

# Synthèse du colloque international de la Banque de France

## « Face aux déséquilibres mondiaux : quelle régulation ? » le 4 mars 2011

**William R. WHITE**

*Président*

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

*Le VI<sup>e</sup> colloque international de la Banque de France s'est tenu à Paris le 4 mars dernier sur le thème « Face aux déséquilibres mondiaux, quelle régulation ? »<sup>1</sup>. À partir de ce thème général, les intervenants et participants ont abordé les enseignements qui peuvent être tirés de la crise dans les domaines du système monétaire et financier international et dans celui de la coordination économique et financière. Ces thèmes, comme l'a souligné Christian Noyer dans son introduction, s'inscrivent également dans l'agenda de la présidence française du G20.*

*Ce VI<sup>e</sup> colloque a rassemblé des représentants de pays avancés et émergents, de banques centrales ou d'organisations internationales et de l'Université, du secteur public et privé.*

*Il a permis de faire un bilan d'étape des points d'accords et de désaccords à mi-parcours de la présidence française du G20, mais également de proposer des analyses originales et des idées nouvelles.*

*William White a conclu ce colloque par une synthèse que nous reproduisons ici.*

**Mots-clés :** déséquilibres mondiaux, coordination des politiques économiques, système monétaire international, régulation financière, politique macroprudentielle

**Codes JEL :** F32, F34, F42, F55, G18, E58

<sup>1</sup> Programme et interventions sont disponibles sur <http://www.banque-france.fr/fr/publications/revues/seminaires-et-colloques/html/seminaires/2011/colloque-Banque-de-France-face-aux-desequilibres-mondiaux-quelle-regulation-programme.asp>

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 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 mener<sup>2</sup>. Je citerai à cet égard une phrase de Keynes, de 1931, qui me semble encore pertinente aujourd'hui<sup>3</sup> : « 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 quatre 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 compréhension<sup>4</sup>.

## 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,

<sup>2</sup> Cf. White (2010b)

<sup>3</sup> Cf. Keynes (1931)

<sup>4</sup> 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.

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 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 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 thèses<sup>5</sup>. 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 économique<sup>6</sup>. 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 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 processus<sup>7</sup>. 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 crises<sup>8</sup>. 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 observé<sup>9</sup>. Par conséquent, si la stabilité financière est importante, elle ne constitue toutefois pas une condition suffisante pour éviter des résultats macroéconomiques désastreux<sup>10</sup>.

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 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.

5 Cf. Reinhart et Rogoff (2009) ainsi que Schularick et Taylor (2009) et les Perspectives de l'économie mondiale (2009)

6 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.

7 Cf. Reinhart et Reinhart (2010) et les commentaires de White (2010c)

8 Cf. Cerra et Saxena (2008)

9 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.

10 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)

## 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 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 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 <sup>11</sup>. 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 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 <sup>12</sup>.

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, tout comme les estimations de la solidité budgétaire des États, peuvent 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

<sup>11</sup> Pour une analyse plus approfondie, cf. White (2010a)

<sup>12</sup> Cf. Borio et Dhremann (2009) et Barell et al. (2010)

aux interdépendances et aux chocs partagés, qui sont difficiles à suivre et à évaluer<sup>13</sup>. 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<sup>14</sup>.

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 discrétionnaires<sup>15</sup>. Il a également suggéré qu'à l'avenir, les régulateurs soient tenus de justifier publiquement toute décision de ne pas suivre les règles adoptées auparavant<sup>16</sup>.

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 FMI, se sentant exclus de leurs organes dirigeants.

### 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 comme étant le problème à traiter. Pour utiliser une distinction établie par Janet Yellen<sup>17</sup>, le problème a-t-il des racines

13 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.

14 Cf. Hellwig (2010)

15 Ce qui est conforme à Brunnermeier et al. (2009)

16 On trouvera également des suggestions de cette nature dans différents rapports annuels de la BRI.

17 Bien entendu, cette distinction est profondément enracinée dans la littérature universitaire. Cf. Padoa-Schioppa (2010)

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 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 occasions<sup>18</sup> 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'avéreront, finalement, insuffisants si les perspectives de gains en cas de contournement sont assez importantes<sup>19</sup>. 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'offre<sup>20</sup>. 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 France<sup>21</sup>, 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 déflation « bonne » et non « dangereuse »<sup>22</sup>. 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 reçu<sup>23</sup>.

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'agir<sup>24</sup>. 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.

## 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

18 White (2009)

19 Si, selon les termes de Wicksell, l'écart entre le taux d'intérêt naturel et le taux financier est suffisamment important, les instruments macroprudentiels et le contrôle des mouvements de capitaux subiront des fuites importantes.

20 Le choc spécifique évoqué par Lorenzo 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.

21 Cf. White (2008)

22 Cf. Borio et Filardo (2004)

23 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.

24 Paul Volker a également soutenu cet argument. Cf. Volker (2011)

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 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 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 crise<sup>25</sup>. 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 fédéral de réserve). Confrontées 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 international<sup>26</sup>. 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 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 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

25 Pour une analyse plus exhaustive, cf. White (2008)

26 La France préside le G20 en 2011 et le gouvernement français a fait part de son vif intérêt pour ce sujet.

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.

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. Faute 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 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 « distortions ») qui non seulement apaiseraient les tensions internationales mais élèveraient le niveau de vie national. Jacques de Larosière (ainsi que, dans l'auditoire, William White) ont 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 un peu plus tôt en indiquant qu'un recours excessif aux instruments de dette avait 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 Frenkel, Olivier Jeanne, Kenneth Rogoff et Nouriel Roubini estiment que cette question devrait être clairement posée. L'insolvabilité des ménages implique davantage de banques insolvables. Et davantage de banques insolvables implique davantage d'États insolvables. 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 structurelles<sup>27</sup> 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.

27 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 Filardo (A.) (2004)**

“Looking back at the international deflation record”, *North American Journal of Economics and Finance*, n° 15

**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

**Brunnermeier (M.), Crocket (A.), Goodhart (C. A.), 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)

**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

**OCDE (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 Rogoff (K. S.) (2009)**

“This time it's different”, Princeton University Press, Princeton Oxford

**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

**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, London

**Volker (P.) (2010)**

Présentation effectuée lors du symposium “Macroprudential 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* 205, Bâle, avril

**White (W. R.) (2008)**

“Globalisation and the determinants of domestic inflation”, *BIS Working Paper* n° 250, Bâle

**White (W. R.) (2009)**

*"Should monetary policy lean or clean?"*, *Globalisation and Monetary Policy Institute Working paper* n° 34, Federal Reserve bank of Dallas

**White (W. R.) (2010a)**

*"Why central banks differ"*, article préparé pour la Première Conférence de recherche internationale *"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

**World Economic Outlook (2009)**

*"Financial stress and economic downturns"*, chapitre 4, Fonds monétaire international, Washington, printemps

