nécessité d'une approche plus macroprudentielle de la surveillance à l'échelle du système afin de garantir la stabilité globale du système financier. En conséquence, nous observons un glissement des priorités avec la création de nouveaux organismes dans certaines juridictions pour traiter ce problème. Dans la zone euro, la création du Conseil européen du risque systémique doit répondre à cet objectif.

Par définition, les autorités de surveillance microprudentielle se concentrent sur les différents

établissements et ne peuvent évaluer de manière efficace les risques macroéconomiques plus larges qui menacent le système financier dans son ensemble. Les banques centrales sont les mieux à même de remplir cette mission mais, pour améliorer la stabilité financière, elles doivent disposer des outils adéquats. Prenons l'exemple d'un épisode de croissance du crédit durablement soutenue dans un environnement de stabilité des prix. L'ajustement des taux d'intérêt ne sera probablement pas la réponse la plus adaptée. Dans l'idéal, dans de telles circonstances, la banque centrale devrait avoir à sa disposition soit directement, soit par le biais de sa participation au sein d'un organe macroprudentiel, les leviers macroprudentiels permettant de contenir le risque d'éventuelles perturbations financières. Le pouvoir de modifier les exigences en fonds propres, les ratios d'endettement, les quotités d'emprunt, les exigences de marge, etc., pourraient faire partie de ces instruments. Compte tenu des importantes synergies en matière d'informations entre la surveillance microprudentielle et l'analyse du risque systémique, rapprocher la supervision microprudentielle des autres fonctions de banque centrale, voire les réunir sous le même toit, semble une idée séduisante. Cela pourrait contribuer à une meilleure gestion de la stabilité économique globale.

Certains s'inquiètent qu'une extension du rôle des banques centrales dans ce sens puisse compromettre leur indépendance, qui est si cruciale pour défendre leur objectif principal de stabilité des prix. Cela peut effectivement être un risque, mais c'est précisément parce que les banques centrales comptent généralement parmi les institutions les plus indépendantes qu'elles peuvent renforcer l'indépendance de l'environnement de surveillance. Le risque que des pressions politiques retardent un nécessaire durcissement des conditions du crédit par le biais d'outils macroprudentiels, par exemple, peut être réduit au minimum si la banque centrale joue un rôle essentiel. Selon moi, cet avantage, conjugué à celui des synergies en matière d'informations, l'emporte sur les risques.

Je conclurai mon intervention par un conseil très ancien à l'usage des banques centrales : faire preuve d'humilité. Cette crise n'a pas seulement été une crise comme on en voit une par génération. Elle s'est révélée bien pire. J'espère qu'elle sera suivie par un calme relatif qui permettra à nos homologues du XXII^e siècle de la qualifier de crise du siècle. Les banques centrales ne doivent toutefois pas baisser leur garde. La prochaine crise pourrait bien remettre en question les limites de nos connaissances en empruntant des voies nouvelles et inconnues à ce jour.

SESSION 4 (TABLE RONDE)

VERS QUEL SYSTÈME MONÉTAIRE INTERNATIONAL ?

Modérateur :	Martin WOLF, Éditorialiste associé et rédacteur en chef économique, The Financial Times	109
Panélistes :	HU Xiaolian, Vice-gouverneur, Banque populaire de Chine	111
	Christine LAGARDE, Ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, France	113
	Jacques de LAROSIÈRE, Conseiller, BNP Paribas	116
	Kiyohiko G. NISHIMURA, Sous-gouverneur, Banque du Japon	119
	Janet YELLEN, Vice-présidente du Conseil des gouverneurs, Système fédéral de réserve	122

Martin WOLF

Éditorialiste associé et rédacteur en chef économique

The Financial Times

Pour introduire les termes d'un débat sur la réforme du système monétaire international, il faut commencer par dresser un état des lieux. Ce faisant, nous devons d'abord nous féliciter de ne pas être dans la situation qui nous était annoncée, il y a une décennie environ, dans la plupart des cercles professionnels et politiques occidentaux.

En fait, nous avons deux systèmes monétaires internationaux qui fonctionnent en parallèle, l'un pour les économies à revenu élevé et l'autre pour les pays émergents, y compris le plus important de tous, la Chine. Si, il y a une ou deux décennies, les économies de marché émergentes n'avaient pas d'influence sur le mode de fonctionnement global de l'économie mondiale, ce n'est manifestement plus vrai aujourd'hui.

En Occident, après la crise financière asiatique, un consensus plus large qu'auparavant s'est fait pour considérer que le système monétaire international devait être articulé autour des principes fondamentaux suivants : une monnaie fiduciaire nationale gérée par une banque centrale indépendante ayant une stratégie de cible d'inflation ; un régime de flottement pur des taux de change ; un besoin faible, voire nul, de réserves de change ; un Fonds monétaire international de taille modeste, intervenant en tant que prêteur en situation de crise ; et des créanciers privés tenus de supporter les pertes en cas de crise (*bailing-in*). Cette perspective n'a jamais fait l'unanimité. La France penchait plutôt en faveur de taux de change fixes et l'Union européenne a introduit l'euro pour éviter que le marché unique ne soit soumis à un régime de taux de change flexibles. Mais il s'agissait de la vision occidentale prépondérante du fonctionnement optimal du système à l'échelle mondiale.

Les pays émergents, en particulier de l'Asie de l'Est, sont parvenus à une conclusion toute différente. Ils ont décidé que la bonne réponse à la vulnérabilité aux crises, fruit de l'expérience des années quatre-vingt-dix, passait par des taux de change fortement administrés, un retour à une croissance tirée par les exportations et une accumulation illimitée de réserves de change.

L'équilibre entre les motivations relatives à l'économie financière et à l'économie réelle qui ont présidé à ces politiques a varié dans le temps et d'un pays à l'autre. Toutefois, les conséquences ont été spectaculaires au niveau mondial, essentiellement à deux égards. Premièrement, le stock total des réserves de change internationales est passé de 1 600 milliards de dollars en janvier 1999, après la fin de la crise asiatique, à 7 500 milliards de dollars en juillet 2008, juste avant la crise financière mondiale. Puis il a légèrement fléchi, revenant à 7 100 milliards de dollars en février 2009. Mais il a ensuite massivement augmenté à nouveau pour atteindre 9 100 milliards de dollars en octobre de l'an dernier. Au total, les réserves mondiales ont augmenté d'un montant astronomique de 7 500 milliards de dollars depuis janvier 1999. Deuxièmement, les pays émergents, dans leur ensemble, ont dégagé d'importants excédents de leur compte de transactions courantes, en partie en raison d'interventions de change délibérées. Elles ont été absorbées, et gaspillées, par un petit nombre de pays à revenu élevé, avec les résultats que nous connaissons tous aujourd'hui.

La question à traiter dans le cadre de cette session est de savoir comment il est possible, dans la pratique, de concilier ces deux approches très différentes du système monétaire mondial. Elles reflètent à l'évidence deux visions radicalement divergentes de ce que doit être la relation entre les pouvoirs publics et les marchés. Ces visions ne changeront pas rapidement, tout particulièrement en Chine. Aussi n'y a-t-il pas lieu de redéfinir cette relation à partir d'un accord sur des principes fondamentaux, mais de parvenir à un compromis pragmatique. De mon point de vue, c'est précisément ce que le G20 a entrepris de réaliser, comme il se devait, placé depuis peu sous la présidence énergique de la France. Ce compromis devrait réunir les conditions suivantes : un accord sur des principes permettant de déterminer qu'une situation de « déséquilibre fondamental » est constituée ; un accord sur des orientations en matière d'ajustement du taux de change et des politiques macroéconomiques face à un tel déséquilibre ;

un accord sur la gestion des réserves de grande ampleur, y compris leur diversification ; un accord sur un dispositif de mise en commun des réserves mondiales au sein du Fonds monétaire international (FMI), qui soit suffisamment important et automatique pour persuader les pays de ne pas accumuler davantage de réserves en devises ; et des réformes de la gouvernance du FMI d'une ampleur

suffisante pour persuader les acteurs importants que l'institution respectera leurs préoccupations.

Ce ne sera pas aisé. Pourtant, c'est précisément le genre de compromis qu'il faudra trouver pour gérer un monde dans lequel les nouvelles puissances sont également des économies émergentes. Le défi est immense. Il doit être relevé

HU Xiaolian**Vice-gouverneur**

Banque populaire de Chine

La monnaie de réserve constitue l'un des éléments essentiels du système monétaire international (SMI). Le statut des monnaies de réserve actuelles est le résultat d'une longue évolution du système politique et économique international ainsi que du choix des marchés. Utilisées notamment dans les transactions internationales, les interventions et la comptabilisation, ces devises, considérées comme des actifs internationaux et comme un point d'ancrage monétaire, facilitent le commerce et l'investissement à l'échelle mondiale. Néanmoins, dans le SMI d'aujourd'hui, il existe un certain nombre de problèmes non négligeables qui méritent une discussion plus approfondie.

En premier lieu, la volatilité excessive des grandes monnaies de réserve provoque des variations brutales des prix des matières premières, des bilans et des comptes de résultat libellés dans ces devises, bien que ces évolutions ne reposent pas sur des changements de valeur ou de coût effectifs ni sur des performances opérationnelles. Dans le système actuel, les pays émetteurs des grandes monnaies de réserve ont adopté le flottement pur. Les taux de change des monnaies considérées sont fortement influencés par les politiques macroéconomiques et se forment sur les marchés. Toutefois, ils ne reflètent pas toujours les modifications des fondamentaux économiques. Par exemple, la parité euro/dollar a fluctué dans une fourchette comprise entre 0,8 et 1,6 pendant quelques années, sans qu'on l'on puisse observer de modification correspondante des fondamentaux économiques en l'Europe et aux États-Unis. La forte volatilité des grandes monnaies de réserve perturbe inutilement l'économie réelle. Des fluctuations excessives peuvent constituer une source majeure de risque et de vulnérabilité pour les économies nationales et parfois même provoquer des crises.

Deuxièmement, si les politiques suivies par les émetteurs des grandes monnaies de réserve ont des répercussions très fortes sur les autres pays et plus largement sur l'économie mondiale, leur effet au plan intérieur est affaibli par l'utilisation internationale de leur monnaie. Les politiques économiques nationales des pays émetteurs de monnaie de réserve ont des implications à la fois mondiales et systémiques. Si

elles reposent sur des jugements erronés ou sont guidées par des considérations d'ordre politique, elles perdront grandement de leur efficacité pour résoudre les problèmes internes et exerceront une incidence négative qui se répercutera sur d'autres pays. Par exemple, un assouplissement de la politique monétaire en vue de stimuler la demande intérieure dans un contexte de dysfonctionnement du système financier peut provoquer une augmentation de la demande de produits étrangers et des sorties de capitaux. Cela risque de compromettre les efforts de redressement du pays considéré et de contribuer à la formation de bulles d'actifs sur les marchés émergents.

Troisièmement, les responsabilités en matière de maintien d'une masse monétaire appropriée et de stabilité financière ne sont pas clairement définies, et il n'existe pas d'instance pouvant assumer ces responsabilités au sein du système monétaire international en vigueur. En effet, actuellement, ce sont les banques centrales nationales qui sont chargées d'assurer la maîtrise de l'inflation dans leur pays et donc de promouvoir la croissance économique. Dans le même temps, les grandes monnaies de réserve constituent le véhicule essentiel de la création mondiale de crédit et le principal instrument de paiement et de règlement au niveau international. Une forte expansion ou contraction de leur offre peut exercer un impact significatif sur les marchés financiers et de matières premières dans le monde ainsi que sur les mouvements de capitaux transfrontières. Toutefois, nous ne disposons pas actuellement d'une institution internationale dotée du mandat explicite d'assurer une offre ordonnée et appropriée de monnaie de réserve et responsable de sa stabilité.

En conséquence, il est nécessaire d'améliorer le SMI actuel, et plusieurs voies s'offrent pour aller de l'avant.

En premier lieu, les émetteurs des grandes monnaies de réserve doivent faire preuve d'autodiscipline. Dans le SMI actuel, il faut éviter les grandes erreurs de politique publique et le maintien de déséquilibres internes à un niveau trop élevé sur une durée trop longue. Il faut également mettre en place un ensemble de

principes internationaux uniformes visant à favoriser l'adoption des politiques appropriées pour améliorer la solidité macroéconomique et financière. Cette démarche pourrait contribuer à réduire d'éventuelles retombées négatives des politiques suivies.

Deuxièmement, il faut diversifier les monnaies de réserve internationales. Cela contribuerait à diversifier les risques, répartirait la responsabilité du maintien de la stabilité du SMI sur davantage de pays, et permettrait ainsi d'atténuer un choc potentiel sur la stabilité financière et économique mondiale résultant des erreurs de politique publique commises par les pays émetteurs des grandes monnaies de réserve. Manifestement, l'euro et quelques autres monnaies jouent désormais un rôle important dans le SMI. La diversification des monnaies de réserve répond à un choix du marché. D'autres devises candidates pourraient émerger à l'avenir si elles étaient largement acceptées par le marché.

Enfin, il faut améliorer le système monétaire international de façon bien organisée. À cet égard, le rôle de monnaie de réserve du droit de tirage spécial (DTS) a été largement débattu après la crise financière. Le DTS, émis et alloué par le FMI, est constitué d'un panier de monnaies. C'est une monnaie supra-souveraine et son offre peut être gérée. En tant qu'unité de compte, la volatilité de sa valorisation serait moindre que celle d'une monnaie isolée. Le DTS pourrait jouer le rôle d'unité internationale de réserve et d'unité de compte, notamment ; mais de nombreux obstacles subsistent. Pour lever les difficultés, nous pouvons entreprendre un certain nombre de réformes, notamment nous efforcer de développer le rôle du DTS comme monnaie de compte, moyen de paiement et de tarification, créer des actifs adossés aux DTS et développer progressivement le marché du DTS. Pour promouvoir le rôle du DTS, nous pourrions envisager d'améliorer encore la valorisation et l'allocation des DTS et faire en sorte que le panier du DTS reflète davantage la réalité de l'économie mondiale.

Christine LAGARDE**Ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie**

France

Cher Christian Noyer, après notre marathon de février, je suis heureuse de vous retrouver dans ce magnifique établissement, que beaucoup doivent désormais considérer comme une annexe de la Banque de France. Je sais combien vous êtes attachés à la Galerie Dorée où vous étiez réunis hier soir. Mais je comprends également que vous cherchiez à vous émanciper du poids de l'histoire pour envisager sereinement l'avenir de l'économie mondiale...

Nous vivons en effet dans un monde bouleversé, où les pays émergents pèsent de plus en plus lourd dans la composition de la croissance mondiale, en représentant 30 % en 1980 et 45 % trente ans plus tard. Ce monde est de plus en plus interconnecté — les exportations représentent une part croissante de la création de richesse dans nos économies nationales, mais aussi de plus en plus volatil. Cela s'illustre tout particulièrement par une volatilité accrue des changes, trop souvent déconnectée des fondamentaux économiques. Un exemple : entre le 1^{er} janvier 2003 et 1^{er} janvier 2008, le won coréen s'est apprécié d'environ 30 % par rapport au dollar. En 2008, à l'inverse, le won coréen s'est déprécié de 72 % par rapport au dollar pour s'apprécier de près de 30 % au cours des douze mois suivants. Cela se retrouve également dans une forte volatilité des flux de capitaux qui pénalise surtout les pays émergents. La crise de 2008-2009 a entraîné une diminution des entrées nettes de capitaux de 1 150 milliards de dollars, se traduisant par des sorties de capitaux de l'ordre de 19 % du PIB russe, soit 270 milliards de dollars. Vingt-six épisodes d'arrêts brutaux de flux de capitaux ont été identifiés depuis 2008, quarante-deux depuis 1990. Ou enfin, dans une accélération des crises de liquidité ayant des répercussions sur tout le tissu économique. Pour se protéger les pays émergents sont tentés de prendre des mesures unilatérales, qu'il s'agisse de régulation des flux de capitaux, de mesures prudentielles, d'interventions de change ou de mesures monétaires.

La réalité est que nous vivons dans un monde déséquilibré où le SMI dans sa forme actuelle n'offre pas de mécanismes de régulation et de coordination

appropriés. Sa réforme est l'une des priorités définies par le président de la République pour 2011.

La première réunion du G20 Finances des 18 et 19 février nous a permis de poser les jalons des travaux qui seront menés cette année : définir nos objectifs et les écueils à éviter ; lancer les premières pistes de réflexions. C'est une première étape que je voudrais vous présenter.

Notre point de départ est de créer les conditions nécessaires à deux objectifs étroitement liés : d'une part, celui d'une croissance équilibrée, soutenable et robuste ; d'autre part, celui d'une transition sans rupture vers un monde multipolaire économiquement, comme monétairement. Ces conditions ne sont pas réunies dans le « non-système monétaire international » qui caractérise le monde actuel.

À l'aune de la crise, nous savons précisément ce que nous ne voulons pas faire. Nous ne poursuivons pas le rêve cartésien d'un système monétaire parfait. Nous ne cherchons pas à rétablir un système de taux de change fixe, qui nous priverait d'une flexibilité utile aux ajustements économiques. Nous ne cherchons pas à remettre en cause le rôle de la monnaie de réserve dominante, le dollar. Ce sont les forces de marché qui déterminent avant tout le poids relatif des devises dans les échanges commerciaux et financiers, mais il est accepté par tous que nous nous dirigeons de façon inéluctable vers un monde plus multi-monétaire. Nous ne sommes pas favorables à une généralisation des mesures de contrôle des flux de capitaux, car ces flux sont globalement favorables à la croissance mondiale. Nous cherchons à nous doter de règles multilatérales communes pour être en mesure de se prémunir en cas de besoin contre les mouvements déstabilisateurs d'entrées/sorties de capitaux.

À la lumière de l'expérience acquise, nous souhaitons initier une série de mesures pragmatiques nécessaires à l'amélioration de notre coordination pour une croissance forte, durable et équilibrée, à la réduction de l'accumulation de réserves, à une meilleure

régulation des capitaux internationaux, ainsi qu'à une transition sans rupture vers l'internationalisation de nouvelles monnaies.

- Première piste : améliorer la coordination des politiques économiques au service de la croissance. Pour cela, il nous faut passer notamment par l'identification des déséquilibres, à travers le processus de surveillance mutuelle mis en place au sein du G20, le *framework for growth*.

En ce sens, nous avons fait un pas important et nécessaire au dernier G20 Finances. Nous nous sommes entendus sur une série d'indicateurs qui nous permettront de nous concentrer, à travers un processus intégré en deux étapes, sur les déséquilibres majeurs et persistants qui appellent des mesures. Ces indicateurs sont : la dette et les déficits publics, le taux d'épargne et l'endettement privé et les déséquilibres extérieurs à partir de la balance courante, en tenant pleinement compte du taux de change notamment. Nous avons également adopté un calendrier pour l'élaboration du plan d'action 2011 de mise en œuvre de notre cadre pour une croissance forte, durable et équilibrée et de suivi de la mise en œuvre des engagements. Nous devons désormais nous mettre d'accord sur des lignes directrices indicatives pour l'évaluation de chacun de ces indicateurs, autrement dit sur l'utilisation de ces indicateurs pour agir sur la correction des déséquilibres. L'appui du FMI nous sera indispensable dans cet exercice.

- Deuxième piste : réduire le besoin d'accumulation de réserves, coûteux tant pour les pays concernés que pour l'économie mondiale. Pas moins de 9 247 milliards de dollars de réserves avaient été accumulés fin 2009, dont les trois quarts par les pays émergents, soit une variation de + 162 % en cinq ans. Leur usage n'a pas toujours été optimal d'un point de vue économique.

Notre objectif est d'améliorer la fourniture de liquidités pour réduire le besoin d'accumulation de réserves, à travers notamment :

- une évaluation des dispositifs de *financial safety nets* que nous chercherons à améliorer le cas échéant ;
- une meilleure coordination des dispositifs existants avec les arrangements régionaux et je pense notamment à l'articulation entre le FMI et les

mécanismes européens de stabilisation financière ou entre le FMI et l'initiative Chiang Mai des pays de l'ASEAN ;

- un meilleur suivi des réserves sur la base d'indicateurs communs et d'une surveillance accrue du FMI ;

- le développement de financement en monnaie locale devrait contribuer à réduire l'accumulation de réserves à des fins assurantielles.

- Troisième piste : mieux réguler les flux de capitaux internationaux.

Pour cela nous chercherons à :

- élaborer un code de bonne conduite sur la régulation des flux de capitaux et les mesures macroprudentielles pour faire la part des choses entre mesures nécessaires pour préserver l'équilibre macroéconomique et une croissance stable d'une part, préservation de la liberté des mouvements de capitaux et du commerce d'autre part ;

- renforcer les capacités de surveillance du Fonds monétaire international, idéalement par une réforme de son mandat ;

- en parallèle, nous cherchons à promouvoir l'endettement en monnaie locale et le développement des marchés de capitaux domestiques pour limiter la vulnérabilité des pays émergents aux flux de capitaux internationaux.

- Quatrième et dernière piste : assurer la transition pour que l'émergence de nouveaux pôles économiques coïncide avec l'internationalisation de nouvelles monnaies et diminue les risques de variations de change.

L'émergence de nouveaux pôles économiques et de nouvelles monnaies n'est pas sans risque. L'histoire économique nous enseigne que les glissements économiques peuvent conduire à des ajustements brutaux en matière monétaire, avec des ruptures fortes, comme l'illustre le passage de témoin entre la livre sterling et le dollar américain, au début des années soixante-dix, la livre devenant en 1973 un actif de réserve de second rang, représentant moins de 7 % des réserves en devises, après avoir représenté près de 60 % des réserves en 1950 et encore 30 % en 1970.

Nous devons dès lors accompagner cette transition et réfléchir notamment au rôle des droits de tirage spéciaux (DTS), l'instrument de réserve créé par le FMI, et sur le calendrier et les modalités d'évolution du panier de devises qui composent le DTS.

Pour cela nous souhaitons planifier un élargissement du panier du DTS, en particulier au yuan dès lors que la Chine remplira les conditions requises en terme de convertibilité de sa monnaie, d'indépendance de la banque centrale et d'ouverture du compte en capital et concomitamment renforcer le rôle du DTS, notamment par un élargissement des financements offerts en cette monnaie par les institutions financières internationales. Il n'est pas satisfaisant que cet actif représente moins de 4 % des réserves internationales, alors qu'il présente pourtant des atouts très forts en termes de diversification.

En février, le G20 Finances s'est doté d'une feuille de route ambitieuse, mais pragmatique, que je voudrais vous rappeler. À côté de l'accord sur les indicateurs de mesures des déséquilibres économiques, préalable indispensable à toute tentative de réduction de ces déséquilibres, nous sommes allés bien au-delà d'une simple convergence de vues sur la nécessité de la réforme.

Le G20 Finances s'est ainsi accordé sur trois objectifs :

- la stabilité du système financier ;
- la transition ordonnée d'un monde où quelques économies, avec leurs devises, représentent l'essentiel des richesses et des échanges vers un monde multipolaire où les pays émergents et leurs devises représentent une part croissante, voire prépondérante ;

- éviter la volatilité excessive des flux de capitaux, la volatilité excessive des taux de change et des niveaux de taux de change durablement éloignés de leur équilibre.

Je voudrais souligner à quel point la simple mention de ces trois objectifs est une avancée importante. Ce n'est pas le libre-échange qui a montré ses limites pendant la crise, mais le laissez-faire.

Prochaine étape, le G20 d'avril, à Washington, où nous devons nous accorder sur un vade-mecum de nos indicateurs de déséquilibres et sur la manière dont ils pourront nourrir des recommandations de politique économique visant à rééquilibrer la croissance mondiale et examiner de premières propositions de réforme du SMI, sur la base des travaux préliminaires du FMI mais aussi de la Banque mondiale et des banques de développement.

Vous l'avez compris, le G20 Finances de Paris a jeté les bases de la discussion en 2011. L'objectif reste le sommet des chefs d'État et de gouvernement à Cannes au mois de novembre. Quelques jours auparavant, avec mes homologues ministres des Finances et les gouverneurs de banques centrales nous finaliserons l'ensemble des propositions de réforme du SMI que nous soumettrons aux chefs d'État et de gouvernement.

Avant cela, le 31 mars, à Nankin, un séminaire de haut niveau dédié à la réforme du SMI nous permettra d'échanger librement nos vues, pour sortir d'une rhétorique de « guerre des monnaies », au profit d'un dialogue franc, mais respectueux. Comme le disait Churchill, au cours d'un dîner à la Maison blanche, le 26 juin 1954 : « *To jaw-jaw is always better than to war-war.* »

Jacques de LAROSIÈRE

Conseiller

BNP Paribas

J'axerai mes propos sur trois thèmes :

- 1| Quelles ont été — historiquement — les conditions de fonctionnement d'un véritable système monétaire international (SMI) ?
- 2| Peut-on, dans notre monde actuel d'États nationaux, concentrés sur leurs intérêts propres, réunir de telles conditions ?
- 3| Faute d'une réponse positive à cette question, quels sont les ajustements envisageables ?

I | Quels ont été les éléments-clés du fonctionnement de l'étalon-or, puis de l'étalon de change dollar de Bretton Woods ?

L'étalon-or — qui a stabilisé le système des changes dans la seconde moitié du XIX^e siècle et jusqu'à la guerre de 1914 et a joué un rôle important dans la croissance économique — reposait sur trois fondements :

- la sujétion des États à l'étalon-or était volontaire. Mais les grands pays — dont la puissance économique était relativement équilibrée — ont souhaité que leurs monnaies nationales soient, de fait, convertibles : c'était un élément essentiel de leur influence commerciale et financière ;
- le système était auto-disciplinaire : les déficits prolongés de balance des paiements étaient sanctionnés par des sorties d'or et devaient donner lieu à des politiques économiques correctrices ;
- la contrainte ne faisait l'objet d'aucune négociation ou aménagement. Le système était, en quelque sorte, binaire : ou la monnaie était rattachée à l'or, ou elle ne l'était pas. Dans le second cas, elle ne pouvait être ni une réserve de valeurs, ni un instrument de paiement largement acceptable.

Ce système était loin d'être parfait. En effet, il dépendait, pour l'approvisionnement du monde en liquidités, de la production d'or. Et surtout, il était asymétrique (les pays en surplus pouvaient accumuler du métal sans subir des sanctions, alors que les pays déficitaires étaient les seuls à devoir s'ajuster).

Ce système, qui a présidé à la « première mondialisation », s'est effondré avec la guerre de 1914. Les efforts des années vingt et trente pour le reconstruire ont été vains : le nationalisme mercantiliste, les dévaluations compétitives ont prévalu.

Avec Bretton Woods, une forme indirecte d'étalon-or a été mise en place. Le dollar en était le centre (toutes les parités se définissaient par rapport à lui avec un lien fixe), mais la contrepartie était la convertibilité du dollar en or (à un prix fixe).

Ce système a survécu tant que les États-Unis ont suivi une politique économique équilibrée et non inflationniste. Mais, avec les années soixante et la guerre du Vietnam, les déséquilibres financiers des États-Unis ont créé une forte crise de confiance à l'égard du dollar.

La crainte des pertes d'or a fini par amener le gouvernement des États-Unis, en août 1971, à se détacher de l'or.

Un monde de « monnaies flottantes » — ou plus ou moins rattachées au dollar — a prévalu depuis lors.

Ce mode opératoire n'est pas un « système » :

- aucune discipline commune n'est mise en place pour réduire ou éliminer les déficits ;
- chaque État a le choix de laisser flotter sa monnaie ou de la rattacher à une autre devise.

Il s'ensuit : volatilité, « désalignements » des parités, conditions non concurrentielles...

2 | Comment, dans le monde d'aujourd'hui, réunir les conditions propres à faire fonctionner un SMI ?

Par monde d'aujourd'hui, je veux dire :

- pas de retour à l'étalon-or (qui ne semble pas — aux yeux de beaucoup — avoir assez de mérites pour être la base d'un accord) ;
- un monde où les mouvements de capitaux se sont extraordinairement développés et dans lequel la profondeur et la liquidité des marchés sont un aspect essentiel du succès des monnaies-clés ;
- un monde composé d'États nationaux désireux de préserver leurs intérêts (ou ce qu'ils croient être leurs intérêts) sans accepter de contraintes extérieures.

Pour imaginer un véritable SMI dans un tel monde, le troisième élément doit changer.

Le mot « système » implique en effet l'acceptation d'un minimum de reconnaissance d'une « logique externe ». La juxtaposition des positions nationales ne peut créer un système.

Il faudrait donc que les États membres acceptent de coordonner leurs politiques économiques et financières pour réaliser un meilleur équilibre interne, et cela sous la surveillance d'une institution internationale dotée de pouvoirs réels et de sanctions.

Ce n'est pas, à mes yeux, une tâche hors de portée si les États pouvaient se laisser convaincre que les disciplines auxquelles ils se soumettraient seraient dans leur propre intérêt. En effet, dans un monde financier globalisé et interconnecté, il est assez facile de comprendre que volatilité des changes et déséquilibres courants ne sont de l'intérêt de personne.

Si l'état d'esprit que je viens d'évoquer se manifestait, les propositions excellentes du rapport Camdessus trouveraient à s'appliquer. Ainsi :

- certains « signaux d'alarme » seraient, dès l'abord, agréés (accumulation prolongée et excessive de déséquilibres de la balance des paiements, de réserves...) ;

- les indicateurs déclencheraient un mécanisme opérationnel de mesures correctives à appliquer avec intelligence selon le principe de proportionnalité ;
- en cas d'inaction de certains États devant les recommandations dérivées de ce processus, des sanctions devraient être appliquées.

À cet égard, je continue à penser qu'un traité international (une sorte d'Organisation mondiale de la finance — OMF, dans la ligne de l'Organisation mondiale du commerce — OMC) donnerait de meilleures garanties d'efficacité.

3 | Faute d'un tel accord, il conviendra d'envisager certains aménagements au « non-système » actuel

On peut envisager plusieurs pistes dont certaines peuvent être pertinentes, d'autres non.

- Certaines idées tournent autour de l'idée de facilités financières accrues. On peut imaginer d'améliorer encore les modalités de financement du FMI qui ont été déjà considérablement augmentées et rendues plus flexibles sous l'égide du G20. L'idée serait de permettre au FMI — en lui accordant la faculté d'emprunter sur les marchés — d'accorder, en cas de crise, à des pays victimes d'un assèchement de liquidité (et non de problèmes de solvabilité liés à des insuffisances de politique économique) des lignes de crédit automatiques et sans limite autres que le retour à la normale des marchés. Le FMI deviendrait, ainsi, le prêteur en dernier ressort qui manque aujourd'hui. (Il est tout de même plus satisfaisant d'organiser un mécanisme de ce type autour du FMI plutôt que de laisser reposer la liquidité sur la bonne volonté de telle ou telle banque centrale dans ses rapports bilatéraux).

Mais il faut être conscients que de telles propositions ne remplacent pas la création d'un véritable SMI. Elles s'adressent aux problèmes de financement et non d'ajustement.

- D'autres idées tournent autour de l'extension du droit de tirage spécial (DTS). Je ne suis pas sûr que cette monnaie-panier soit une véritable réponse

aux problèmes posés par l'existence d'une monnaie de réserve dominante, *i.e.* le dollar. Il faut, à mon sens, éviter d'utiliser le DTS comme une garantie collective donnée à ceux qui ont accumulé un excès de réserves. Au surplus, le potentiel du DTS paraît limité.

- D'autres idées, enfin, gravitent autour de la création d'un « panier de changes ». Le concept — s'il n'implique pour les devises situées dans le panier aucune contrainte, ni limites de glissement — risque

fort d'être illusoire. Si, en revanche, l'idée est de lier, par des marges préétablies, les devises entre elles, le mécanisme ne pourra fonctionner qu'avec une forte coordination centrale des politiques économiques comme préconisé (cf. 2]).

Faute de ce changement d'état d'esprit, le risque est de se concentrer sur des ajustements limités qui seront plutôt le reflet des insuffisances du système actuel qu'un élément de changement.

Kiyohiko G. NISHIMURA

Sous-gouverneur

Banque du Japon

Compte tenu du temps limité dont je dispose, j'axerai mon intervention sur deux points. L'un, primordial, consiste à comprendre le rôle et les limites du système monétaire international (SMI) *actuel*. L'autre concerne les défis auxquels les banquiers centraux devront faire face dans l'exercice de leurs responsabilités au sein du système actuel et très probablement dans le *futur* SMI.

I | Le rôle et les limites du SMI actuel

Tout d'abord, examinons le SMI dans sa forme actuelle. Le problème essentiel consiste à savoir comment réaliser un ajustement symétrique entre pays excédentaires et pays déficitaires.

Le SMI actuel ne possède pas de mécanisme intrinsèque qui déclenche automatiquement un processus d'ajustement équilibré, notamment entre les pays disposant d'une monnaie de réserve et les autres. Les États-Unis, en leur qualité de pays émettant la principale monnaie de réserve, ne sont guère incités à réduire leur déficit courant, notamment parce que, dès qu'une monnaie devient la principale monnaie de réserve, on constate une forte inertie dans son utilisation. Les économies émergentes excédentaires accroissent leurs avoirs de réserve de change, à la fois à titre de précaution et afin de préserver la compétitivité de leurs exportations. Dans la mesure où l'évolution des prix dans ces pays est maîtrisable, peu de contraintes s'exercent sur cette stratégie. Elle peut dès lors perdurer, favorisant ainsi l'accumulation de déséquilibres. Les tentatives de réduction des déséquilibres observées par le passé reposaient pour la plupart sur une approche bilatérale, donnant lieu dans certains cas à d'âpres discussions et négociations.

Un autre problème concernant le SMI actuel réside dans la nature et l'ampleur de l'ajustement nécessaire entre pays déficitaires et pays excédentaires. La distinction entre le caractère cyclique de l'équilibre épargne/investissement et sa tendance à plus long terme, qui dépend dans une large mesure du stade de développement économique et de la démographie du pays, n'est pas nécessairement évidente.

Dans les années quatre-vingt, par exemple, le Japon a subi une forte pression pour réduire ses excédents commerciaux et courants. Ce type de pression peut cependant donner lieu à des tentatives inopportunes. Dans le cas du Japon, le recours aux politiques macroéconomiques, en particulier à des politiques monétaire et budgétaire accommodantes, n'a pas permis au pays d'atteindre son objectif, mais a plutôt contribué à créer un environnement dans lequel les autorités ont eu plus de mal à agir rapidement face aux signes de surchauffe de l'économie. Nous savons tous comment cela s'est terminé.

C'est pourquoi le processus d'évaluation mutuelle du G20, d'une part, qui a pour but de favoriser une croissance forte, durable et équilibrée et de réduire les importants déséquilibres persistants, et les débats menés dans le cadre du G20 au sujet du SMI, d'autre part, tels que ceux sur la manière de traiter les flux mondiaux de capitaux et la liquidité mondiale, sont étroitement liés. À eux deux, ils devraient renforcer la stabilité à long terme de l'économie et du système financier mondiaux. L'important ici, c'est que le processus d'évaluation mutuelle, tout au moins dans sa phase initiale, permettra probablement aux pays de mieux comprendre les politiques menées par les autres ainsi que les conséquences de leurs propres politiques pour les autres. C'est ce qui formera la base d'un dialogue constructif durable ayant pour but de parvenir à une combinaison optimale des politiques économiques menées par les différents pays.

La réforme du SMI est également un projet de long terme. La réserve que l'on peut émettre au sujet de ce débat mondial est qu'il n'en découlera pas de modèle ou de concept unique applicable à l'ensemble des pays et des situations. Une analyse approfondie, prenant en considération la situation propre à chaque pays, du point de vue à la fois conjoncturel et structurel, sera nécessaire.

Dans le monde hétérogène qui est le nôtre, il est primordial d'identifier la nature et l'ampleur des déséquilibres qui se métamorphosent de plusieurs manières. Cependant, même le Fonds monétaire international (FMI), qui dispose d'une immense expertise et de ressources très

importantes, a eu du mal à identifier les déséquilibres non soutenables au fil des années. En 1989, dans le cadre de la consultation au titre de l'Article IV menée pour le Japon, les services du FMI soulignent que l'inflation au Japon n'est pas « source de préoccupation » et qu'on ne voit donc « aucune raison impérieuse » de resserrer la politique monétaire. En 2007, dans le rapport des services du FMI faisant suite à la consultation au titre de l'Article IV menée pour l'Irlande, le FMI explique que « les performances économiques du pays demeurent impressionnantes » et que « les banques sont très largement exposées sur le marché immobilier, mais les simulations de crise (*stress tests*) indiquent qu'elles disposent de coussins de sécurité suffisants pour amortir un grand nombre de chocs ». En 2007, le rapport des services du FMI concernant les États-Unis présentait également un « atterrissage en douceur » de l'économie comme étant le scénario le plus probable. Il précisait également que l'« innovation et la stabilité financières soutenaient la réussite économique des États-Unis ». Les limites de la surveillance du FMI durant la période qui a précédé la crise mondiale actuelle sont présentées plus en détail dans le rapport, récemment publié, du Bureau indépendant d'évaluation du Fonds (*Independent Evaluation Office*)¹.

Mon intention n'est pas de pointer du doigt le FMI. Personne dans cette pièce, à l'exception peut-être de Bill White, n'est totalement parvenu à anticiper l'apparition d'une bulle et les conséquences extrêmement néfastes de son éclatement. Je voulais simplement insister sur le fait que, lorsque la réflexion est dominée par une approche unique, elle peut obscurcir notre jugement concernant l'émergence de risques, alors qu'un point de vue différent permettrait de les identifier.

2 | Les défis que devront relever les banquiers centraux dans le cadre du SMI actuel et futur

Je souhaiterais à présent examiner les défis que devront relever les banquiers centraux dans le cadre du SMI actuel et qui sont susceptibles de persister même dans le futur SMI. J'aborderai quatre points.

Premièrement, la mise en œuvre d'une politique macroprudentielle. La récente crise financière mondiale a mis en avant l'importance de la politique macroprudentielle. Nous avons cependant été incapables d'en fournir une définition précise ou d'identifier une panoplie d'outils complète pour la mettre en œuvre. Il faudra probablement du temps avant que cette politique soit véritablement opérationnelle. Cependant, il nous faut bien reconnaître qu'il a fallu plusieurs décennies pour appréhender totalement l'importance de la stabilité des prix pour la stabilité macroéconomique et pour l'intégrer pleinement au cadre de politique monétaire des banques centrales dans l'ensemble du monde.

Deuxièmement, faire face aux risques de perte extrême. Prendre des mesures préventives pour éviter l'apparition de bulles susceptibles de nuire gravement à l'économie signifie mettre en œuvre des mesures destinées à prévenir l'accumulation de risques extrêmes ou la survenue d'événements peu fréquents mais très graves. L'indépendance et la nécessité de détenir un mandat clair sont souvent citées comme étant deux caractéristiques fondamentales pour asseoir une autorité macroprudentielle. Je pense, toutefois, que cela ne suffit pas. Un changement fondamental est nécessaire dans la manière de percevoir la politique économique. Il est nécessaire que la société comprenne collectivement qu'il est acceptable et approprié de la part de l'autorité macroprudentielle de mettre un frein à l'euphorie lorsque la situation semble encore favorable. Cela nécessite un changement de vision radical par rapport au paradigme actuel, dans lequel les mesures sont habituellement prises *après* que le choc négatif spécifique se soit produit.

Troisièmement, les effets de contagion à d'autres pays des mesures de politique économique. Sous l'effet de la mondialisation et de l'innovation financière continues, l'interconnexion entre les économies et les marchés financiers se renforce encore. Dans ce contexte, qu'il s'agisse de la politique monétaire ou de la politique macroprudentielle, les responsables devront obligatoirement être conscients des conséquences que peuvent avoir sur les autres pays les mesures qu'ils prennent. Il est également nécessaire de reconnaître que des effets de rétroaction en provenance d'économies et de marchés étrangers se manifesteront, influant sur

¹ Bureau indépendant d'évaluation du Fonds monétaire international. En janvier 2011, il a publié un rapport intitulé *IMF performance in the run-up to the financial and economic crises: IMF surveillance in 2004-2007*.

la situation économique et financière nationale. Des instances comme la Banque des règlements internationaux (BRI) ont joué un rôle essentiel, au fil des ans, dans le renforcement de la communication et de la coopération entre banques centrales. Leur importance est encore amenée à s'accroître dans un environnement de ce type.

Quatrièmement, sans entrer dans les détails, j'évoquerais des questions qui ne doivent pas tomber aux oubliettes, comme le renforcement du système financier en poursuivant, par exemple, l'amélioration

des règlements en devises et en renforçant le cadre de résolution des faillites transfrontières d'institutions financières.

Il y a quarante ans déjà, Sir John R. Hicks avait prédit que, dans un contexte de mondialisation des marchés financiers, « les banques centrales nationales ne seraient plus véritablement des banques centrales », mais deviendraient « des banques individuelles dans un système mondial ». Que nous le souhaitions ou non, c'est clairement dans cette direction que nous nous dirigeons.

Janet YELLEN**Vice-présidente du Conseil des gouverneurs**

Système fédéral de réserve

Près de quatre décennies se sont écoulées depuis la fin du système de Bretton Woods, et durant cette période, le système monétaire et financier s'est profondément transformé. Les changements qui ont eu lieu résultent de choix délibérément opérés par les autorités, et des interactions fondamentales entre les investisseurs, les institutions et des technologies en constant progrès. Du point de vue de la croissance économique mondiale, de la stabilité des prix et de la stabilité de la sphère financière, le système monétaire et financier international, dans sa forme actuelle, présente un bilan vraiment mitigé. De violentes crises et de graves difficultés économiques, notamment l'expérience difficile de ces dernières années, ont émaillé des périodes de croissance robuste, de faible inflation et de stabilité financière. Le sujet du débat d'aujourd'hui revêt donc une importance cruciale, et je suis heureuse de contribuer à la réflexion sur les pistes envisageables pour améliorer notre ordre économique international¹.

Afin d'évaluer nos priorités, il me semble utile de distinguer le système *monétaire* international du système *financier* international². Le système monétaire international est l'ensemble des règles, conventions et institutions associées à la politique monétaire, aux flux de capitaux publics et aux taux de change. Il comprend également des mécanismes permettant au secteur officiel d'apporter un soutien aux pays rencontrant des difficultés de financement. Le système financier international recouvre une notion beaucoup plus large, et comprend les opérateurs privés et institutionnels des marchés financiers mondiaux. Je pense qu'il est important de faire cette distinction lorsque l'on réfléchit à la manière de réduire la fréquence et la gravité des crises futures tout en préservant la prospérité de l'économie mondiale.

S'agissant de la récente crise financière mondiale et de la récession qui en a résulté, j'en attribuerai la responsabilité à des insuffisances des systèmes financier et monétaire. Pour ce qui concerne le

système monétaire international, le scénario de base est maintenant plutôt familier : d'importantes sorties de capitaux en provenance de pays affichant des excédents courants chroniques — résultant en partie d'un contrôle étroit des taux de change, de l'accumulation des réserves de change, et autres lacunes dans le fonctionnement du système monétaire international — ont poussé les taux d'intérêt réels à un niveau bas, entraînant ainsi une forte hausse des prix des actifs (de l'immobilier notamment) et accroissant la disponibilité du crédit. Ces évolutions ont contribué de façon significative à l'apparition des déséquilibres financiers, mais ne sont pas responsables, à elles seules, de la crise financière de grande ampleur que nous avons subie.

Si ce volume supplémentaire de crédit domestique associé à ces entrées de capitaux avait été utilisé efficacement, les déséquilibres n'auraient pas nécessairement mené à la faillite financière. Cependant, aux États-Unis et dans d'autres pays dont le compte de transactions courantes était déficitaire, l'emprunt a trop souvent servi à financer des dépenses excessives dans l'immobilier et la consommation, plutôt que l'investissement productif. Plus important, le relâchement des critères d'octroi, la dégradation de la surveillance des prêts par les investisseurs et les agences de notation, le recours accru à des produits financiers opaques, et les insuffisances plus générales dans la gestion du risque par les institutions financières privées ont contribué à engendrer un important essor du crédit, dangereux et non soutenable. Le système financier évoluant rapidement, les autorités de surveillance et de régulation, aux États-Unis et dans beaucoup d'autres pays, n'ont pas réussi à identifier et à juguler les vulnérabilités croissantes. En résumé, ces insuffisances ancrées dans le système financier ont interagi avec les faiblesses du système monétaire mondial, créant ainsi des tensions et de l'instabilité qui ont finalement déclenché — et amplifié — la récente crise financière et la récession qui a suivi.

1 Ces remarques reflètent uniquement mes propres opinions, qui ne sont pas nécessairement celles d'autres membres du Federal Open Market Committee. J'ai apprécié l'aide que m'a apportée Trevor Reeve, de l'équipe du Conseil dans la préparation de ces remarques.

2 Pour une analyse plus en profondeur de cette distinction, cf. Edwin M. Truman (2010) : "The International Monetary System and Global Imbalances", Peterson Institute for International Economics, Washington, janvier, <http://www.iie.com/publications/papers/truman0110.pdf>

De la même manière, d'autres crises économiques peuvent être imputées aux interactions entre les faiblesses respectives des systèmes financier et monétaire mondiaux. Par exemple, la crise financière asiatique de la fin des années quatre-vingt-dix provenait de l'incapacité à allouer prudemment les ressources en capital à des investissements productifs — échecs de l'intermédiation financière. Mais ces problèmes ont été aggravés par certaines caractéristiques du système monétaire international, le contrôle étroit des taux de change encourageant le recours excessif à l'emprunt en devises étrangères. L'effondrement du baht thaïlandais mi-1997, qui a marqué le début de la crise, a entraîné des pertes de bilan substantielles — particulièrement pour les banques de ce pays — et a provoqué une réévaluation généralisée du risque dans l'ensemble de la région. Les investisseurs ayant perdu confiance, les capitaux ont fui ces économies, précipitant une récession sévère. Comme le montre l'expérience récente des États-Unis, une meilleure gestion des systèmes financiers nationaux dans les économies asiatiques émergentes aurait nettement limité, voire prévenu, les faiblesses de la sphère financière qui ont finalement donné naissance à la crise, mais les politiques relatives aux régimes de change et aux flux de capitaux ont également joué un rôle important.

La conclusion que j'ai tirée de cette crise, et d'autres crises financières, est que nous devons renforcer le système financier tout comme le système monétaire, afin de créer une économie mondiale plus stable et moins sujette aux crises. Améliorer le système financier international nécessite de mieux gérer les secteurs financiers nationaux et aussi d'améliorer la coopération et la coordination internationales, parce que dans une économie mondialisée, avec des interconnexions transfrontières fortes et complexes, même des tensions financières internes peuvent avoir des répercussions internationales sérieuses.

Il faut que les différents pays travaillent ensemble afin de faire en sorte que les faiblesses du système financier mondial soient reconnues et traitées. Les progrès que nous avons accomplis en matière de renforcement du secteur bancaire par l'intermédiaire des exigences de liquidité et de capital fixées par Bâle III sont encourageants. Nous avons également fait un grand pas en matière d'amélioration de la coordination et de la coopération internationales s'agissant de la surveillance des institutions financières d'importance systémique dont les opérations et les engagements sont du ressort de nombreuses juridictions. Ceci dit,

nous devons continuer à travailler à l'élaboration de mécanismes de résolution viables pour ces institutions. Il nous faut également continuer à travailler à l'amélioration de notre approche macroprudentielle de la gestion des vulnérabilités. Nous devons en outre collaborer afin de veiller à ce que les activités à risque ne se déplacent pas vers le système financier parallèle, dans une tentative de contournement des autorités réglementaires.

Il nous faut également renforcer le système monétaire international. Nous avons besoin d'un système caractérisé par une plus grande ouverture des comptes de capital, une plus grande flexibilité des taux de change et des politiques monétaires plus indépendantes. Des comptes de capital ouverts, soutenus par une surveillance et une régulation financières appropriées, orientent l'épargne vers ses utilisations les plus productives, augmentant ainsi le bien-être. La flexibilité des taux de change améliore la gestion macroéconomique au niveau national, permettant aux pays de conduire des politiques monétaires indépendantes adaptées à leurs besoins individuels, et limitent les effets indésirables de contagion aux autres économies. Un tel système peut également s'adapter de manière flexible à des réalités économiques et financières changeantes, à mesure que les pays se développent, que la technologie progresse, et que des chocs frappent l'économie mondiale.

Notre système monétaire international actuel ne remplit pas encore ces objectifs. Nous avons aujourd'hui un dispositif hybride, dans lequel certaines économies ont des taux de change flexibles, maintiennent des comptes de capital ouverts, et conduisent une politique monétaire indépendante — une réconciliation raisonnable de la trinité prétendument impossible. Mais d'autres pays contrôlent étroitement leur taux de change, avec différentes combinaisons de mobilité des capitaux et d'indépendance de la politique monétaire.

L'absence de flexibilité des taux de change dans ces pays a eu tendance à entraver l'ajustement des déséquilibres mondiaux non soutenables des échanges commerciaux et des mouvements de capitaux. En effet, comme je l'ai souligné, de tels déséquilibres semblent avoir favorisé le développement de vulnérabilités au cours de la période ayant précédé la récente crise financière. Les pays affichant un excédent des transactions courantes et des restrictions aux flux de capitaux

ont été à même de s'opposer à l'appréciation de leur monnaie sur des périodes prolongées, même quand elle était justifiée par les fondamentaux sous-jacents. En principe, un ajustement des déséquilibres pourrait s'opérer si les pays qui laissent relativement peu varier leur taux de change nominal permettaient à leur niveau de prix en interne de s'ajuster au fil du temps. Mais les opérations de stérilisation et d'autres mesures peuvent restreindre cet ajustement, ce que l'on a souvent observé. Parallèlement, les pays dont les comptes de transactions courantes sont déficitaires devraient prendre des mesures visant à accroître l'épargne nationale, notamment en mettant en place des plans crédibles de réduction de leurs déficits budgétaires à plus long terme.

Le système monétaire international, dans les faits, souffre encore de l'asymétrie qui a miné le système de Bretton Woods – c'est-à-dire que les pays connaissant un excédent et ceux en situation de déficit font face à des pressions très inégales pour permettre des ajustements automatiques ou pour entreprendre une politique visant à réduire des déséquilibres mondiaux persistants. Les pays excédentaires peuvent résister à l'ajustement en limitant les flux de capitaux et les mouvements de leur taux de change, mais les pays déficitaires sont obligés de s'ajuster lorsqu'ils viennent à manquer de réserves de change ou n'ont plus accès à l'emprunt extérieur. Cette asymétrie a contribué à inhiber le processus de rééquilibrage mondial, et pourrait menacer la reprise économique en cours : si les pays déficitaires réduisaient leurs dépenses sans hausses équivalentes des dépenses dans les pays excédentaires, la demande globale déclinerait, entraînant des conséquences néfastes pour l'économie mondiale.

Ainsi, il me semble nécessaire que nous continuions à travailler à instaurer un système monétaire international caractérisé par des taux de change plus flexibles, des comptes de capital ouverts et des politiques monétaires indépendantes qui faciliteront l'ajustement des déséquilibres mondiaux. Mais nous devons admettre que les pays sont confrontés à divers défis dans une telle période de transition. Pour les pays dont la monnaie est sous-évaluée, l'adoption de taux de change plus flexibles nécessite une réallocation des ressources internes entre les différents secteurs – une transition qui prend du temps. Comme exposé plus avant, la récente crise a également mis au jour de nombreuses lacunes dans le fonctionnement de la régulation de notre système financier, qui prendront eux aussi du temps à être corrigés. Enfin, bien que je n'aie pas abordé cette préoccupation dans mes remarques aujourd'hui, l'expansion des déficits et de la dette du secteur public dans nombre de pays engendre des risques très sérieux à moyen et long termes pour les systèmes financier et monétaire internationaux, et il conviendra de traiter le problème.

Tout en tenant compte de ces questions de long terme, nous devons soutenir les efforts fournis par les différents pays pour relever les défis qui se présentent à eux de façon plus immédiate. Certaines économies avancées se débattent avec une demande faible, un chômage élevé et la désinflation. Nombre d'économies de marché émergentes font face à des tensions inflationnistes et des entrées de capitaux croissantes dans un contexte de croissance forte. À la lumière de ces divers défis, il est essentiel que les autorités fassent preuve d'esprit de coopération afin d'assurer la prospérité de l'économie mondiale.

CONCLUSION

William R. WHITE

Président

Comité d'examen des situations économiques et des problèmes de développement, OCDE

Je remercie le gouverneur de la Banque de France de m'avoir confié la conclusion de ce prestigieux colloque. C'est un honneur pour moi. Il y a un certain nombre d'années, mon collègue de la Banque des règlements internationaux (BRI), Andrew Crockett, avait réalisé la brillante synthèse d'une conférence de la Banque du Japon. Quand je l'ai interrogé à ce sujet, il m'a répondu par une boutade, affirmant qu'on se facilite la tâche en présentant aux intervenants les propos qu'ils auraient dû tenir plutôt que ceux qu'ils ont effectivement prononcés. Aujourd'hui, je m'en tiendrai essentiellement à ce qui a été dit, même s'il m'arrivera parfois de m'en éloigner. Je ne prétends pas comprendre totalement les origines de la crise actuelle, ni savoir où elle pourrait nous mener¹. Je citerai à cet égard une phrase de Keynes, de 1931, qui me semble encore pertinente aujourd'hui² : « Nous sommes plongés dans un affreux pétrin, car nous avons commis une lourde erreur dans la gestion d'une machine complexe dont nous ne comprenons pas le fonctionnement ». Cette conférence nous donne au moins l'occasion de réexaminer certains aspects que nous pensions comprendre.

Mon intervention d'aujourd'hui sera linéaire, au sens où je vais résumer le débat sur les sujets abordés lors des sessions successives. En revanche, de nombreux participants ont fait des commentaires qui concernaient, en fait, d'autres sessions que la leur. Ce n'est pas une critique. Il s'agit d'une illustration du fait que dans le monde réel, pratiquement toutes les variables sont endogènes. La complexité de l'économie, perçue comme un système de variables réelles et financières fortement interdépendantes, contribue également à expliquer les limites actuelles auxquelles se heurte notre compréhension³.

Session I : quels déséquilibres après la crise ?

Cette question, à mon avis, revient à se demander « Quel est le problème ? ». Logiquement, il faut

y répondre avant de formuler des propositions quant aux mesures à prendre. La question pose clairement le principe que des « déséquilibres » d'une certaine nature sont la cause fondamentale du problème, ce qui constitue, en fait, une avancée considérable sur le plan de l'analyse. Aujourd'hui, Lorenzo Bini Smaghi, Kiyohiko G. Nishimura et Kenneth Rogoff nous ont rappelé que les modèles macroéconomiques communément utilisés dans les universités, les banques centrales et les institutions financières internationales n'intègrent pas, en fait, de déséquilibre d'importance significative. L'intitulé de cette session sous-entend la nécessité de modifier ces modèles, et de façon fondamentale.

Si l'on accepte que les déséquilibres constituent un problème, doit-on se préoccuper uniquement des déséquilibres extérieurs (les déséquilibres commerciaux mondiaux) ou également des déséquilibres internes ? Dans leurs commentaires d'aujourd'hui, Olivier Blanchard, Jacob A. Frenkel, Nouriel Roubini et Axel Weber ont tous soutenu que les déséquilibres extérieurs trouvent leur source dans les déséquilibres intérieurs. De plus, selon Pierre-Olivier Gourinchas et Olivier Blanchard, dans la mesure où le problème des déséquilibres extérieurs doit être traité à part, il a trait aussi bien à des mouvements perturbateurs de capitaux (entraînant des expositions internationales brutes) qu'à des déséquilibres commerciaux (entraînant des expositions internationales nettes). En résumé, le problème des déséquilibres présente de multiples facettes.

S'agissant de la nature des déséquilibres internes, Jacob A. Frenkel, notamment, a remarqué leur grande diversité. Les déséquilibres financiers comprennent, entre autres, la surévaluation des actifs et le surendettement des institutions financières. Parmi les déséquilibres réels figurent la faiblesse anormale des taux d'épargne des ménages dans de nombreux pays et le niveau anormalement élevé du taux d'investissement

¹ Cf. White (2010b)

² J. M. Keynes (1931)

³ Buchanan (2002) donne des indications utiles relatives aux propriétés qui semblent caractériser l'ensemble des systèmes complexes. Premièrement, la fréquence des coûteuses crises systémiques varie inversement avec les coûts, c'est-à-dire la puissance de la crise. Deuxièmement, l'importance inhérente aux événements déclencheurs ne présente pas de corrélation avec l'ampleur de la crise qui en résulte. Troisièmement, il est impossible de prévoir le calendrier des crises.

en capital fixe en Chine. Cette situation entraîne des déséquilibres de la structure de production, c'est-à-dire que certains secteurs (comme la construction dans de nombreux pays) se sont trop développés par rapport à la demande sous-jacente.

L'impression générale qui ressort de cette journée, étayée par des travaux universitaires, est que ces déséquilibres trouvent leur origine dans une création excessive de crédit, rendue possible, en définitive, par un système monétaire fiduciaire non adossé à des actifs. Certes, l'histoire économique conforte de plus en plus ces thèses⁴. Il existe en effet une littérature de plus en plus abondante sur les crises économiques passées de grande ampleur. Toutefois, nous pouvons également avoir recours à l'histoire de la pensée économique⁵. En effet, avant-guerre, de nombreux théoriciens du cycle d'activité ont suggéré que des forces liées au crédit étaient responsables, finalement, de perturbations économiques majeures.

Comment ces déséquilibres créent-ils des problèmes ? Jacob A. Frenkel l'a énoncé très succinctement : « ils sont une menace pour une croissance durable ». Fondamentalement, une phase d'expansion tirée par le crédit se transforme en récession, cette dernière étant de façon générale plus prononcée si le système financier lui-même a été affaibli au cours du processus⁶. En outre, des indications de plus en plus nombreuses donnent à penser que le niveau du PIB potentiel serait lui aussi affecté de façon significative par ces crises⁷. Enfin, il convient de noter que le coût élevé des crises est lié aux interactions entre déséquilibres réels et financiers lors des phases d'expansion comme de recul de l'activité. Pendant la crise actuelle, les tensions sont d'abord apparues dans la sphère financière avant de se propager à la sphère réelle. Dans le passé, néanmoins, le modèle de contagion inverse a été tout aussi fréquemment observé⁸. Par conséquent, si la stabilité financière est importante, elle ne constitue toutefois pas une condition suffisante pour éviter des résultats macroéconomiques désastreux⁹.

La dernière question soulevée au cours de cette session consistait à déterminer à quel stade des

problèmes posés par les déséquilibres nous nous trouvons. Pour quelques participants, relativement optimistes, les déséquilibres ne constitueraient plus une menace et la croissance mondiale actuelle serait soutenable. D'autres, notamment Jacob A. Frenkel et Nouriel Roubini, se sont montrés beaucoup plus sceptiques. Pour ces deux économistes, en effet, tous les déséquilibres observés au début de la crise, en 2007, sont encore présents à l'heure actuelle. Certains ont même suggéré que les mesures prises par les autorités face à la crise pourraient bien avoir aggravé les problèmes sous-jacents auxquels nous restons confrontés. Ainsi, selon Nouriel Roubini, les politiques keynésiennes de relance de la demande ne servent qu'à temporiser. Il a également été remarqué que notre arsenal macroéconomique traditionnel se retrouve largement dégarni. Les taux d'intérêt réels sont nuls voire négatifs, la taille des bilans des banques centrales s'est considérablement développée, et les dettes souveraines de nombre de pays ont désormais pris une telle ampleur que toute stimulation supplémentaire est exclue, même en cas de nouveau ralentissement de l'économie.

Session 2 : le défi de la surveillance et de la coordination

Cette session a été axée sur la prévention des crises. Comment pouvons-nous éviter que la situation actuelle ne se reproduise ? En principe, ce sujet n'a rien à voir avec la gestion d'une crise en vue d'une sortie efficace. Dans la pratique, toutefois, comme Jacob A. Frenkel et Nouriel Roubini l'ont indiqué, il existe un lien entre les deux, en ce sens que certaines mesures conçues pour modérer la crise actuelle vont accroître les pertes attendues des futures crises. Par exemple, encourager l'accumulation de davantage de dette (publique ou privée) au cours d'une récession va renforcer la probabilité d'une crise future et accroître ses coûts si jamais elle survient.

Une grande partie de la session a été consacrée à quatre séries de problèmes auxquels sont confrontées

4 Cf. Reinhart et Rogoff (2009) ainsi que Schularick et Taylor (2009) et les Perspectives de l'économie mondiale (2009)

5 Pour une revue de cette littérature, cf. Laidler (1999). Von Mises et Hayek (l'école « autrichienne ») ont joué un rôle important dans ce courant de pensée, tout comme Robbins et Dennis Robertson au Royaume-Uni.

6 Cf. Reinhart et Reinhart (2010) et les commentaires de White (2010c)

7 Cerra et Saxena (2008)

8 Selon Reinhart et Rogoff, la moitié environ des fortes récessions considérées ont commencé dans la sphère réelle. Citons à cet égard la Grande crise, aux États-Unis, qui a débuté en 1929 et a été fortement aggravée par l'effondrement du système bancaire en 1931.

9 En fait, ni la stabilité des prix ni la stabilité financière ne suffisent pour permettre d'éviter les mauvais résultats macroéconomiques. Sur la stabilité des prix, cf. White (2006)

les instances chargées de la prévention des crises. Dans des travaux précédents, j'ai appelé ces défis le problème de la prise de conscience, le problème de l'identification, le problème de la volonté d'agir et le problème de la coordination. Dans tous ces domaines, les participants ont indiqué que des progrès importants avaient été réalisés mais que néanmoins, beaucoup restait à faire.

Le problème de la *prise de conscience* est lié au fait que les autorités doivent disposer d'un cadre d'analyse adéquat. Sont-elles conscientes que la stabilité des prix et la stabilité financière, tout en étant souhaitables, ne suffisent pas pour éviter les graves problèmes macroéconomiques découlant de l'évolution du cycle de crédit ? En d'autres termes, l'éventail des déséquilibres, servant d'indicateurs de problèmes potentiels, est-il assez étendu pour prendre en compte tous les dangers susceptibles d'apparaître ? Comme indiqué précédemment, certains responsables semblent plus réceptifs que d'autres aux propositions concernant les déséquilibres.

Par exemple, considérons trois des plus grandes banques centrales du monde ¹⁰. Le Système fédéral de réserve conduit la politique monétaire en s'appuyant pratiquement sur un pilier unique, l'écart de production. Dans ce cadre, les déséquilibres ne jouent aucun rôle. En revanche, la Banque du Japon a deux « perspectives », qui prennent en compte non seulement l'écart de production, mais aussi l'ensemble des forces liées à l'évolution du crédit responsables de la dernière crise qu'a connue ce pays. Enfin, la Banque centrale européenne (BCE) paraît se situer inconfortablement entre les deux. Son deuxième pilier a évolué, le suivi de la masse monétaire comme indicateur d'inflation future évoluant vers un suivi du crédit comme indicateur des déséquilibres futurs. Toutefois, je ne sais pas très bien où en est actuellement ce processus d'évolution.

Le problème de l'*identification* a trait à la nécessité d'établir (avec un degré de certitude suffisant pour justifier une réponse de politique économique) si des problèmes sont effectivement en train de s'accumuler.

À cet égard, un certain nombre de commentateurs ont fait état de progrès significatifs. Charles Goodhart a remarqué, concernant certains aspects de Bâle III, qu'ils constituaient une nette avancée par rapport à Bâle II. Olli Rehn a expliqué sans complaisance le « comment » et le « pourquoi » de l'échec des autorités européennes à voir venir la crise. Surtout, il a également indiqué clairement les enseignements qu'elles entendaient tirer de ces expériences pour améliorer leurs capacités en matière de surveillance. Enfin, parmi les progrès réalisés, je mentionnerai la multiplication prometteuse des travaux de recherche relatifs aux indicateurs de crises économiques et financières futures ¹¹.

Toutefois, d'importants problèmes subsistent. Lorenzo Bini Smaghi a présenté une réflexion sur le fait que les tests de résistance (*stress tests*) des institutions financières, ainsi que les estimations de la solidité budgétaire des États, peuvent tous deux être extrêmement trompeurs. En effet, pendant la phase d'expansion, ces indicateurs semblent très satisfaisants, mais la phase de récession modifie radicalement les perceptions, comme le montre l'exemple des banques et des États en Espagne et en Irlande, avant et après la crise. Choongsoo Kim a également mentionné d'autres problèmes qui compliquent l'identification des problèmes menaçant le secteur financier. Il a notamment évoqué la complexité, l'opacité, l'innovation constante et la tendance des prêteurs à dissimuler les problèmes en consentant de nouveaux prêts pour renouveler les anciens.

Choongsoo Kim a également fait spécifiquement référence aux difficultés inhérentes à l'identification de vulnérabilités systémiques. Elles sont liées aux interdépendances et aux chocs partagés, qui sont difficiles à suivre et à évaluer ¹². Dans ce contexte, il n'est peut-être pas surprenant que les mesures proposées pour traiter le risque systémique dans le cadre de Bâle III soient, à l'heure actuelle, très incomplètes. En effet, elles ressemblent beaucoup à de simples ajouts à ce qui correspond, pour l'essentiel, à des mesures microéconomiques traditionnelles ¹³.

¹⁰ Pour une analyse plus approfondie, cf. White (2010a)

¹¹ Cf. Borio et Dhremann (2009) et Barendt et al. (2010)

¹² M. Kim a élargi le propos, indiquant que les interdépendances et les chocs peuvent également avoir des origines sociales et politiques et vice versa. Considérons l'incidence sur les prix du pétrole des événements politiques récents au Moyen-Orient et en Afrique du nord, et le fait que ces événements ont été en partie déclenchés par le renchérissement des produits alimentaires, qui résultait de la hausse de la demande. En bref, les endogénéités vont bien au-delà de la sphère économique.

¹³ Cf. Hellwig (2010)

Le problème de la *volonté d'agir* a trait à une attitude passive, même après que des problèmes potentiellement graves ont été mis en évidence. En fait, Charles Goodhart était tellement convaincu de l'importance de cette question qu'il a affirmé que les exigences de fonds propres contracycliques dans le cadre de Bâle III étaient inutiles parce qu'elles ne seraient jamais mises en œuvre par les autorités nationales. Comment expliquer cette passivité des autorités ? Selon Charles Goodhart, l'une des raisons, d'origine interne, en est qu'il serait fortement impopulaire de durcir la politique pendant la phase d'expansion dont beaucoup tirent grand profit. Cette passivité tient également à des facteurs internationaux. Le durcissement de la réglementation dans le pays A sera immédiatement critiqué parce qu'il confère un avantage au pays B. En ce qui concerne le resserrement de la politique monétaire, José De Gregorio a remarqué que cette stratégie fait augmenter le taux de change réel et réduit la compétitivité. À tout le moins, beaucoup trouveraient ces conséquences fâcheuses. D'autres ont suggéré (voir plus loin) que le durcissement de la politique monétaire pourrait s'avérer inefficace s'il attirait trop de capitaux étrangers.

Face à toutes ces incitations à la passivité, Charles Goodhart a conclu que la régulation macroprudentielle devrait être guidée par des règles autant que par des mesures discrétionnaires¹⁴. Il a également suggéré qu'à l'avenir, les régulateurs soient tenus de justifier publiquement toute décision de *ne pas* suivre les règles adoptées auparavant¹⁵.

Enfin, l'efficacité de la surveillance se heurte à un problème de *coordination*. J'aborderai les aspects nationaux de ce point dans la prochaine section. Je m'attacherai ici uniquement aux commentaires qui ont porté sur la coordination internationale. Nombre de participants ont fait état d'importants progrès réalisés à ce stade. Dans son introduction, Christian Noyer en a présenté une remarquable vue d'ensemble. De même, Mario Draghi a souligné les importantes contributions du Conseil de stabilité financière (CSF) et Choongsoo Kim les importantes réalisations du processus du G20. Dans le même ordre d'idées, Choongsoo Kim a également indiqué combien

les mesures concertées au niveau international, baisses de taux d'intérêt et *swaps* de change, avaient contribué à limiter les dégâts au plus fort de la crise.

Néanmoins, nombre de participants ont souligné qu'il restait beaucoup à faire. Mario Draghi a présenté le programme de travaux que le CSF a l'intention d'entreprendre. Plus fondamentalement, Olivier Blanchard et Martin Wolf ont souligné que l'absence d'un modèle analytique partagé (quel est le problème ?) pouvait faire obstacle à des solutions coordonnées. Mario Draghi, Jacques de Larosière et Choongsoo Kim ont remarqué la réticence des pays à renoncer aux objectifs souverains en l'absence d'une crise avérée. Finalement, Franklin Allen a souligné la réticence des pays avancés à restructurer l'architecture financière internationale pour prendre en compte de façon appropriée le pouvoir économique accru des nouvelles économies émergentes. Cela a fait obstacle à la coopération internationale parce que beaucoup de pays émergents ne font pas confiance aux institutions comme le Fonds monétaire international (FMI), se sentant exclus de leurs organes dirigeants.

Session 3 : le rôle des banques centrales : les enseignements de la crise

Décider ce que devrait être l'action des banques centrales en matière de prévention des crises dépend de ce que l'on considère être le problème à traiter. Pour utiliser une distinction établie par Janet Yellen¹⁶, le problème a-t-il des racines monétaires, financières ou les deux ? En d'autres termes, les crises sont-elles susceptibles d'être endémiques dans notre système monétaire actuel ou sont-elles fondamentalement liées à un échec de la régulation ? Dans le premier cas, le problème est macroéconomique et touche à la fois le système financier et l'économie réelle. De toute évidence, dans la mesure où ce diagnostic est exact, les banques centrales devront jouer un rôle plus fondamental.

Une question importante qui a été soulevée était de savoir si les banques centrales doivent modifier les taux pour freiner une croissance du crédit jugée

¹⁴ Ce qui est conforme à Brunnermeier et al. (2009)

¹⁵ On trouvera également des suggestions de cette nature dans différents rapports annuels de la BRI.

¹⁶ Bien entendu, cette distinction trouve son origine dans la littérature universitaire. Cf. Padoa-Schioppa (2010)

excessive. Jean-Pierre Landau, Charles Goodhart et Athanasios Orphanides semblent tous répondre par la négative. Dans sa présentation, Olivier Jeanne a même fait référence à cette conclusion comme « faisant partie du consensus d'après crise ». Ces participants ont tous semblé privilégier l'utilisation d'instruments macroprudentiels dans de telles circonstances.

J'ai émis des réserves sur ces conclusions en d'autres occasions¹⁷ et je n'ai pas changé d'avis à ce sujet. L'argument théorique fondamental a été présenté ci-dessus. Dans la pratique, les instruments macroprudentiels visant à limiter les excès en matière de croissance du crédit, s'ils sont certainement utiles, s'avèreront, finalement, insuffisants si les perspectives de gains en cas de non-utilisation sont suffisamment importantes¹⁸. Il est probable qu'en fin de compte, il sera nécessaire d'utiliser à la fois des instruments monétaires et macroprudentiels. Toutefois, la question de savoir dans quel ordre et dans quelles proportions reste de toute évidence ouverte.

Lorenzo Bini-Smaghi et Athanasios Orphanides ont soulevé une autre question importante, celle de savoir comment les banques centrales doivent réagir aux chocs d'offre¹⁹. Ce point est étroitement lié à la question de savoir si « la stabilité des prix suffit » pour guider la conduite des banques centrales. Lors du dernier colloque international de la Banque de France²⁰, j'ai affirmé que la faiblesse de l'inflation observée dans les économies de marché avancées avant 2007 était due en grande partie à la forte croissance de la productivité dans des économies auparavant gérées par l'État. En fait ces évolutions permettaient de produire une « bonne » déflation et non « dangereuse »²¹. En tout état de cause, les banques centrales du monde entier ont contré ces évolutions des prix par des politiques inhabituellement accommodantes, contribuant ainsi largement au problème des déséquilibres qui continue de se poser à nous. Les premiers travaux sur ce sujet méritent plus d'attention qu'ils n'en ont reçu²².

Une dernière question était celle du rôle qui devrait être assigné aux banques centrales dans l'activation et la gestion d'instruments macroprudentiels. La plupart des commentateurs semblent penser que les banques centrales devraient jouer un rôle important, pour des raisons différentes toutefois. Jean-Pierre Landau a remarqué que les instruments monétaires et les instruments macroprudentiels ne sont pas indépendants en ce sens que les uns et les autres influent sur les dépenses. Par conséquent, leur utilisation nécessite une certaine coopération (voire même une coordination). Athanasios Orphanides a abondé dans ce sens, car il estime que les dirigeants de banque centrale ont une orientation plus macroéconomique que les régulateurs. De plus, en matière d'instruments, ils ont actuellement un degré d'indépendance élevé par rapport à la sphère politique. Cela les aidera pour traiter le problème de la volonté d'agir²³. Olivier Jeanne a toutefois présenté une argumentation opposée. Selon lui, les banques centrales risqueraient quand même de tomber sous influence, non de l'État mais du secteur financier.

Session 4 : vers quel système monétaire international ?

Martin Wolf (modérateur de la session) a indiqué que le système monétaire international actuel est très différent de celui qui recueillait l'essentiel des suffrages après l'effondrement de Bretton Woods. En effet, le système aurait dû comporter des taux de change flottants, les politiques monétaires nationales étant ancrées à une cible nominale, sans que les réserves de change ne jouent vraiment de rôle. Au lieu de cela, le système actuel associe la peur du flottement, des politiques monétaires fortement contraintes par des considérations internationales et une accumulation sans précédent de réserves de change.

Ces divergences exceptionnelles suffiraient, en elles mêmes, pour attester de l'importance du

17 White (2009)

18 Si, selon les termes de Wicksell, l'écart entre le taux d'intérêt naturel et le taux financier est suffisant, les instruments macroprudentiels et le contrôle des mouvements de capitaux subiront des fuites importantes.

19 Le choc spécifique évoqué par M. Bini-Smaghi était une baisse du niveau potentiel de production dans les économies de marché avancées, favorisé dans une certaine mesure par la croissance plus élevée des économies de marché émergentes. Il a ensuite conclu que cela pourrait fournir une justification à des politiques monétaires plus restrictives dans les économies de marché avancées.

20 White (2008)

21 Cf. Borio et Filardo (2004)

22 Selgin (1999) a passé en revue cette littérature. Cf. également Beckworth (2008). Haberler (1986) affirme qu'il s'agissait de l'élément déterminant qui avait permis à Hayek, presque seul dans ce cas, de prévoir la Grande crise aux États-Unis.

23 Paul Volker a également soutenu cet argument. Cf. Volker (2011)

sujet traité dans cette session. De plus, en tant que justification complémentaire, il a été suggéré à maintes reprises au cours de la journée que les déséquilibres extérieurs et domestiques auxquels il a été fait référence précédemment auraient été moindres si le système monétaire international avait imposé davantage de discipline, tant aux débiteurs qu'aux créanciers. Ce sont peut-être Franklin Allen et Pierre-Olivier Gourinchas qui ont le plus mis l'accent sur cette dimension internationale, mais Jacob A. Frenkel, Christian Noyer, Axel Weber et Janet Yellen ont également considéré qu'elle avait fortement contribué à la genèse de la crise.

Plus spécifiquement, l'investissement a été très faible dans les économies de marché avancées au cours des vingt années qui ont précédé la crise²⁴. En outre, alors même que la demande globale s'affaiblissait, la mondialisation a entraîné une augmentation de l'offre globale. Les banques centrales des économies de marché avancées ont réagi en menant des politiques monétaires très accommodantes (notamment le Système de réserve fédérale). Confrontés à des pressions à la hausse sur leur taux de change, nombre d'économies de marché émergentes, dont la Chine, ont réagi par des politiques monétaires également accommodantes et des interventions massives sur les changes. Les réserves étant ensuite réinvesties dans les économies de marché avancées, il s'est produit une expansion véritablement mondiale du crédit, avec tous les effets secondaires qu'on a pu constater.

Comme dans les sessions précédentes, la discussion a moins porté sur la manière de sortir des difficultés actuelles que sur la future réforme du système monétaire international²⁵. À cet égard, un certain nombre de participants ont noté deux points difficiles que toute réforme importante devrait prendre en compte.

Le premier, auquel ont fait allusion Jacques de Larosière et Lorenzo Bini Smaghi, est que l'hypothèse de la parité des taux d'intérêt non couverte n'est valable que sur des périodes très longues. Les implications en sont nombreuses et importantes, comme l'ont indiqué en particulier José De Gregorio et Xiaolian Hu. Les mouvements internationaux de capitaux n'accroissent pas nécessairement le bien-être parce qu'ils peuvent entraîner des épisodes

coûteux d'expansion-contraction. En outre, il est probable que ces crises seront plus sévères dans les économies de marché émergentes. Qui plus est, dans ces circonstances, les taux de change flottants sont susceptibles d'afficher une volatilité préoccupante. Enfin, le durcissement de la politique monétaire pourrait dans certains cas aller à l'encontre du but recherché si les entrées de capitaux entraînent un assouplissement des conditions de crédit. Face à cet échec du marché, Michel Camdessus, José De Gregorio, Xiaolian Hu et Jacob A. Frenkel se sont tous demandé si cette situation pourrait dans une certaine mesure justifier le recours au contrôle des mouvements de capitaux. Auquel cas, Michel Camdessus a ajouté qu'il serait également nécessaire de disposer de critères approuvés au niveau international pour déterminer à quel moment recourir à ces contrôles.

Le deuxième point a été mentionné par Jacob A. Frenkel, Pierre-Olivier Gourinchas, Olivier Jeanne et Nouriel Roubini : le temps commence à manquer pour procéder à des réformes. Le dollar des États-Unis a certes conservé son statut de monnaie refuge pendant la crise, mais les inquiétudes grandissent quant à son futur statut. Les États-Unis enregistrent des niveaux considérables de déficit et d'endettement à tous les niveaux de l'État et le Système de réserve fédéral a également acheté une part sans précédent de la dette souveraine. Olivier Jeanne a soulevé la possibilité de l'émergence d'un problème de type « peso » et de son corollaire, une hausse brutale de la prime de risque. Il a indiqué qu'il ne connaissait pas d'exemple d'une banque centrale poussant son pays à la faillite en refusant de racheter ses obligations d'État.

Quelles suggestions positives de réforme pourrait-on formuler ? Franklin Allen, qui a souligné le rôle des facteurs internationaux dans la crise actuelle, a suggéré diverses mesures visant à convaincre les pays qu'ils n'ont pas besoin d'accumuler de niveaux élevés de réserves de change pour des motifs de précaution. Enfin, il a soutenu l'idée d'un filet de sécurité international reposant sur le FMI. De façon assez surprenante, Choongsoo Kim a remis en cause cette approche en remarquant que de nombreux pays ont accumulé des réserves à des fins de concurrence plutôt que pour des motifs de précaution.

24 Pour une analyse plus exhaustive, cf. White (2008)

25 La France présidera le G20 en 2011 et le gouvernement français a fait part de son vif intérêt pour ce sujet.

Xiaolian Hu a soulevé la question du rôle que devraient jouer les émetteurs de la monnaie de réserve internationale. Selon elle, il conviendrait que les États-Unis soient attentifs aux implications internationales de leurs politiques nationales. Faut de quoi, il serait préférable de remplacer le dollar par une nouvelle monnaie (comme le DTS) qui serait régie par une instance internationale plutôt que nationale. En réponse, Martin Wolf, Jacques de Larosière, Kiyohiko G. Nishimura et Janet Yellen ont tous remarqué que la responsabilité des déséquilibres n'incombait pas aux seuls débiteurs. Les systèmes de l'étalon-or et de Bretton Woods ont tous deux échoué dans une large mesure parce que les pays qui avaient accumulé des réserves n'avaient pas réagi de façon appropriée.

Dans ce contexte, Christine Lagarde a présenté un certain nombre de suggestions pratiques visant à améliorer le fonctionnement du système monétaire international, plutôt qu'à le modifier radicalement. L'objectif du G20, sous la présidence de Nicolas Sarkozy, devrait être de transformer cette jungle en jardin. Même si le temps manquait pour une analyse détaillée de ses propositions, elles semblaient généralement en accord avec la proposition faite initialement par Martin Wolf dans son discours

d'ouverture, à savoir que l'exigence fondamentale consiste à imposer une forme de discipline internationale aussi bien aux États-Unis, en tant que débiteur (qui en est exempté actuellement parce que le dollar a le statut de monnaie de réserve), qu'à la Chine et à d'autres pays (qui en sont actuellement exemptés en tant que créanciers).

Olivier Blanchard comme Jacques de Larosière ont suggéré d'accroître les efforts pour convaincre les créanciers que la coopération monétaire internationale servirait au mieux leurs intérêts sur le long terme. Olivier Blanchard a mis l'accent sur les réformes nationales (réduire les « distorsions ») qui non seulement apaiseraient les tensions internationales mais élèveraient le niveau de vie national. Jacques de Larosière (ainsi que, dans l'auditoire, William White) a avancé l'argument le plus traditionnel et le plus convaincant en faveur de la coopération, à savoir que quand les débiteurs ne peuvent pas payer, les créanciers ne sont pas payés. Selon Jean-Claude Trichet, cette logique devrait finir par s'imposer. Toutefois, d'autres ont semblé douter que cela puisse se produire à temps pour éviter la poursuite du déroulement de la crise. Dans les couloirs, les participants semblaient également partagés entre la crainte du protectionnisme et celle d'une possible crise du dollar.

Alors que pour l'essentiel cette conférence a été consacrée aux réformes futures, de nombreuses références ont été faites, en passant, à la manière dont nous pourrions remédier de façon ordonnée aux déséquilibres existants. La plupart de ces suggestions ont porté sur les déséquilibres commerciaux internationaux. Les recommandations qui ont été formulées étaient assez traditionnelles, à savoir que les pays présentant un déficit doivent accroître les taux d'épargne et les pays créanciers les réduire. Des évolutions des taux de change nominaux seraient également souhaitables pour fournir des incitations à une réallocation appropriée des ressources entre les secteurs exposés et abrités. En effet, compte tenu du fait que de nombreuses économies de marché émergentes produisent déjà à pleine capacité, abaisser leur taux d'épargne sans appréciation du taux de change nominal semblerait une invitation à la hausse de l'inflation. Un certain nombre de commentateurs ont également remarqué le rôle important que les réformes financières pourraient jouer pour favoriser un rééquilibrage mondial.

Comme déjà mentionné au cours de la discussion des sessions 2 et 3, un certain nombre de participants se sont inquiétés de l'éventualité d'une nouvelle crise grave. En effet, non seulement les déséquilibres sous-jacents demeurent importants, mais il existe également de bonnes raisons de douter de l'efficacité des politiques macroéconomiques traditionnelles de stimulation. Cela a soulevé la question de savoir quelles autres mesures adopter pour faciliter la sortie de crise. Kenneth Rogoff avait déjà abordé cette question en
.../...

indiquant qu'un recours excessif aux instruments de dette a été observé au cours de la période précédant la crise. Si de nombreux émetteurs de titres de dette avaient plutôt émis des actions (ou d'autres titres dont les revenus sont liés aux résultats), le partage des risques aurait été beaucoup plus large. Cela aurait contribué à prévenir les effets déstabilisateurs des faillites liées au caractère non soutenable du service de la dette, auxquels nous sommes actuellement confrontés.

La suggestion de Kenneth Rogoff nous amène tout naturellement à la question suivante. Compte tenu du recours excessif à l'endettement, doit-on maintenant faciliter la réduction de l'endettement davantage que ce n'est actuellement le cas ? Jacob A. Frenkel, Olivier Jeanne, Kenneth Rogoff et Nouriel Roubini estiment que cette question devrait être clairement posée. L'insolvabilité des ménages implique davantage de banques insolubles. Et davantage de banques insolubles implique davantage d'États insolubles. Les participants se sont accordés à dire qu'il faut trouver de meilleurs moyens de réduire les charges d'endettement excessives tout en préservant autant de valeur que possible.

Enfin, il a également été mentionné que la charge du service de la dette peut également être allégée par une accélération de la croissance économique. Au fil des ans, l'OCDE a suggéré diverses réformes structurelles²⁶ susceptibles d'apporter une contribution importante à l'augmentation des facteurs de production et du taux de croissance de la productivité globale des facteurs. Avec le temps, les nouvelles opportunités de profit fournies par ces réformes entraîneront aussi une augmentation de la demande globale avec la hausse de l'investissement et des revenus du travail. Évidemment, dans l'environnement actuel de désendettement des ménages et du secteur financier, les bénéfices des réformes structurelles ne se feront sentir que lentement. Cela ne devrait pas, toutefois, dissuader les États de prendre les mesures bénéfiques nécessaires.

26 Cf. en particulier la publication régulière de l'OCDE *Going for Growth* (2010)

Bibliographie

Barrel (R.), Davis (E. P.), Karim (D.) et Liadze (I.) (2010)

"Calibrating macroeconomic policy", mimeo, septembre

Beckworth (D.) (2008)

"Aggregate supply driven inflation and its implications for macroeconomic stability", *Cato Journal*, vol. 28, n° 3, automne

Borio (C.) et Dhremen (M.) (2009)

"Towards an operational framework for financial stability: fuzzy measurement and its consequences", document de travail de la BRI n° 268, Bâle

Borio (C.) et Filardo (A.) (2004)

"Looking back at the international deflation record", *North American Journal of Economics and Finance* n° 15, p. 287-311

Brunnermeier (M.), Crocket (A.), Goodhart (C. A. E.), Persaud (A. D.) et Shin (H.) (2009)

"The fundamental principles of financial regulation", International Centre for Monetary and Banking Studies, Genève, mai

Buchanan (M.) (2002)

"Ubiquity: why catastrophes happen", *Three Rivers Press*, New York, novembre

Cerra (V.) et Saxena (S.) (2008)

"Growth dynamics: the myth of economic recovery", *American Economic Review*, 98 (1) p. 439-457

Haberler (G.) (1986)

"Reflections on Hayek's business cycle theory", *Cato Journal*, vol. 6, automne

Hellwig (M.) (2010)

"Capital regulation after the crisis: business as usual ?", Max Planck Institute for Research on Collective Goods, 2010/31, Bonn

Keynes (J. M.) (1931)

"Essays in persuasion", Cambridge University Press, Cambridge

Laidler (D.) (1999)

"Fabricating the Keynesian revolution", Cambridge University Press, Cambridge

Organisation pour la coopération et le développement économique (2010)

"Going for growth", Paris

Padoa-Schioppa (T.) (2010)

« L'ombre de Bancor : la crise et le désordre monétaire mondial », discours prononcé à la Conférence de Louvain-La-Neuve le 25 février 2010

Reinhart (C.) et Reinhart (V.) (2010)

"After the Fall", présentation au symposium "Macroeconomic Challenges :the Decade Ahead", organisé par la Banque fédérale de réserve de Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, août

Reinhart (C.) et Rogoff (K. S.) (2009)

"This time it's different", Princeton University Press, Princeton and Oxford

Schularick (M.) et Taylor (A. M.) (2009)

"Credit booms gone bust: monetary policy, leverage cycles and financial crises, 1870-2008", National Bureau of Economic Research WP15512, Cambridge, Mass., novembre

Selgin (G.) (1997)

"Less than zero: the case for a falling price level in a growing economy", *IEA Hobart paper* n° 132, Londres

Volker (P.) (2010)

Présentation effectuée lors du symposium intitulé "Macroeconomic Regulatory Policies: The New Road to Financial Stability", organisé par la Banque fédérale de réserve de Chicago, Chicago, septembre

White (W. R.) (2006)

"Is price stability enough ?", *BIS Working Paper* n° 205, Bâle, avril

White (W. R.) (2008)

"Globalisation and the determinants of domestic inflation", *BIS Working Paper* n° 250, Bâle

CONCLUSION

William R. White

White (W. R.) (2009)

"Should monetary policy lean or clean ?", *Globalisation and Monetary Policy Institute Working paper n° 34*, Banque fédérale de Dallas

White (W. R.) (2010a)

"Why central banks differ", article préparé pour la First International Research Conference "Challenges to Central Banking in the Context of Financial Crisis" organisée par la Banque de réserve de l'Inde à Bombay, février

White (W. R.) (2010b)

"The Maekawa lecture: some alternative perspectives on macroeconomic theory and some policy implications",

Monetary and Economic Studies, IMES, Banque du Japon, vol. 28, Tokyo, novembre

White (W. R.) (2010c)

"Comments" on, *"After the fall"* by Reinhart (C.) and Reinhart (V.), présentation au symposium *"Macroeconomic challenges in the decade ahead"* organisé par la Banque fédérale de réserve de Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, août

World Economic Outlook (2009)

"Financial stress and economic downturns", chapitre 4, Fonds monétaire international, Washington, printemps

PARTICIPANTS

Les qualités des participants sont celles à la date du colloque

ABAGA NCHAMA Lucas

BEAC

ADLERCREUTZ Gustaf

Sveriges Riksbank

AGLIETTA Michel

CEPII

AGNELLO Luca

Banque de France

AHMAD Ahmad Ali

Qatar Central Bank

AL MOOSA Ali Mohammed

Central Bank of Oman

AL-EMADI Ali Shareef

Qatar Central Bank

ALEXANDRE Jean-Luc

BNP Paribas

AL-HAMIDY Abdulrahman

Saudi Arabian Monetary Agency

ALLEN Franklin

Warton School, Université de Pennsylvanie

AL-THANI Abdullah Bin Saud

Qatar Central Bank

AL-THANI Khalid

Qatar Central Bank

ANDRES Jean-Marie

Eurofi

ARDAILLON Elisabeth

Banque centrale européenne

ARTHUIS Jean

Sénat

AUBERGER Philippe

Banque de France

AUDIT Dooneshsingh

Bank of Mauritius

AVOUYI-DOVI Sanvi

Banque de France

BACCHETTA Philippe

Université de Lausanne

BACHELLERIE Adeline

Banque de France

BADIEL Armand

BCEAO

BARDET-FREMANN Pierre-Michel

Banque de France

BARHOUMI Karim

Banque de France

BARRELL Ray

NIESR

BAUCHE Gilles

Fonds monétaire international

BAUD-BERTHIER Christophe

Banque de France

BÉ DUC Louis

Banque de France

BEAU Denis

Banque de France

BÉDUNEAU Gérard

Banque de France

BENASSY-QUERE Agnès

CEPII

BENSAID Véronique

Banque de France

BERARDI Nicoletta

Banque de France

BERÈS Pervenche

Parlement européen

BERRET Christian Jacques

Banque de France

PARTICIPANTS

Colloque international (mars 2011)

BESSEC Marie

Banque de France

BETBEZE Jean-Paul

Crédit Agricole SA

BHEENICK Rundheersing

Bank of Mauritius

BIN SULAIMAN AL JASSER Muhammad

Saudi Arabian Monetary Agency

BINI SMAGHI Lorenzo

Banque centrale européenne

BLANCHARD Olivier

Fonds monétaire international

BLAVY Rodolphe

Fonds monétaire international

BLINDENBACHER Regula

OCDE – Suisse

BONNARD Christophe

Ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie

BOONE Laurence

Barclays Capital

BORHANI Hamid

Central Bank of the Islamic Republic of Iran

BOSSHARDT Pierre

Banque de France

BOUCARUT Jean-Michel

Banque de France

BOUCHER Chantal

Banque de France

BOURGUIGNON François

Paris School of Economics

BOUTHEVILLAIN Carine

Banque de France

BRAINARD Lawrence

Trusted Sources Research

BROOKE Martin

Banque d'Angleterre

BROYER Sylvain

Natixis

BRUNEEL Didier

Banque de France

BUTTIGLIONE Luigi

Brevan Howard

BUSSIÈRE Matthieu

Banque de France

CABRILLAC Bruno

Banque de France

CAHEN Didier

Eurofi

CAHUZAC Jérôme

Assemblée Nationale

CALVARIN François

Banque de France

CAMDESSUS Michel

Banque de France

CAPRIOLO Gonzalo

IMA – Slovenia

CAREY Mark

Federal Reserve Board

CARLUCCIO Juan

Banque de France

CARNEY Mark J.

Bank of Canada

CARTAPANIS André

Sciences Po, Aix-en-Provence

CASTEL Charles

Banque République Haiti

CELERIER Eric

British Embassy

CETTE Gilbert

Banque de France

CHABASSOL Gabrielle

Banque de France

CHAN Norman T. L.

Hong Kong Monetary Authority

CHAN King Wan

Hong Kong Monetary Authority

CHANEY Éric

AXA

CHATAL Olivier

Banque de France

CHAUVIN Valérie

Banque de France

CHEA Chanto

National Bank of Cambodia

CHENG Gong

Banque de France

CHEVALIER Charles-Marie

Ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie

CLERC Laurent

Banque de France

COENE Luc

National Bank of Belgium

COMPAORE Jean-Baptiste

Central Bank of West African States

CONSTANCIO Vitor

Banque centrale européenne

CONSTANS Emmanuel

CCSF

CORDIER Jean

Banque de France

COSTA E SILVA Victor

Bank of Angola

COTIS Jean-Philippe

INSEE

COUSSERAN Olivier

Banque de France

CUNY Olivier

Assemblée Nationale

CUSSON Thierry

Banque de France

DA SILVA COSTA Carlos

Bank of Portugal

D'AMARZIT Delphine

Direction générale du Trésor

DARVAS Zsolt

Bruegel

DAS Arnab

Roubini Global Economics

D'AVINO Camela

Banque de France

DAWTREY Alex

British Embassy

DE BANDT Olivier

Banque de France

DE BURGO Carlos Augusto

Bank of Cape Verde

DE COUSTIN François

Banque de France

DE GREGORIO José

Central Bank of Chile

DE LA DEHESA Guillermo

CEPR

DE LAROSIERE Jacques

BNP Paribas

DE RICHEMONT Henri

Banque de France

PARTICIPANTS

Colloque international (mars 2011)

DE ROMANET Augustin

Caisse des dépôts et consignations

DEBAYE Marie

Banque de France

DELLE CHIAIE Simona

Banque de France

DELOZIER Benjamin

Ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie

DENDRINOÛ Eleni

Bank of Greece

DENIS Xavier

Banque de France

DIEV Pavel

Banque de France

DLAMINI Martin G.

Central Bank of Swaziland

DOMBRIE Mathieu

Banque de France

DRAGHI Mario

Bank of Italy

DRAGUTANU Dorin

National Bank of Moldova

DROMER Corinne

Banque de France

DRUMETZ Françoise

Banque de France

DU PELOUX DE SAINT-ROMAIN Pierre

Banque de France

DUCHATEAU Alain

Banque de France

DUCOTTET Élisabeth

Banque de France

DUFLOT Delphine

Banque de France

DURAND Christian

Banque de France

DYBA Karel

OCDE – République tchèque

EKELI Thomas

OCDE – Norvège

EPAULARD Anne

Ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie

ESTRADA Marcelo Zabalaga

Central Bank of Bolivia

EWENCZYK Pierre

Fonds monétaire international

FAOUZI Abdellatif

Bank of Morocco

FERNANDEZ Ramon

Direction générale du Trésor

FERRARA Laurent

Banque de France

FERRER Marie-Hélène

Banque de France

FERRONI Filippo

Banque de France

FITRAT Abdul qadeer

Bank of Afghanistan

FLOUZAT-OSMONT D'AMILLY Denise

Fondation Banque de France

FLUECKIGER Stephan

OCDE – Suisse

FOURNIER Jacques

Banque de France

FOWLIE Kerryn

The Treasury of New Zealand

FRÉMONT Christian

Présidence de la République

FRENKEL Jacob A.

JP Morgan Chase Int.

FRICKE Thomas

Financial Times Germany

FROUTE Philippe

Banque de France

FULLANI Ardian

Bank of Albania

GABREAU Marie-Élodie

Banque de France

GABRIELLI Daniel

Banque de France

GALLEGO Sonsoles

Bank of Spain

GAMATIE Ali Badjo

Central Bank West African States

GARNIER Olivier

Société Générale

GAUDICHET François

Banque de France

GAUZÈS Jean-Paul

Parlement européen

GERBIER Alain

Banque de France

GERVAIS Emmanuel

Banque de France

GIAMMUSSO Federico

OCDE – Italie

GLISSMAN Todd

Federal Reserve Board

GLOCKER Christian

Banque de France

GODIJN Bas

Ministry of Finance – Netherlands

GOLITIN Valérie

Banque de France

GONAND Frédéric

Ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie

GONSARD Hervé

Banque de France

GOODHART Charles

London School of Economics

GOOSSEN John

Embassy of Netherlands

GOSHEV Petar

National Bank of the Republic of Macedonia

GOULARD Sylvie

Parlement européen

GOURINCHAS Pierre-Olivier

University of California, Berkeley

GRIMES Tony

Central Bank of Ireland

GRIMM Doris Ellen

Deutsche Bundesbank

GUESNERIE Roger

Paris School of Economics

GUISLIN Philippe

Banque de France

GULBRANDSEN Kristin

Central Bank of Norway

HAAS François

Banque de France

HAFEZ Hisham Ramez Abdel

Central Bank of Egypt

HAINCOURT Sophie

Banque de France

HANNOUN Hervé

Banque des règlements internationaux

PARTICIPANTS

Colloque international (mars 2011)

HASSAN Sabir Mohamed

Bank of Sudan

HÄUSLER Gerd

Bayerische Landesbank

HERRMANN Evelyn

Banque de France

HESSEL Jeroen

De Nederlandsche Bank

HILDEBRAND Philipp

Swiss National Bank

HÖHNE Élisabeth

Banque de France

HONG Jae Moon

OCDE – République de Corée

HOORNAERT Chris

OCDE – Belgique

HORNY Guillaume

Banque de France

HU Xiaolian

People's Bank of China

HUR Kyung Wook

OCDE – République de Corée

ICARD André

Autorité de Contrôle Prudentiel

IMBS Jean

Paris School of Economics

ISKROV Ivan

Bulgarian National Bank

ISLAME-ROCHER Natacha

Banque de France

JAILLET Pierre

Banque de France

JARDET Caroline

Banque de France

JEANNE Olivier

Johns Hopkins University

JEANNEL Philippe

Banque de France

JIN Zhongxia

People's Bank of China

JOLY Pierre

Conseil d'Analyse Économique

JONES J. Nills

Central Bank of Liberia

JULLIEN Henri

Banque de France

JUNIEL Anne

Banque de France

KALANTZIS Yannick

Banque de France

KANTOR Dominique

Banque de France

KAROUTCHI Roger

OCDE

KAZEMZADEH Kamran

OCDE – Autriche

KHARROUBI Enisse

Banque des règlements internationaux

KIM Choongsoo

Bank of Korea

KOZARIC Kemal

Central Bank of Bosnia & Herzegovina

KRAMER Marcus

Bayern LB

KRANJEC Marko

Bank of Slovenia

KREMER Gérard

Banque de France

KUENTZ Aliénor

Banque de France

KUHLES Winona

OCDE – Allemagne

LABOUREIX Dominique

Banque de France

LAGARDE Christine

Ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie

LALLIARD Antoine

Banque de France

LANDAU Jean-Pierre

Banque de France

LANE Philip

Trinity College Dublin

LANTERI Marc

Banque de France

LAPORTE Pierre

Central Bank of Seychelles

LAUTRE Marc

Banque de France

LAVRETON Denis

Banque de France

LE BIHAN Hervé

Banque de France

LE ROUX Julien

Banque de France

LEBORGNE Aldric

OCDE – UNESCO

LECAT Rémy

Banque de France

LEJSEK Alfred

Austrian Ministry of Finance

LELARGE Marie-Pierre

Banque de France

LEMOINE Mathilde

HSBC France

LERICOLAIS Nadia

Lunalogic conseil

LEVINE Bruce

US Embassy Paris

L'HOTELLERIE FALLOIS Pilar

Bank of Spain

LIIKANEN Erkki

Bank of Finland

LISACK Noémie

Banque de France

LONGET Bruno

Banque de France

LOPEZ Claude

Banque de France

LOPEZ Jimmy

Banque de France

LORIDANT Paul

Banque de France

LUNEL Aline

Banque de France

MAGNIER Antoine

Dares

MAKUCH Jozef

National Bank of Slovakia

MALEK Frank

Autorité de contrôle prudentiel

MALPHRUS Stephen

Federal Reserve Board

MAMANI Genci

Bank of Albania

MANDENG Ousmène

Ashore Investment Management

PARTICIPANTS

Colloque international (mars 2011)

MARCHENKO Grigoriy Alexandrovich

National Bank of Kazakhstan

MARCUS Gill

South African Reserve Bank

MARINI Philippe

Sénat

MARTIN Dominic

OCDE – Royaume-Uni

MARZOLF Catherine

Banque de France

MASSIS Nina

Bretton Woods Committee

MASSON Emmanuelle

Banque de France

MATHERAT Sylvie

Banque de France

MATHOUILLET Philippe

Autorité de contrôle prudentiel

MAURY Maxime

Banque de France

MERGEN Thierry

Banque de France

MERSCH Yves

Central Bank of Luxembourg

MESSONIER Jean-Stéphane

Banque de France

MÉTAIS Muriel

Banque de France

MICHAU Jean-Pierre

Banque de France

MIGNON Laurent

NATIXIS

MILLOT-PERNIN Monique

Banque de France

MIROW Thomas

BERD

MISTRETTA Céline

Banque de France

MOHIELDIN Mahmoud

BIRD – Banque mondiale

MOHOHLO Linah K.

Bank of Botswana

MOJON Benoit

Banque de France

MONT José

OCDE – Belgique

MONTORNES Jérémi

Banque de France

MORISHITA Hirofumi

Bank of Japan

MORISSON Gilles

Banque de France

MOULIN Emmanuel

Présidence de la République

MOUTOT Philippe

Banque centrale européenne

NABE Louncény

Central Bank of the Republic of Guinea

NABLI Mustapha Kamel

Central Bank of Tunisia

NCHAMA Abaga

BEAC

NEBGEN Uwe

Deutsche Bundesbank

NGUYEN Benoit

Banque de France

NISHIMURA Kiyohiko G.

Bank of Japan

NKO AYISSI Pierre Emmanuel

BEAC

NOBLET Gilles

Banque centrale européenne

NOUY Danièle

Autorité de contrôle prudentiel

NOWOTNY Ewald

Austrian National Bank

NOYER Christian

Banque de France

OBOLENSKY Ariane

Fédération bancaire française

ODONNAT Ivan

Banque de France

OPHELE Robert

Banque de France

ORPHANIDES Athanasios

Central Bank of Cyprus

OULD HAMONI Menna

Central Bank of Mauritania

OULD RAISS Sid'Ahmed

Central Bank of Mauritania

PAUL Laurent

Banque de France

PELIGRY Nicolas

Banque de France

PFISTER Christian

Banque de France

PLOSSER Charles

FRB Philadelphia

PLUYAUD Bertrand

Banque de France

POINT Emmanuel

Autorité de contrôle prudentiel

POLLIN Jean-Paul

Université d'Orléans

POPA Cristian

National Bank of Romania

POSTMA Allard

Ministry of Finance – Netherlands

POTTER Simon

FRB New York

PROHAZKA Petr

Czech National Bank

PROVOPOULOS Georgios A.

Bank of Greece

PUJAL Armand

Banque de France

PUPPETTO Leonardo

Ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie

QUADEN Guy

National Bank of Belgium

RACZKO Andrzej

National Bank of Poland

RAMOS-TALLADA Julio

Banque de France

RANOUIL Clément

Banque de France

RANT Andrej

OCDE – Slovaquie

RASAMOELY Frédéric

Central Bank of Madagascar

RAYMOND Henry

Caisse de Refinancement de l'Habitat

REBILLARD Cyril

Banque de France

REDOUIN Jean-Paul

Banque de France

PARTICIPANTS

Colloque international (mars 2011)

REHN Olli

Commission européenne

RENARD Marie-Françoise

Université – Auvergne

REY Hélène

London Business School

RICART Roland

Banque de France

RIEU-FOUCAULT Anne-Marie

Banque de France

RISPAL Philippe

Banque centrale européenne

ROCHER Emmanuel

Banque de France

ROGHE Jeannine

Banque de France

ROGOFF Kenneth

Harvard University

ROHATINSKI Zeljko

Croatian National Bank

ROUBINI Nouriel

Stern School of Business, New York University

RUSTAMOV Elman S.

Central Bank of Azerbaijan Republic

SABATIE Emmanuelle

Banque de France

SALAME Riad Toufic

Central Bank of Lebanon

SAMBADEEN SESAY Sheku

Bank of Sierra Leone

SANDER Jean-Marie

Crédit Agricole SA

SAUNER-LEROY Jacques-Bernard

Banque de France

SAVIGNAC Frédérique

Banque de France

SCHERBAKOVA Olena

National Bank of Ukraine

SCHMALZBAUER Andréas

Banque de France

SEO Wonseok

OCDE – République de Corée

SESTIERI Gulia

Banque de France

SHEETS Nathan

FRB San Francisco

SICSIC Pierre

Banque de France

SIMON Lise

Banque de France

SIMOR Andras

National Bank of Hungary

SONAKUL Chatu Mongol

Bank of Thailand

SOSKIC Dejan

National Bank of Serbia

STERN Ernest

The Rohatyn Group

STRAUSS-KAHN Marc-Olivier

Banque de France

TETANGCO Amando JR

Bangko Sentral NG Pilipinas

THEVENON Jean-Luc

Autorité de contrôle prudentiel

THIERRY Jean-Philippe

Autorité de contrôle prudentiel

TOWBIN Pascal

Banque de France

TRICHET Jean-Claude

Banque centrale européenne

TRIKI Karim

Banque de France

TRUCHET Marc

Eurofi

TSAI Chiung Min

Central Bank Taiwan

TUMPEL-GUGERELL Gertrude

Banque centrale européenne

TUMUSIIME-MUTEBILE Emmanuel

Bank of Uganda

ULYUKAEV Alexey V.

Bank of Russia

UZAN Marc

Bretton Woods Committee

VALLA Natacha

Goldman Sachs

VALLEE Shahin

BNP Paribas

VAN DEN NOORD Paul

OCDE

VARLOOT Étienne

Banque de France

VELARDE FLORES Julio

Central Reserve Bank of Peru

VICARD Vincent

Banque de France

VIENNEY Alain

Délégué général FEDOM

VILLA Edna

Bangko Sentral Ng Pilipinas

VILLETTELLÉ Jean-Pierre

Banque de France

WALTENBERGER Ingobert

Austrian Embassy

WANG Chunhong

People's Bank of China

WANG Jing

People's Bank of China

WEBER Axel

Deutsche Bundesbank

WHITE William

OCDE

WOLF Romain

Banque de France

WOLF Martin

Financial Times

WONNER Maurice

Banque de France

WOO Byong-Yol

OCDE – République de Corée

WRIESSNIG Thomas

German Embassy

YANG Chin-Long

Central Bank of the Republic of China

YELLEN Janet

FRB San Francisco

Directeur de la publication : Armand PUJAL
Secrétaire général
de la Banque de France

Rédacteur en chef : Pierre JAILLET
Directeur général des Études
et des Relations internationales

Réalisation : Direction de la Communication
Service des Publications économiques

Site Internet : www.banque-france.fr



Direction de la Communication
Service de la Documentation et des Relations avec le public
48, rue Croix-des-Petits-Champs
75001 PARIS
Téléphone : 01 42 92 39 08
Télécopie : 01 42 92 39 40

Impression SG-DISG
SIMA IVRY 25-1168
Dépôt légal : septembre 2011

