

Jacob A. FRENKEL

Vice-président, American International Group, Inc. (AIG)

Président, Groupe des Trente

Ce colloque s'est distingué par la richesse et la haute tenue intellectuelle des interventions. La Banque de France nous a habitués à l'excellente qualité des manifestations qu'elle organise et celle-ci n'a pas dérogé à la règle. Les organisateurs n'auraient pas pu choisir un thème plus opportun ou plus approprié. Il m'est évidemment impossible, dans les brèves remarques que j'effectuerai en conclusion, de rendre pleinement justice à l'étendue et à la portée des différentes présentations. Je vais toutefois m'efforcer de mettre en lumière certaines des questions essentielles abordées aujourd'hui.

Les présentations ont commencé par une introduction très intéressante de notre hôte, le gouverneur Christian Noyer, qui nous a rappelé les deux principaux défis de l'économie mondiale que les autorités doivent relever aujourd'hui : le défi de la hausse de l'inflation et celui du ralentissement économique. Chacun de ces deux défis pris séparément aurait nécessité une réponse différente : une politique restrictive face à la pression inflationniste et une politique expansionniste face au ralentissement économique. L'art de l'élaboration de la politique macroéconomique consiste à concevoir un ensemble de mesures appropriées qui assure l'équilibre entre ces défis contradictoires. Ce qui caractérise la configuration économique actuelle, c'est que les défis macroéconomiques ont surgi au sein d'un système économique mondial ayant subi un spectaculaire processus de mondialisation. Celui-ci a renforcé la concurrence sur les marchés internationaux de biens et de services et s'est répercuté sur les taux de change et les évolutions de prix. Par ailleurs, ces défis ont été associés à d'importants déséquilibres des comptes courants, entraînant un climat et des pressions politiques extrêmement dangereux en faveur du protectionnisme. Ainsi, dans les circonstances actuelles, les défis traditionnels pesant sur la stabilité des prix et de la croissance économique sont aggravés par les défis liés à la mondialisation, qui alimentent les tendances protectionnistes.

La première session a démarré avec une présentation extrêmement claire des principaux faits stylisés par Kenneth Rogoff. Une des questions abordées consistait à déterminer si la mondialisation avait

facilité ou au contraire compliqué la tâche des banquiers centraux. D'une part, les exportations bon marché (de Chine, par exemple) vers le reste du monde ont contribué à garantir la stabilité des prix. Mais d'autre part, la faiblesse des taux d'intérêt qui en a résulté a encouragé des activités plus risquées qui ont augmenté la fragilité et la vulnérabilité des marchés de capitaux. Le mécanisme externe (importé) d'atténuation des tensions inflationnistes a soulevé la possibilité que, dans la nouvelle ère mondialisée, les banques centrales doivent se doter d'un « nouveau cadre de politique monétaire ». John Taylor a contesté cette proposition à juste titre. Selon lui, il faut reconnaître que, si la mondialisation aide fondamentalement les banquiers centraux à poursuivre leurs objectifs, elle contribue également à fournir un environnement économique propice à la croissance et, par là, à renforcer le soutien apporté à la politique des banques centrales. Par conséquent, même s'il n'est pas nécessaire de formaliser un « nouveau cadre », il convient de reconnaître que le cadre monétaire traditionnel opère désormais dans un nouvel environnement mondialisé. Comme l'a indiqué Janet Yellen, l'ouverture des marchés optimise les bénéfices de la mondialisation, et les politiques qui ont entraîné la stabilité des prix ont également renforcé les contributions positives découlant de cette ouverture. Cette constatation est importante car elle souligne le fait qu'il n'existe pas d'arbitrage entre l'ouverture des marchés et la stabilité des prix. C'est l'inverse qui se vérifie : l'ouverture des marchés contribue à créer un environnement de concurrence et de croissance de la productivité et, par là-même, favorise la stabilité des prix ; à son tour, la stabilité des prix renforce l'action en faveur de l'ouverture des marchés et les bienfaits qui en résultent.

Kenneth Rogoff nous a rappelé, toutefois, que « tout a un prix ». La croissance rapide de la Chine, tirée par les exportations, a certes permis d'atténuer les tensions inflationnistes dans le reste du monde, mais elle a également créé de nouveaux défis. En premier lieu, elle a engendré une hausse significative des inégalités dans la distribution des revenus et de la richesse en Chine, qui risque d'alimenter de dangereux bouleversements sociaux. En deuxième lieu, la surchauffe de l'économie chinoise a entraîné des

tensions inflationnistes d'ordre interne, ce qui a également aggravé l'inégalité de la distribution des revenus et de la richesse. Dans le même temps, le niveau élevé du taux d'épargne et la faible croissance de la demande intérieure ont entraîné un excédent très important de la balance des paiements de la Chine, qui se traduit par une accumulation très rapide de réserves de change. Ces évolutions ont, à leur tour, renforcé les pressions politiques en faveur du protectionnisme aux États-Unis et en Europe, véritable danger pour l'avenir de la mondialisation.

Les dangers que ces pressions protectionnistes font peser sur la mondialisation sont bien réels et il faut y résister. N'oublions pas que ce sont les pays en développement qui ont été le moteur de la croissance mondiale au cours des dernières années : c'est ainsi qu'en 2007, ils ont contribué pour près de 70 % à la croissance de la production mondiale, tandis que les pays industriels n'y ont contribué que pour 30 %. Il est donc essentiel que les marchés internationaux restent ouverts afin que les échanges commerciaux entre les pays industriels et en développement puissent se poursuivre. Par ailleurs, l'économie la plus importante du monde (les États-Unis) subit actuellement un ralentissement sensible provoqué par l'effondrement de son marché immobilier résidentiel. Le maintien d'un commerce international sans entraves entre les États-Unis et le reste du monde peut constituer un moyen important d'atténuer les effets récessionnistes de ce ralentissement et d'éviter ainsi qu'il ne se transforme en une récession plus grave. En effet, les données récentes indiquent que la spectaculaire expansion des exportations nettes des États-Unis a sensiblement contribué à la croissance américaine. L'amélioration de la balance commerciale des États-Unis a concouru positivement à la croissance de la production américaine, cette contribution ayant été supérieure à la contribution négative entraînée par la contraction de la construction résidentielle. La mondialisation a ainsi fourni un amortisseur important à l'économie américaine et (jusqu'à présent au moins) empêché l'apparition d'une récession globale. Par ailleurs, l'accès des sociétés financières américaines aux capitaux des pays en développement (par le biais notamment des fonds d'investissement souverains) leur a permis de renforcer une assise en fonds propres fragilisée. La mondialisation des marchés des biens et des capitaux a ainsi apporté une contribution importante à l'économie mondiale en général et aux États-Unis en particulier. Dans ce contexte, il est tout à fait surprenant que des voix

s'élèvent encore aux États-Unis pour plaider en faveur de l'adoption de mesures protectionnistes.

John Lipsky a complété l'analyse de Kenneth Rogoff sur le rôle unique des nouveaux géants d'Asie (Chine et Inde) en nous rappelant le rôle particulier joué par les économies de l'ex-Union soviétique et d'Europe centrale dans la configuration de la nouvelle ère de mondialisation. La grande diversité économique et géographique des nouveaux acteurs du système économique mondial constitue, selon John Lipsky, une source importante de stabilité intrinsèque. À cet égard, John Lipsky s'est également référé à l'étude récente du FMI selon laquelle l'évolution des prix des matières premières sur les marchés émergents et leur importation par le reste du monde ont exercé des pressions à la fois inflationnistes et désinflationnistes.

Kenneth Rogoff montre également de façon remarquable que la mondialisation exerce une profonde influence sur les profils temporels des avantages et coûts des politiques économiques et de leurs résultats. Par conséquent, l'ensemble du processus d'élaboration des politiques et les considérations d'économie politique qui s'y rapportent sont fondamentalement influencés par la mondialisation.

Richard Fisher a soulevé plusieurs points importants. En premier lieu, nous fonctionnons dans un monde où les interconnexions ne découlent pas seulement des échanges internationaux de biens mais essentiellement de l'intégration des marchés de capitaux. Celle-ci est facilitée par les grands progrès accomplis dans le développement d'une technologie de la communication extrêmement sophistiquée. La révolution technologique et la révolution de l'information qui lui est associée ont permis une diffusion très rapide des connaissances et des informations. Cette rapidité se manifeste particulièrement sur les marchés de capitaux qui sont capables de réagir à de nouvelles informations (et à des rumeurs) à un rythme accéléré et de les diffuser à l'ensemble de la planète. L'extension de la mondialisation rend les distances moins importantes que par le passé. Dans ce nouvel environnement, selon Fisher, les transactions sur les marchés de capitaux (à évolution rapide), qui sont régies par les taux de rendement actuels et attendus, prennent le pas sur les transactions sur les marchés de biens (à évolution lente). Le système économique mondial

peut se comparer à un énorme navire dont la vitesse est généralement influencée par l'intensité relative des « vents debout » et des « vents arrière ». Selon Fisher, dans le nouveau monde globalisé, il convient d'accorder davantage d'attention à la vigueur et à l'intensité des « vents de travers » qui influencent sensiblement la stabilité du navire économique mondial. Fisher a également remarqué, avec pertinence, que les forces découlant de l'intégration des marchés de capitaux mondiaux exercent intrinsèquement une discipline à la fois sur les intervenants de marché et sur les autorités. Les marchés de capitaux sanctionnent très rapidement les politiques erronées et, de la même façon, ils récompensent les politiques appropriées. Ils réalisent ainsi un référendum permanent sur les politiques économiques, dont les résultats sont rapides, objectifs et efficaces. Cela constitue un autre bénéfice de la mondialisation.

À ce stade, la discussion s'est appuyée sur une analyse de nombres et de statistiques. Philippe Martin nous a rappelé qu'il fallait examiner la composition des échanges entre biens à marges élevée et faible ainsi que la répartition entre marges extensive et intensive du commerce. Il a également introduit le concept controversé de « ratio de sacrifice ». Au cours de la discussion qui a suivi, Christian Noyer a souligné que, pour déterminer l'incidence des évolutions de prix sur les anticipations d'inflation, il ne fallait pas se contenter d'une estimation mécanique en fonction des parts attribuées aux différentes composantes entrant dans le calcul de l'indice des prix ; en effet, les prix de certains biens sont plus visibles que d'autres et, par conséquent, l'incidence des variations de leur prix sur les anticipations globales d'inflation risque d'être plus sensible que leur poids statistique dans l'indice des prix. La discussion sur les propriétés des indices des prix et sur l'évolution des prix des matières premières a animé la contribution de Guillermo Ortiz qui nous a rappelé que « les arbres ne vont pas jusqu'au ciel » et qu'il convenait d'être très prudents en extrapolant l'avenir de façon mécanique à partir des tendances passées. Guillermo Ortiz nous a particulièrement mis en garde contre l'erreur qui pourrait découler de l'hypothèse qu'à l'avenir, les prix du pétrole et des autres matières premières continueront à augmenter pour la simple raison qu'ils ont augmenté dans le passé. Selon lui, il est tout à fait concevable que les tendances des prix du pétrole et des matières premières s'inversent en raison d'une baisse de la demande entraînée par un ralentissement de l'économie américaine.

Kenneth Rogoff a ajouté que la mondialisation caractérisait non seulement les marchés des biens et des capitaux mais également les politiques économiques. Ainsi, la décision de plusieurs autorités monétaires d'ancrer le taux de change de leur monnaie au dollar implique une extension de l'influence des décisions de l'autorité monétaire américaine (le Système fédéral de réserve) au-delà des frontières des États-Unis. L'incidence élargie de ces décisions ne découle pas seulement du mécanisme traditionnel de transmission internationale lié à la mondialisation des marchés, mais également du régime d'ancrage du taux de change. Quand une autorité monétaire étrangère décide d'ancrer sa monnaie au dollar, cela signifie qu'elle a décidé implicitement d'adopter les décisions de politique monétaire du Système fédéral de réserve. Les effets des mesures prises par ce dernier sont ainsi amplifiés par les actions similaires des autres autorités monétaires. Ainsi, si les États-Unis adoptaient une orientation inflationniste, les pays ayant ancré leur monnaie au dollar lui emboîteraient le pas, ce qui amplifierait les conséquences inflationnistes des mesures américaines au plan mondial. La mondialisation des politiques économiques ajoute une dimension supplémentaire au processus.

Cette mise en perspective est importante pour l'analyse de la situation économique mondiale actuelle. Plusieurs pays asiatiques ayant opté pour l'ancrage de leur monnaie au dollar, l'orientation relativement accommodante récemment imprimée à la politique monétaire des États-Unis est « importée » par les autorités monétaires de ces pays et, par conséquent, les conséquences inflationnistes de la politique d'argent facile du Système fédéral de réserve sont amplifiées et globalisées. Si la Chine et d'autres pays d'Asie avaient laissé leur monnaie s'apprécier par rapport au dollar des États-Unis, les conséquences du caractère accommodant de la politique monétaire américaine sur l'inflation mondiale auraient été atténuées. Dans le même temps, le fardeau que fait peser sur l'ensemble de l'économie mondiale la dépréciation du dollar (qui était nécessaire pour corriger le déficit considérable et croissant du compte courant de la balance des paiements des États-Unis) aurait été réparti plus équitablement entre les principaux blocs monétaires. Avec un partage plus équitable, les tensions sur le taux de change de l'euro par rapport au dollar des États-Unis se seraient atténuées, une partie du fardeau étant supportée par les devises asiatiques

qui se seraient elles aussi appréciées par rapport au dollar. La hausse des devises asiatiques contribuerait à la réduction des importants excédents des comptes courants des économies asiatiques et modérerait aussi la résurgence des tensions inflationnistes.

Par conséquent, la mondialisation des politiques économiques ajoute une dimension particulière à la mondialisation des marchés et se traduit par l'amplification et la rapide diffusion de leurs conséquences. Ce point a été illustré dans le contexte du régime d'ancrage du taux de change. Quand une autorité monétaire arrime sa devise à une autre monnaie, elle est amenée (par défaut) à répliquer les politiques de l'autre autorité monétaire, de sorte qu'elle en importe les conséquences inflationnistes. Ce phénomène, par lequel une région reproduit la politique suivie par une autre, ne se limite pas à la mondialisation des politiques économiques, il peut aussi être observé sur les marchés financiers, on parle alors, généralement, de mondialisation des décisions financières. Nous avons tous à l'esprit l'effondrement du gigantesque *hedge fund Long-Term Capital Management* (LTCM) en 1998. Rétrospectivement, il est devenu évident que l'un des facteurs ayant contribué aux conséquences extrêmes de ce naufrage était le fait que les autres investisseurs et *hedge funds* ont suivi les décisions d'investissement (très fructueuses) de LTCM et pris des décisions identiques. Par conséquent, les positions financières d'un acteur du marché ont été fortement amplifiées et encore considérablement renforcées par la mondialisation des décisions financières des autres intervenants.

Comme l'a rappelé il y a quelque temps Liu Ming Rang, président de l'Autorité de contrôle du secteur bancaire en Chine, en commentant les défis de la mondialisation, « le miel est sucré, mais l'abeille pique ». La mondialisation a certes un goût sucré, car ses avantages potentiels sont nombreux. Toutefois, de temps à autre, pour récolter le miel, il faut surmonter des défis, des dysfonctionnements et des difficultés, et les abeilles piquent. Il est important de ne pas oublier les avantages de la mondialisation face aux défis et aux obstacles rencontrés ; nous devrions pouvoir récolter le miel, tout en concevant parallèlement les mécanismes qui nous mettront efficacement à l'abri du dard des abeilles. Comme le disait Sir Winston Churchill dans sa célèbre maxime, les marchés et les parachutes ont un point commun très important : ils fonctionnent mieux quand ils sont ouverts.

Bill White, qui a présenté une analyse exhaustive des facteurs qui sous-tendent les performances actuelles de l'économie mondiale, en souligne quatre : une politique monétaire efficace, la déréglementation domestique, l'excès d'épargne et la mondialisation. Notons que si ces facteurs ont tous joué un rôle important, ils n'ont pas tous la même importance relative. L'efficacité de la politique monétaire constitue le pilier central d'une politique permettant de préserver la stabilité des prix. Différents degrés de déréglementation, d'excès d'épargne et de mondialisation peuvent influencer favorablement ou défavorablement sur la politique monétaire, mais ils ne peuvent jamais s'y substituer. La politique monétaire est le seul outil qui soit conçu pour assurer la stabilité des prix et fournir ainsi les conditions indispensables au maintien d'une croissance soutenable.

L'analyse de Bill White suppose implicitement que les performances en matière d'inflation ont été satisfaisantes ; il se demande donc pourquoi l'inflation est restée à un si faible niveau. Toutefois, la véritable inflation a-t-elle vraiment été « si faible » ? En fait, aux États-Unis, l'inflation globale a manifestement été assez élevée, dépassant même 5 % dernièrement. Bien entendu, la hausse tendancielle des prix alimentaires et de l'énergie a été supérieure à l'inflation globale et, par conséquent, l'inflation sous-jacente implicite (qui exclut les produits alimentaires et l'énergie) lui a été nettement inférieure. Rétrospectivement, et compte tenu des propriétés statistiques des séries temporelles (*ex post*) relatives aux prix des produits alimentaires et de l'énergie, il convient de se demander s'il était pertinent de soustraire du taux global d'inflation les composantes alimentation et énergie dont les prix étaient en rapide augmentation. Si, rétrospectivement, le calcul de l'inflation « sous-jacente » a affecté le « vrai » taux d'inflation d'un biais à la baisse, le taux d'intérêt directeur de la Banque centrale a été fixé à un niveau trop bas par rapport à celui qui aurait été retenu si la « vraie » inflation avait été jugée plus élevée. Les éléments de réponse sont encore insuffisants, à ce stade, mais il ne peut être exclu que les taux d'intérêt américains aient été fixés à un niveau trop bas sur une trop longue période. Si tel était effectivement le cas, le niveau excessivement bas des taux d'intérêt pourrait avoir alimenté l'inflation future en plus d'avoir incité les investisseurs à rechercher des rendements plus élevés et à assumer des risques excessifs. Enfin, en raison de la mondialisation des politiques économiques, la politique monétaire relativement accommodante

suivie aux États-Unis a été automatiquement adoptée par d'autres pays ayant arrimé leur devise au dollar et, par conséquent, elle a été diffusée dans le monde entier.

Dans son intervention, Janet Yellen a affirmé, de façon convaincante, que le facteur clé responsable de la bonne performance des États-Unis en matière d'inflation a été la conduite de la politique monétaire. Elle a reconnu que des facteurs favorables et défavorables et d'autres facteurs externes peuvent influencer sur les évolutions des prix mais que leur rôle ne saurait être exagéré. En fin de compte, le rôle de la politique monétaire consiste à tenir compte de l'ensemble de ces facteurs et à prendre des mesures décisives en vue d'atteindre les objectifs de stabilité des prix. Ainsi, la performance satisfaisante des États-Unis en matière d'inflation a résulté de la volonté des autorités monétaires d'utiliser efficacement les instruments à leur disposition. Les bons résultats du Système fédéral de réserve ont accru sa crédibilité et renforcé l'efficacité de la politique monétaire. Cette vision du rôle de la crédibilité est importante en ce sens qu'elle démontre que la crédibilité de la politique monétaire constitue un atout, qu'elle est un bien public qui doit être protégé et cultivé. À cet égard, il faut se souvenir de l'adage selon lequel « la crédibilité n'est jamais possédée, on ne peut que la louer ». On citera également le vieux proverbe indien selon lequel : « la crédibilité arrive à pied et s'enfuit à cheval » ou sa version plus moderne : « la crédibilité arrive par l'escalier roulant et quitte les lieux par l'ascenseur ». L'essentiel, en matière de crédibilité, consiste à reconnaître qu'il existe fondamentalement une asymétrie et une non-linéarité. La crédibilité se forge très lentement, elle demande de grands efforts et s'appuie sur des résultats constants ; sa perte, en revanche, peut être très rapide.

Martin Redrado nous a rappelé que si, dans le passé, les perturbations financières trouvaient généralement leur origine dans les marchés émergents, les turbulences qui affectent actuellement les marchés de capitaux mondiaux proviennent exclusivement des pays industrialisés (les États-Unis). Selon lui, ces dernières années, les performances globales de certaines économies émergentes ont été plus impressionnantes que celles de certains pays industrialisés. Cette meilleure performance des pays émergents ne s'explique pas seulement par la mondialisation, mais plutôt par une meilleure qualité de la politique économique appliquée par

ces pays. Les progrès économiques spectaculaires des pays émergents au cours des dernières décennies montrent avec quelle rapidité les autorités ont tiré des enseignements de leurs douloureuses erreurs passées. À cet égard, il est instructif de rappeler l'histoire du jeune investisseur qui demande le secret de sa réussite à un investisseur chevronné. Ce dernier lui répond : « Je ne commets aucune erreur ». Le jeune investisseur s'enquiert alors du secret de cette absence d'erreurs. L'investisseur chevronné lui répond « J'ai beaucoup d'expérience ». Le jeune investisseur demande ensuite : « Et comment avez-vous acquis toute cette expérience » ? L'autre lui répond : « J'ai commis beaucoup d'erreurs ». De toute évidence, au fil des ans, les autorités des pays émergents ont fait de grandes erreurs qui se sont traduites par de médiocres résultats économiques, une forte inflation, de grandes souffrances des populations et un coût politique élevé. Cette expérience coûteuse les a incitées à adopter une politique plus responsable, et, parallèlement, elle a généré un climat politique permettant de susciter le soutien populaire nécessaire pour prendre les mesures appropriées. Il s'en est suivi une amélioration des performances économiques.

Une analyse enrichissante de l'expérience chinoise a été présentée par Yi Gang, qui a observé que les pays n'ont pas tous adopté une stratégie de ciblage de l'inflation pour orienter leur politique monétaire. Il a remarqué que plusieurs banques centrales de grandes économies, comme le Système fédéral de réserve et la BCE, ont choisi de ne pas se laisser guider par des objectifs d'inflation. En s'appuyant sur cette observation, il a exprimé des doutes quant au bien-fondé d'une adoption par la Chine de cibles d'inflation. Mon opinion en la matière est qu'il faut établir une distinction claire entre les pays qui ont bénéficié d'une longue période de prix raisonnablement stables et ceux qui ne peuvent s'en prévaloir. Les pays ayant connu une longue période de stabilité des prix peuvent mettre à profit leur expérience et leur crédibilité pour ancrer les anticipations d'inflation. Pour eux, les avantages attendus de l'adoption formelle de cibles d'inflation ne seraient pas déterminants. En revanche, les pays dont les résultats antérieurs en matière d'inflation sont moins flatteurs pourraient ne pas souhaiter ancrer leurs perspectives d'inflation à un passé insatisfaisant en ce domaine. Dans ces économies, il est nécessaire que les anticipations d'inflation future soient en rupture avec les contre-performances antérieures. Pour de tels pays, l'adoption de cibles d'inflation

formelles se justifie davantage car elle fournit un mécanisme clair par lequel les autorités monétaires prennent un engagement et informent les marchés de leur stratégie. Lorsque les performances passées sont mauvaises, toute déclaration vague et générale des autorités monétaires (ou du gouvernement), faisant état de leur objectif visant à « atteindre la stabilité des prix sur le long terme », ne sera pas crédible. Pour réussir à ancrer les anticipations d'inflation, la stratégie de politique monétaire doit être crédible. Si les résultats antérieurs ne produisent pas le niveau de crédibilité requis, il est nécessaire d'adopter un mécanisme institutionnel qui contribue à l'améliorer. Dans de telles circonstances, la stratégie de ciblage d'inflation définissant des cibles quantitatives explicites représente un mécanisme de cette nature. En l'occurrence, les résultats parlent d'eux-mêmes : un certain nombre d'économies émergentes de taille variable ayant souffert d'une inflation élevée dans le passé (par exemple le Brésil, Israël et le Mexique) ont utilisé les cibles d'inflation avec un grand succès dans leurs efforts de désinflation.

Yi Gang a également évoqué le plan du gouvernement chinois visant à renforcer la demande intérieure. Dans ce contexte, il convient de noter que la mise en œuvre de ce plan, en particulier s'il repose sur des mesures structurelles qui réduisent l'épargne domestique (des ménages et des entreprises) au lieu de creuser le déficit budgétaire du secteur public, serait grandement profitable à la Chine et à l'économie mondiale. Il contribuerait à réduire l'important excédent du compte de transactions courantes de la balance des paiements chinoise et, de ce fait, limiterait également la montée des sentiments protectionnistes indésirables nourris par les pays industrialisés en réaction à l'ampleur de cet excédent. À cet égard, il serait également hautement souhaitable que la Chine adopte des mesures qui améliorent le fonctionnement de ses marchés de capitaux domestiques, y compris le marché secondaire de la dette. Cela favoriserait le développement des régimes de retraite et fournirait aux ménages des moyens plus efficaces de garantir leurs flux de revenus futurs, limitant ainsi le bien-fondé d'un taux d'épargne excessivement élevé. Parallèlement, un approfondissement des marchés financier et obligataire pousserait les entreprises chinoises à réduire la part excessivement élevée des revenus conservés sous la forme de bénéfices non distribués. Cela encouragerait les entreprises à distribuer à leurs actionnaires une partie de leurs bénéfices sous forme de dividendes, et réduirait

ainsi le taux d'épargne anormalement élevé des entreprises.

Le sujet de la mondialisation et de l'innovation financières a été introduit par Alain Bollard qui a tiré les enseignements de sa propre expérience et de celle des autres pays. Il nous a encore rappelé que le maintien d'un taux d'intérêt excessivement bas pendant une durée exagérément longue pousse de manière excessive les investisseurs et les détenteurs d'actifs du secteur privé à rechercher des produits offrant un meilleur rendement. Classiquement, la quête de rendements élevés se traduit par des choix d'investissements comportant des risques élevés. Bollard a observé que le risque élevé n'est pas toujours évalué de manière optimale, du fait de l'insuffisance des informations et du manque de transparence. Il a noté que nos institutions sont confrontées aujourd'hui à des difficultés extrêmes sur le marché mondial et qu'elles devront s'adapter pour pouvoir faire face aux variations sans précédent touchant tant le coût que la disponibilité des financements.

Le professeur Arvind Krishnamurthy nous a rappelé la distinction utile entre le risque et l'incertitude établie par le philosophe et économiste Frank Knight. Il s'est servi de cette distinction pour expliquer comment les marchés de capitaux sont récemment devenus illiquides. Cette observation est pertinente dans la mesure où, lorsque le fonctionnement des marchés de capitaux est perturbé, la distinction entre un « problème de liquidité » et un « problème de solvabilité » devient moins nette. Dans de telles circonstances, une institution par ailleurs solvable mais illiquide pourrait se révéler incapable de se procurer des financements dans un bref délai et ainsi devenir, *de facto*, insolvable. À cet égard, le gouverneur Reddy a décrit la stratégie qui a permis à l'Inde de se défendre contre les turbulences. Cette stratégie défensive s'est appuyée sur des mesures mises en œuvre en amont. Elles ont permis à l'Inde d'affronter avec succès les perturbations extérieures. En ce domaine, une attention particulière a été portée aux mécanismes de suivi de la qualité du crédit.

Martin Wolf a fait une présentation particulièrement lucide et fascinante des principaux enjeux. Il décrit la crise actuelle comme un gigantesque rappel à l'ordre dont nous ferions bien de prendre conscience et auquel nous devrions réagir avant qu'une crise plus importante ne survienne. Nous devons nous souvenir que le système international a laissé se

former d'importants déséquilibres externes sans véritablement y réagir. Des années de négligence ont rendu extrêmement vulnérables le système financier et le système de transaction au niveau mondial. Au vu de cette expérience, il faudra tirer les enseignements de l'actuelle crise financière lorsque le calme sera revenu, en espérant qu'il sera encore temps. Une vieille histoire raconte qu'un condamné à mort qu'on menait à la chaise électrique aurait dit : « Cela me servira de leçon ». Pour lui, la leçon a été trop tardive.

Dans son analyse lucide des conséquences de la mondialisation pour la conduite de la politique monétaire, John Taylor admet que la globalisation affecte ses canaux de transmission. Toutefois, il ne pense pas que ce processus nécessite une modification fondamentale du cadre de la politique monétaire. Son analyse s'inscrit dans une perspective historique utile. Un des apports de sa contribution concerne les objectifs de ciblage de l'inflation. La politique monétaire étant conduite dans chaque pays par les autorités monétaires nationales, l'objectif d'inflation est habituellement défini sur la base de l'indice national des prix. Taylor suggère que, dans un système économique globalisé, on doit également pouvoir tenir compte du niveau mondial des prix. Pour ce faire, il faut concevoir un mécanisme permettant aux banques centrales nationales de communiquer et d'échanger l'information. Les organismes existants qui permettent aux banques centrales de communiquer (par exemple, la BRI, la BCE, le FMI, etc.) pourraient servir de fondement au dispositif systémique institutionnel nécessaire au partage de l'information.

Dans notre économie ouverte mondialisée, il est important de prendre en compte la relation entre les taux d'intérêt, les prix et la politique monétaire. À cet égard, il convient de remarquer que, bien que les variations des taux de change aient une incidence sur les niveaux de prix et les taux d'inflation nationaux (en fonction de l'ampleur des répercussions), la stratégie de ciblage de l'inflation ne doit pas être confondue avec un dispositif d'ancrage du taux de change. Par conséquent, dans le contexte du ciblage, la politique monétaire ne doit pas ajuster les taux d'intérêt pour empêcher les modifications du taux de change, mais plutôt intervenir sur le taux d'intérêt afin de garantir que les conséquences inflationnistes des variations du taux de change soient compatibles avec la cible d'inflation. La discussion sur ce sujet a mis en lumière

plusieurs points importants. Eric Chaney nous a rappelé qu'une fois les cibles d'inflation définies, il serait raisonnable que les autorités fassent l'effort de les atteindre plutôt que de céder à la tentation de les adapter au gré des circonstances. La crédibilité est un atout qui doit être cultivé. Donald Kohn a souligné que, pour affronter efficacement les défis que la mondialisation pose à la politique monétaire, il est essentiel de déterminer si les différents chocs sont d'origine interne ou externe. Cela est particulièrement important pour définir la politique appropriée en réponse aux chocs pétroliers. Enfin, Jürgen Stark a contribué au débat selon la tradition de la *Bundesbank* et nous a rappelé que la coordination internationale des politiques monétaires ne devait pas aller au-delà du partage des informations entre autorités nationales.

La politique économique est élaborée au niveau national et doit être déterminée par des objectifs internes. Il n'est pas raisonnable de penser que des gouvernements démocratiquement élus auront recours à la coordination internationale pour définir leur politique ; en fait, il appartient à chaque gouvernement d'utiliser ses instruments pour atteindre ses propres objectifs.

Le dernier point de mes commentaires concerne la situation actuelle sur les marchés de capitaux. Au début de la crise financière, on parlait de crise des *subprime*. Avec le temps, elle a gagné tous les compartiments des marchés de capitaux, essentiellement aux États-Unis mais aussi à l'étranger et, actuellement, il est plus juste de parler de « crise financière mondiale ». Aujourd'hui, des dysfonctionnements criants affectent les marchés financiers. Le système manque de transparence, personne ne sait qui détient réellement le risque, ou encore, quelle est sa véritable ampleur. Les marchés interbancaires n'ont plus accès à la liquidité et la confiance des contreparties s'est érodée. Le modèle bancaire "*originate-to-distribute*" a été remis en cause et, comme l'a démontré de façon convaincante Hélène Rey, le modèle économique comporte des failles importantes. Il est soumis aux défis mêmes qui affectent le modèle donneur d'ordre-mandataire (*principal-agent model*) et fausse les décisions relatives à la prise de risque. Il réduit les incitations à l'obligation de vigilance appropriée et, par le biais d'une distribution complexe de produits sous-jacents à la titrisation, occulte les détails qui sont essentiels pour évaluer les risques et valoriser correctement

les actifs. Au fil du temps, un rôle particulier a été conféré aux agences de notation qui opèrent dans un environnement non compétitif et qui sont rémunérées par les émetteurs de titres plutôt que par les investisseurs. La rémunération des banquiers et des conseillers en investissement n'est pas déterminée par leurs performances ou par la rentabilité de leurs décisions d'investissement ; généralement, le système de rémunération est complètement indépendant des fondamentaux et d'autres normes conventionnelles. Inutile de dire que le système d'incitation comporte des failles sérieuses. Avec le manque de transparence et la crainte que demain soit pire qu'aujourd'hui, les investisseurs potentiels restent à l'écart, ce qui amplifie l'assèchement du marché. Plus grave encore, les pratiques comptables qui sont utilisées pour valoriser les actifs des bilans introduisent des éléments procycliques extrêmement indésirables. À cet égard, il est important de souligner toute la logique du principe *mark-to-market*. Il fournit clairement une valorisation plus raisonnable des actifs que la valorisation au coût historique, peu pertinente. Toutefois, comme l'indique Mark Carney, tout ceci suppose qu'il existe un marché qui fonctionne, dans lequel les prix sont déterminés de façon objective et, par conséquent, que de tels prix peuvent être appliqués pour mettre en œuvre le principe *mark-to-market*. Malheureusement, les conditions actuelles sont telles que très fréquemment le processus de découverte de prix ne peut être basé sur le marché dans la mesure où, dans la pratique, ce prix n'existe pas. Pour pallier l'absence de prix de marché, la solution satisfaisante ne consiste pas à remplacer le principe *mark-to-market* par le principe *mark-to-model*, ce dernier manquant d'objectivité par rapport au prix de marché et étant par conséquent soumis à des éléments arbitraires propres au modèle utilisé. En l'absence de prix déterminés par le marché, la nature procyclique des règles *mark-to-market* pose un défi significatif au secteur financier. Toute décote d'actifs érode l'assise financière du système bancaire qui, à son tour, doit trouver les moyens de réduire sensiblement ses activités de prêt et/ou de lever du capital en contractant des financements coûteux ou en attirant de nouveaux actionnaires tels que les fonds d'investissement souverains. La réduction de l'offre de prêts amplifie la raréfaction du crédit, ce qui pèse sur la rentabilité et détériore encore la situation économique globale. Par conséquent, ce qui a commencé comme étant la conséquence d'une décote initiale crée les conditions de la prochaine décote et engendre une spirale très dangereuse.

La situation du marché immobilier est au cœur du processus. La valeur des créances hypothécaires (et de leurs dérivés) dépend de l'évolution des prix de l'immobilier et la situation ne se stabilisera pas avant que les prix des logements trouvent un nouvel équilibre. Nul doute que des excès significatifs ont été observés sur le marché immobilier dont les prix n'ont cessé d'augmenter au-delà des fondamentaux. La longue liste des pratiques déplorables en matière d'émission de créances hypothécaires est désormais bien connue. Elle recouvre notamment des éléments comme les prêts non documentés, des taux déraisonnablement attractifs déconnectés de la capacité de remboursement de l'emprunteur, la mauvaise évaluation du risque, le placement des actifs risqués dans des véhicules hors-bilan, la création de dérivés complexes que personne ne maîtrise etc. Tout cela a contribué à la formation de la bulle immobilière. Étant donné que les arbres ne montent pas jusqu'au ciel, cette bulle devait éclater et, par conséquent, amorcer l'inévitable effet de domino.

La crise actuelle va tout naturellement susciter de nombreux rapports qui tenteront d'en établir les causes et recommanderont des mesures correctrices afin de prévenir la prochaine crise. Il est d'une importance cruciale que les leçons ne soient pas oubliées et qu'au bout du compte, le système financier soit plus résistant, en meilleure santé et plus solide. Nous devons noter toutefois que les mesures correctrices nécessaires doivent aller au-delà d'une simple amélioration des mécanismes, nombreux et complexes, du système financier et de ses pratiques. Le système réglementaire/de surveillance doit également être réexaminé, notamment la question qui se pose depuis longtemps de savoir si la responsabilité de la surveillance bancaire doit toujours relever de la banque centrale ou si elle doit être confiée à un autre organisme (selon le modèle FSA, par exemple). Étant donné que l'efficacité de la politique monétaire repose fondamentalement sur un système bancaire qui fonctionne bien, il est essentiel que la banque centrale dispose d'informations rapides et de connaissances approfondies sur toutes les évolutions pertinentes observées au sein du système bancaire. Pour obtenir ces informations et ces connaissances et être capable de réagir rapidement, il serait préférable à mon sens que la fonction de surveillance bancaire reste du ressort de la banque centrale. Bien sûr, compte tenu de l'étroite interdépendance entre les différents compartiments des marchés de capitaux (tels que l'assurance, les titres, les banques etc.), une communication fréquente entre les différents régulateurs paraît indispensable.

Parallèlement au réexamen du cadre réglementaire et prudentiel, il sera également nécessaire de repenser en profondeur les modèles d'activité appropriés pour les différents compartiments du secteur financier. Dans ce contexte, il serait pertinent d'examiner si dans le système financier en pleine mutation, des banques d'investissement indépendantes ont leur place et sont économiquement viables, ou si elles devront être transformées en banques commerciales ou être fusionnées avec elles. À l'avenir, le processus de consolidation qui a caractérisé le secteur financier mondial ces dernières années va probablement se poursuivre et modifier sensiblement la taille et les opérations de ce secteur. Ce processus de consolidation donnera naissance à un secteur financier de taille plus modeste, mieux régulé par un système réglementaire intégré moderne et davantage en phase avec les normes et les performances du reste de l'économie.

Même si toutes les réformes nécessaires sont adoptées et mises en œuvre afin de garantir des performances adéquates à l'avenir, il convient de s'affranchir tout d'abord du « poids excessif » du passé. À l'heure actuelle, de nombreuses institutions financières ont des bilans plombés par une très grande quantité d'« actifs toxiques » dont la présence génère une forte incertitude qui pèse lourdement sur tout le système. Tant que cet héritage du passé subsiste, il pourrait empêcher le système financier de prendre un « nouveau départ ». Une solution holistique aux problèmes actuels du système financier pourrait

comprendre un mécanisme d'assainissement des bilans pour en sortir les actifs « toxiques ». Pour mettre en place une opération d'assainissement de cette nature, les autorités devront se montrer créatives et disposées à raisonner de manière non conventionnelle. Nous sommes manifestement en territoire inconnu, et les solutions traditionnelles ne peuvent par conséquent s'appliquer. Nous devons apprendre à vivre avec les implications de l'« aléa moral », consentir tous nos efforts pour réduire celles-ci et, dans le même temps, garder à l'esprit que nous nous trouvons dans une situation caractérisée par des défis sans précédent et dans laquelle, du point de vue des politiques publiques, nous ne pouvons nous offrir le luxe d'attendre la solution idéale. Nous devons nous rappeler que, trop souvent, le pire ennemi du « bien » est le « très bien ».

Tout en définissant la marche à suivre et en déplorant les grandes difficultés de la situation de départ, nous pouvons évoquer la célèbre histoire de cet homme, en route pour Dublin et qui s'était perdu au cours de sa traversée de Londres ; il demanda à quelqu'un quel était le meilleur chemin à prendre et il lui fut répondu : « Je ne connais pas la meilleure route pour se rendre à Dublin, mais, en tout cas, je ne partirais certainement pas d'ici ». Pour conclure sur une touche d'optimisme, il suffit de faire remarquer que ce sont les habitants de Dublin, qui saluèrent l'arrivée de ce voyageur dans leur ville, qui ont popularisé cette histoire.