

Quelles conséquences pour la stabilité financière internationale ?

Président :	Roger FERGUSON, Vice-président, Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve	131
Panélistes :	David DODGE, Gouverneur, Banque du Canada	133
	Toshihiko FUKUI, Gouverneur, Banque du Japon	136
	ZETI Akhtar Aziz, Gouverneur, Banque centrale de Malaisie	139
	Yaga Venugopal REDDY, Gouverneur, Banque centrale d'Inde	142
	Jacob A. FRENKEL, Vice-président, AIG Président, Groupe des Trente	150

Roger FERGUSON

Vice-président

Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve

Pour présenter le panel suivant, je mettrai à profit les enseignements de mon expérience professionnelle dans le secteur privé. En effet, chez McKinsey, nous organisons toujours les discussions en trois étapes : après un bilan de la situation, nous présentons les facteurs d'aggravation, et enfin, nous proposons la solution.

En ce qui concerne la situation, un « consensus de Paris » semble s'être dégagé. Nous avons tous reconnu que les déséquilibres mondiaux ne sont pas soutenables au sens littéral du terme et qu'ils ne dureront pas éternellement. Si l'origine de ces déséquilibres n'a pas fait l'unanimité, un certain nombre de possibilités ont été évoquées, telles que les écarts de productivité entre économies et les taux de croissance relatifs, et je pense que chacun de nous peut se satisfaire de l'une ou l'autre de ces explications. Enfin, une partie du « consensus » a porté sur le fait que, si la possibilité d'une résorption ordonnée des déséquilibres mondiaux n'a pas été écartée, l'on discerne toutefois clairement, au sein de cette assemblée, la crainte d'une correction désordonnée, d'un atterrissage brutal selon les modalités que nous avons toutes évoquées.

Je souhaiterais apporter ma modeste contribution au « consensus de Paris » et, parallèlement, mettre en lumière certains travaux effectués par mes collègues du Système fédéral de réserve. Dans une étude récente intitulée *"Currency crashes and bond yields in industrial countries"* (Crises de change et rendements obligataires dans les pays industrialisés), Joseph Gagnon a passé en revue trente-six épisodes de crises de change survenus dans le monde au cours des vingt dernières années. Selon ses conclusions, jusqu'en 1985, lesdites crises n'ont pas provoqué de profondes perturbations ; ainsi, on n'a observé ni hausse spectaculaire des taux d'intérêt ni ralentissement spectaculaire de la croissance dans les économies industrialisées. Considérons une autre étude d'économistes du Système fédéral de réserve, intitulée *"Financial market developments and economic activity during current account adjustments in industrial economies"* (évolutions des marchés de capitaux et activité économique lors des ajustements des

comptes courants dans les économies industrielles). Ses auteurs, Hilary Croke, Steven B. Kamin et Sylvain Leduc, n'ont guère trouvé d'éléments indiquant que la diminution des déficits des comptes courants, du moins dans les pays industrialisés, s'accompagne de fortes dépréciations des monnaies et de récessions. Les travaux des experts du Système fédéral de réserve donnent donc des raisons d'afficher un optimisme prudent.

Telle est donc la situation, qui fait l'objet de ce j'ai qualifié de « consensus de Paris ». Nous devons maintenant nous pencher sur les « facteurs d'aggravation ». Comme l'a précisé M. Noyer au début du colloque, la question de la stabilité financière doit figurer en bonne place dans nos débats. Le premier de ces facteurs réside dans le fait que, au cours de la récente période de forte productivité et de mondialisation, les économies de marché émergentes ont été à l'origine de crises d'instabilité financière, notamment en 1997 et 1998. Il s'est avéré que la rapide circulation des capitaux, bénéfique pour les États-Unis, pouvait nuire à des économies dotées de cadres de politique économique ou institutionnels moins solides. L'instabilité en provenance des marchés émergents a pu, en retour, exercer une incidence négative sur les États-Unis. Nous avons également observé l'exemple plus surprenant du Japon, auquel M. Issing a fait allusion, qui illustre la possibilité du développement de l'instabilité à partir d'une économie industrialisée.

Le deuxième élément à prendre en compte, dans ce contexte de mondialisation et de forte productivité, est l'accroissement de la complexité de l'environnement institutionnel au cours des vingt dernières années. On en trouvera un exemple dans l'activité des fonds spéculatifs, qui a été évoquée précédemment avec l'affaire LTCM. La taille du secteur des fonds spéculatifs avoisine les 1 000 milliards de dollars. Pour certains, il est relativement opaque ; d'autres sont plus confiants mais estiment néanmoins qu'il est trop important. Selon les données publiées par le secteur, il existe à l'heure actuelle quelque huit mille cinq cents fonds spéculatifs, d'une taille moyenne de 120 millions de dollars environ, ce qui correspond à la taille

d'une banque de petite ou moyenne dimension aux États-Unis. Par conséquent, aucun fonds individuel n'est susceptible de présenter une importance systémique. Néanmoins, même un secteur fragmenté présente des risques de comportements moutonniers et de forte corrélation des stratégies de ses membres. En outre, même si, en moyenne, un fonds spéculatif n'est pas de grande taille, la concentration des actifs dans le secteur constitue un problème en soi. De toute évidence, il convient d'envisager des modifications institutionnelles.

Un troisième facteur d'aggravation est lié au fait que les porteurs de risques en dernier ressort relèvent de deux catégories. La première catégorie est celle des institutionnels, à savoir les sociétés d'assurance ou de réassurance. Le secteur de la réassurance, comme celui des fonds spéculatifs, peut paraître relativement opaque pour certains observateurs. Le nombre de ces organismes est limité et ils sont bien réglementés, mais nombreux sont ceux qui estiment que la composition de leurs bilans et leur exposition aux risques manquent de lisibilité. L'autre secteur appelé à absorber les chocs en dernier ressort est celui des ménages. Des inquiétudes ont été exprimées au sein de cette assemblée concernant leur niveau d'endettement et leur degré de dépendance à l'égard du bas niveau des taux d'intérêt.

Le quatrième élément de complication, si l'on considère les déséquilibres mondiaux et leur résorption possible, a trait à l'émergence de nombreux produits nouveaux au cours des vingt dernières années. Le marché des *swaps* sur défaillance est devenu un canal important de transfert des risques vers les bilans des agents se considérant les plus à même de les assumer. Cette évolution doit être considérée comme positive. Toutefois, certains observateurs ont exprimé des inquiétudes parce que beaucoup de ces nouveaux produits n'ont pas été testés en période de tensions importantes. La révision à la baisse de la notation de General Motors et de Ford aux États-Unis a certes constitué un test pour le marché des *swaps* sur défaillance. Ce dernier a bien réagi, mais cette dégradation ne représentait cependant qu'un test limité. Des produits plus exotiques sont également apparus au cours des dernières années, par exemple, les prêts immobiliers avec des mensualités ne couvrant que les intérêts, les prêts hypothécaires à amortissement négatif et les prêts hypothécaires à taux révisable et à mensualité modulable. Ces produits n'ont pas été testés dans une situation de modification rapide de l'environnement macroéconomique et des taux d'intérêt susceptible de survenir en cas de correction brutale des déséquilibres.

Ces considérations nous ramènent toutes à ce panel, composé de personnalités éminentes. J'aimerais leur poser seulement trois questions. Premièrement, de manière générale, les politiques actuelles, ou d'autres pouvant raisonnablement être mises en œuvre, peuvent-elles renforcer à la fois la stabilité macroéconomique et financière ? Deuxièmement, sous l'effet des modifications institutionnelles et de la politique économique intervenues depuis la fin des années quatre-vingt-dix, la résistance des économies émergentes s'est-elle accrue face aux changements pouvant intervenir dans le cadre des inévitables ajustements de ces différents déséquilibres ? Ma troisième question se scinde en deux parties : les compétences en matière de gestion des risques de ces nouvelles institutions et de leurs contreparties ont-elles suffisamment évolué, et les institutions sont-elles préparées à faire face aux ajustements qui feront probablement partie du processus de résorption des différents déséquilibres que nous avons évoqués ?

Le panel remarquable qui a été réuni pourra peut-être répondre à ces questions. S'agissant des économies industrialisées, nos intervenants sont M. Dodge, gouverneur de la Banque du Canada, et M. Fukui, de la Banque du Japon. Pour les pays émergents, nous accueillons également deux éminentes personnalités : Y.V. Reddy de la Banque de réserve de l'Inde et Zeti Akhtar Aziz de la Banque centrale de Malaisie. Enfin, Jacob Frenkel, qui a exercé dans un passé récent de hautes responsabilités dans le domaine de la politique économique et monétaire et qui préside actuellement le Groupe des Trente, représentant ainsi à la fois les acteurs de la politique économique et le secteur privé. J'espère donc qu'il pourra nous faire bénéficier de ces deux points de vue.

David DODGE

Gouverneur

Banque du Canada

Merci, Monsieur le Président. Aujourd'hui, j'aimerais vous entretenir de la façon dont les États et leur économie peuvent le mieux se prémunir contre les chocs et les déséquilibres économiques et profiter des occasions qu'offre la mondialisation.

À mesure que la mondialisation s'intensifie, un nombre grandissant de régions du globe prennent conscience des bienfaits apportés par l'ouverture des échanges et la libéralisation des mouvements de capitaux. Mais ce développement ne va pas sans une exposition accrue de chaque pays à des chocs extérieurs. Les économies ouvertes seront toujours secouées par des chocs de cette nature. La mondialisation croissante du système financier donne également la possibilité à des déséquilibres de se créer et de persister longtemps. Ces déséquilibres sont toutefois appelés à se résorber d'eux-mêmes avec le temps si les mécanismes de marché ne sont pas entravés. Par contre, quand les politiques suivies empêchent ces mécanismes d'opérer un ajustement harmonieux, le risque d'assister à une correction désordonnée s'accroît.

L'expérience nous enseigne que dans un environnement où les chocs sont fréquents et les déséquilibres susceptibles de survenir, la clef de la survie — et de la prospérité — réside dans la flexibilité. Et cette flexibilité nous est fournie par le bon fonctionnement des marchés. Nos marchés nationaux des biens, des services, du travail et des capitaux doivent tous affecter les ressources avec efficacité. Il faut donc mettre en place des cadres qui permettent à nos marchés et à nos économies d'être aussi efficaces que possible. Ainsi, nous pourrions hausser au fil du temps le niveau de vie des habitants de tous les pays.

Bien sûr, il est facile pour les économistes et les banquiers centraux de tenir un tel discours. Mais il est beaucoup moins aisé de forger le consensus politique qui aiderait les gouvernements à instaurer et à maintenir les mesures devant procurer à nos économies la flexibilité voulue pour s'ajuster. Or, une partie de notre travail de banquier central consiste précisément à livrer l'analyse qui contribuera à obtenir ce consensus.

Permettez-moi de vous présenter brièvement les cinq éléments qui me semblent essentiels à la création des conditions d'une flexibilité de l'économie.

Politique monétaire

La politique monétaire est le premier de ces éléments. L'expérience acquise un peu partout dans le monde nous apprend que la meilleure contribution que la politique monétaire puisse apporter, afin de favoriser la flexibilité et la vigueur soutenue de l'économie, est l'arrimage des attentes d'inflation à long terme. Au Canada, notre objectif est de garder le taux d'inflation à 2 %, soit au point médian d'une fourchette cible qui va de 1 à 3 %. C'est un régime qui, à notre avis, a bien joué son rôle de stabilisateur macroéconomique. Cependant, que les banques centrales adoptent ou non des cibles d'inflation explicites, le maintien de l'inflation à un bas niveau constitue le moyen le plus efficace dont elles disposent pour favoriser la croissance durable de la production et de l'emploi.

Régime de changes flexibles

Le second élément indispensable à la flexibilité, et qui forme un pivot de toute politique monétaire, est le choix du régime de change. Comme le Canada a choisi de se donner une cible d'inflation, il s'est doté, par la force des choses, d'un régime de changes flottants, dont il est pratiquement le seul pays à posséder une si grande expérience. Ce régime nous sert d'amortisseur en transmettant dans les prix des signaux importants aux entreprises et aux consommateurs et en aidant l'économie canadienne à s'adapter aux fluctuations de la demande et des cours mondiaux. Le taux de change réel s'ajustera toujours de manière à refléter l'évolution de la conjoncture, cela coule de source. Mais amener ce processus d'ajustement à s'opérer par les mouvements du taux de change nominal plutôt que par l'inflation ou la déflation générale est une voie plus rapide et moins pénible. C'est pourquoi les efforts déployés par certains pays pour ralentir ou éviter les ajustements économiques requis en optant pour un régime de changes fixes peuvent, au bout du compte, s'avérer contreproductifs.

Politique budgétaire

Le troisième élément de la politique macroéconomique qui m'apparaît important pour assurer la croissance soutenue et la flexibilité de l'économie est une politique budgétaire prudente. S'il est vrai que les besoins varient selon les circonstances, les budgets du gouvernement devraient toutefois suivre un sentier d'évolution soutenable, afin que l'équilibre budgétaire puisse être atteint à long terme. Des déficits persistants sapent la confiance dans la capacité de l'État à respecter ses obligations. Ils font augmenter le coût des emprunts et peuvent exercer des tensions indues sur le secteur financier, qui peut être contraint de financer ces déficits.

Quelques pays bénéficient sans doute de la marge de manoeuvre requise pour assouplir leur politique budgétaire, afin de donner un élan à l'investissement et à la demande. À cet égard, certaines économies émergentes d'Asie, dont le ratio de la dette publique au PIB est faible, disposent de la latitude nécessaire pour soutenir la demande. Toutefois, en Amérique du Nord, en Europe et au Japon, la possibilité que la politique budgétaire puisse stimuler la demande semble très limitée, vu les niveaux d'endettement actuels de la plupart des pays de ces régions et les exigences croissantes que la population vieillissante imposera au secteur public. À moins que les ratios de la dette publique au PIB ne soient abaissés avant que la pression exercée par le vieillissement se fasse sentir, les gouvernements de nombreux pays seront confrontés à une tâche douloureuse : réduire les services ou augmenter les impôts, ou les deux.

Dans le contexte d'une politique budgétaire prudente, il convient surtout de chercher à améliorer l'infrastructure de l'économie de façon à pouvoir soutenir la capacité de production, tout en répondant aux besoins sociaux grandissants, au moment où la population active commence à diminuer.

Politiques structurelles

Ces observations m'amènent à mon quatrième élément, c'est-à-dire au choix de politiques structurelles microéconomiques adéquates, et j'insiste sur le mot « adéquates ».

Nous devons tous prendre des dispositions afin d'accroître la flexibilité de nos marchés du travail.

L'évolution démographique à long terme nous impose, par exemple, de trouver les moyens d'accéder au souhait des travailleurs plus âgés qui désirent demeurer au sein de la population active. Les ministres des Finances du G 7 le répètent depuis leur réunion de février 2004 à Boca Raton, en Floride ; cependant, beaucoup reste à faire. Pour certains pays, il serait utile de mettre en place des mesures de protection sociale propres à bonifier les régimes publics de pension et d'assurance maladie, de sorte que leurs citoyens ne se sentent pas forcés de constituer une épargne excessive par précaution.

Si nous, banquiers centraux, croyons en l'importance vitale d'établir des marchés des biens, des services et du travail qui soient efficaces, il n'est pas de notre ressort de formuler des politiques en ce sens. L'amélioration des marchés financiers, toutefois, relève bien de notre compétence et forme le cinquième élément de flexibilité de mon allocution. Je conclurai donc par quelques remarques sur le sujet.

Marchés financiers efficaces

Je n'ai pas besoin de vous convaincre de la contribution déterminante des marchés financiers nationaux pour augmenter la flexibilité de l'économie quand l'efficacité est au rendez-vous. Les marchés qui fonctionnent bien sont indispensables à une répartition efficace des capitaux d'investissement. Ils jouent également un rôle crucial auprès des ménages en permettant aux plus jeunes d'emprunter sur leur revenu futur et aux moins jeunes d'épargner pour leur retraite. En outre, les marchés nationaux efficaces interagissent bien sûr avantageusement avec les marchés internationaux.

Les crises financières qui ont secoué les marchés émergents au cours de la dernière décennie nous ont appris que, pour qu'il soit résilient, un système financier national doit reposer sur trois piliers : un régime de réglementation prudentielle bien développé ; des politiques qui encouragent la concurrence entre les joueurs du marché financier ; une surveillance de la conduite des acteurs du marché de nature à renforcer la transparence et l'efficacité.

La réglementation prudentielle vise plus largement à veiller à ce que les banques et les autres institutions

financières soient conscientes des risques qu'elles prennent et à ce qu'elles constituent des provisions en ce sens. Elle permet d'autre part aux autorités, à un niveau systémique, de recueillir de l'information, d'harmoniser les incitations et d'appliquer les mesures correctives qui s'imposent pour contrer les menaces qui pèsent sur la stabilité systémique.

L'objectif poursuivi par une politique qui favorise une concurrence réelle est de promouvoir le maximum d'efficacité et d'innovation à l'intérieur des marchés financiers. Il est important que nous, dirigeants de banques centrales, fassions ce qui est en notre pouvoir pour développer la concurrence sur nos marchés entre les institutions nationales et étrangères.

Enfin, la leçon que nous avons tirée d'expériences amères, c'est que la transparence est une condition générale au bon fonctionnement des marchés des titres de dette et des actions. La surveillance adéquate de la conduite des acteurs du marché est primordiale. Les banquiers centraux doivent inciter les autorités de réglementation à adopter les mesures appropriées — et je dis bien « appropriées » et non « exagérées » — à ce titre.

Dans tous les cas, on devrait constamment s'employer à accroître l'efficacité du système financier. C'est un défi que nous devons aussi relever au Canada, au moment où nous examinons la structure de notre système bancaire et l'efficacité de nos marchés de capitaux.

Jusqu'ici, ce colloque nous a donné l'occasion d'entendre des arguments convaincants et utiles. Je suis persuadé que le reste des exposés nous en réserve d'autres. Certains des plus grands esprits que compte notre discipline s'appliquent à étudier les implications de la mondialisation ainsi que les politiques visant à y répondre.

Lorsqu'on tente de comprendre notre monde en mutation et de s'y adapter, il importe de ne pas oublier que les échecs du passé résultent généralement de notre inaptitude — ou de notre refus — de poser des assises solides. À l'instar de Voltaire, « il faut cultiver notre jardin », mais avec des politiques monétaires, budgétaires et structurelles saines et des marchés financiers efficaces. Si nous réussissons à jeter des bases fortes dans nos pays, nous serons plus à même de gérer les brusques variations des mouvements de capitaux et les chocs inévitables qui restent indissociables de notre économie mondialisée.

Toshihiko FUKUI**Gouverneur**

Banque du Japon

La mondialisation se présente sous différentes formes qui ont des implications importantes pour la détermination de nos politiques. J'aimerais commencer ma contribution par une réflexion sur les déséquilibres liés à la mondialisation, du point de vue de l'épargne et de l'investissement à l'échelle mondiale. Je dois dire que l'attention récemment accordée à ce sujet concerne un aspect important de la situation de l'économie mondiale actuelle. Parallèlement, je dois mettre en garde contre la tentation d'aller trop loin dans cette direction.

Le risque consiste à exagérer l'importance des forces économiques à l'œuvre à long terme, telles que la démographie et les étapes du développement économique, comme facteurs des déséquilibres mondiaux. Cela peut mener à la conclusion que les déséquilibres liés à l'épargne et à l'investissement constituent un état de fait et ne peuvent pas être facilement traités par les politiques. Le fatalisme d'une telle approche est contre-productif.

Je conviens que les déséquilibres mondiaux reflètent des tendances économiques de long terme. Cependant, cela implique seulement qu'il n'existe pas de voie de sortie rapide. En raison précisément de la nature à long terme du problème, nous avons besoin de politiques et d'engagements à long terme. Les déséquilibres mondiaux ne peuvent continuer à s'accroître indéfiniment. Les politiques peuvent aider à renverser la tendance et elles peuvent également prévenir, ou tout au moins atténuer, les problèmes graves susceptibles de survenir lors de la phase de transition vers un monde plus équilibré.

Ce processus relève de la responsabilité partagée de la communauté internationale. Comme nous l'avons affirmé à de nombreuses reprises, les États-Unis doivent poursuivre leurs efforts en vue d'augmenter leur épargne et de diminuer leur consommation, notamment en réduisant leur déficit budgétaire. L'Europe et le Japon doivent intensifier leurs efforts de réformes structurelles afin de renforcer leur potentiel de croissance. D'autres régions du monde ont également un rôle à jouer. L'Asie émergente peut investir une plus grande partie de son épargne, qui inonde actuellement les États-Unis, dans d'autres pays. Les politiques les plus propices à cet effet

consistent à libérer les forces de marché, par la déréglementation et la libéralisation, et à renforcer les infrastructures de marché. Les pays producteurs de pétrole doivent également investir leurs profits exceptionnels dans des projets engageant l'avenir.

Les caractéristiques de l'épargne et de l'investissement mondiaux attirent notre attention sur les flux financiers qui sont derrière ces déséquilibres. Du point de vue des banques centrales, les aspects financiers des déséquilibres revêtent des implications pratiques considérables. Nous savons tous que, en termes de balance des paiements, un déficit des comptes courants sera couvert, d'une façon ou d'une autre, par des flux de capitaux. Cependant, ce processus de compensation n'est pas instantané. Il implique un grand nombre de transactions, souvent énormes et complexes. Dans le même temps, les forces économiques réelles interagissent avec les forces financières. La causalité est à double tranchant. Cependant, je ne m'engagerai pas dans ces considérations aujourd'hui. Je remarquerai simplement que les flux internationaux de capitaux constituent des éléments fondamentaux de soutien et d'amplification des déséquilibres mondiaux.

À cet égard, il existe un cliché assez répandu concernant le financement du déficit américain des transactions courantes par les autorités monétaires asiatiques. On affirme souvent que l'achat de bons du Trésor américain par les autorités monétaires asiatiques constitue le lien entre la surabondance d'épargne en Asie et la pénurie d'épargne aux États-Unis. En corollaire, nombreux sont ceux qui s'inquiètent du risque d'un affaiblissement du système financier mondial si l'Asie cesse d'acheter des bons du Trésor.

Cette opinion a le défaut de ne considérer que le solde « net » des flux de capitaux. Par conséquent, elle ne prend pas pleinement en compte la dynamique et les risques potentiels des flux de capitaux mondiaux. Nous constatons effectivement d'importants achats de bons du Trésor par des autorités étrangères. Cependant, les achats officiels ne représentent qu'une partie d'un tout. Que constatons-nous en prenant un peu de recul et en observant dans leur globalité les flux de capitaux entrant et sortant des États-Unis ?

Les flux de capitaux privés en provenance des États-Unis et à destination du reste du monde ont été soutenus. Ils ont également été rentables. La rentabilité des investissements directs américains à l'étranger est deux fois plus importante que celle des investissements directs aux États-Unis. Si nous tenons compte également des fondamentaux économiques favorables des économies de marché émergentes et de la tendance générale en faveur de la « quête du rendement », il n'est pas étonnant de constater une croissance des investissements bruts des États-Unis vers le reste du monde, et vers les économies émergentes en particulier.

Dans le même temps, les flux de capitaux privés en provenance d'Asie et à destination des États-Unis ont nettement augmenté, parallèlement aux flux officiels. Ces investissements aux États-Unis portent sur des titres de créance, assortis de risques relativement faibles et de rendements modérés. Mon ami Andrew Crockett a décrit cette situation de la façon suivante : « l'Asie exporte des capitaux sûrs et importe des capitaux à risque ». Il y a certainement une bonne raison pour laquelle les capitaux asiatiques ne sont pas investis dans des entreprises asiatiques apparemment rentables.

La combinaison de flux de capitaux dynamiques, à l'entrée comme à la sortie, est une arme à double tranchant. D'un côté, en raison de l'importance même de ces flux, il est plus facile que par le passé de s'adapter et de supporter des déséquilibres mondiaux accrus. Cela nous donne plus de temps pour engager des actions correctives. D'un autre côté, rien ne garantit la stabilité des flux de capitaux. Les flux de capitaux privés sont extrêmement sensibles aux changements d'anticipations des marchés. Les innovations financières et l'émergence de nouveaux types d'investisseurs, tels que les fonds spéculatifs, peuvent exacerber ces tendances. Plus les flux sont importants, plus l'incidence de leur retournement est importante.

C'est pourquoi nous entendons souvent des appels au renforcement des réglementations afin de limiter les transactions de capitaux à caractère spéculatif. Des mesures officielles peuvent être justifiées, notamment dans le cas des économies émergentes où les systèmes financiers ne sont pas aussi résistants que ceux des économies avancées. Nous devons toutefois faire preuve de prudence. Les réglementations qui sont efficaces pour éviter la spéculation peuvent également être efficaces pour asphyxier les marchés. Nous devons

également tenir compte du fait que les réglementations peuvent engendrer des distorsions. Comme on dit : « on ne peut pas avoir le beurre et l'argent du beurre ». Si nous voulons continuer à profiter des avantages de l'accroissement des flux de capitaux, il me semble qu'il faut être pragmatique et se préparer à affronter toutes les conséquences indésirables.

Comme je l'ai déjà dit, plus les flux de capitaux sont importants, plus l'environnement se montre indulgent à l'égard des facteurs d'instabilité, tels que les déséquilibres externes, les bulles des prix d'actifs et l'accumulation d'investissements inefficaces. Les marchés sont extrêmement indulgents lorsque les choses vont bien. En revanche, la sanction des marchés est impitoyable lorsque les choses tournent mal. Le retournement brutal et massif des flux de capitaux est un événement peu probable, mais il entraîne des dégâts lorsqu'il se produit.

Nous avons fait l'expérience d'un certain nombre d'épisodes de ce genre, et notamment en Asie. Nous avons appris que les faiblesses de l'économie engendrent souvent des crises financières. En eux-mêmes, les déséquilibres mondiaux et les flux de capitaux peuvent amplifier, mais non pas être la cause première de l'instabilité. En revanche, les maillons faibles des systèmes économiques et financiers sont souvent le résultat de nos propres erreurs de stratégie. Par conséquent, il est important de mener une politique macroéconomique crédible afin de stabiliser les anticipations des marchés. Par ailleurs, il serait utile de procéder à des exercices de simulation de crise « grandeur nature » afin d'examiner les vulnérabilités potentielles et de corriger les erreurs éventuelles dans les meilleurs délais.

Avant de conclure, je voudrais brièvement attirer l'attention sur les défis essentiels, liés à la politique conjoncturelle, auxquels sont confrontées à la fois les économies en déficit et en excédent. Comme je l'ai dit au début de mon propos, la communauté internationale partage la responsabilité du rééquilibrage de l'économie mondiale. Nous devons agir sans provoquer par inadvertance des flux financiers destructeurs.

L'évolution des taux d'intérêt à long terme aux États-Unis constitue l'une des questions fondamentales. En effet, le faible niveau de ces taux d'intérêt est le facteur qui permet de supporter les déséquilibres sans créer d'instabilité sur les marchés de capitaux internationaux. Telle est la situation

qualifiée de « déséquilibre stable ». Plusieurs facteurs affectent la dynamique des taux d'intérêt, comme en attestent les débats incessants sur ce sujet complexe. À mon avis, cependant, les anticipations d'inflation constituent les déterminants les plus importants de cette dynamique. Une augmentation sensible des taux d'intérêt à long terme, déclenchée par des anticipations de hausse de l'inflation, pourrait provoquer l'effondrement du système financier mondial. Par conséquent, le défi de plus en plus important auquel doivent faire face les États-Unis est de contenir les anticipations d'inflation et d'éviter une trop forte volatilité des taux d'intérêt, afin de maintenir un environnement facilitant l'ajustement ordonné des déséquilibres.

Pour être juste, il faut aussi que les autorités d'Asie et des autres économies émergentes prennent en considération le sentiment des investisseurs. Afin d'ancrer les anticipations des marchés, les politiques structurelles sont essentielles, en plus de politiques macroéconomiques crédibles. Les autorités doivent reconnaître que les problèmes structurels de l'économie sont toujours surveillés par les marchés et peuvent à tout moment engendrer des turbulences dans les flux de capitaux. Les autorités doivent poursuivre leurs efforts de réforme. C'est seulement de cette façon qu'elles pourront inverser, en toute sécurité, les flux d'épargne excédentaires et accélérer l'investissement et la consommation intérieurs.

ZETI Akhtar Aziz**Gouverneur***Banque centrale de Malaisie*

C'est un honneur pour moi d'être ici pour discuter des questions relatives aux déséquilibres mondiaux, aux flux de capitaux et à la stabilité financière et je voudrais remercier la Banque de France de son invitation à participer à ce colloque international « Productivité, compétitivité et globalisation ». La globalisation n'est pas un phénomène nouveau, mais au fil du temps, on a assisté à des modifications importantes de la forme et de la nature de ce processus. Les manifestations initiales de la mondialisation, sous forme d'échanges commerciaux et de flux d'investissement transfrontières, ont été suivies par la mondialisation des entreprises et, au cours de la décennie écoulée, par celle des flux financiers. Ce phénomène ne se limite plus au commerce et aux investissements directs, il inclut également la libre circulation des capitaux. Cette évolution a entraîné de nouveaux risques, avec des implications importantes même pour les économies les plus développées.

Certes, les déséquilibres mondiaux actuels existent depuis quelques années, mais c'est l'accroissement récent des risques, tant pour les économies nationales qu'au plan mondial, qui constitue un sujet d'inquiétude croissante. Tout d'abord, des déséquilibres internes se sont accumulés dans plusieurs économies importantes. La faiblesse des taux d'intérêt a conduit à prendre des risques accrus : cela s'est traduit par une augmentation de l'endettement des ménages, des déficits budgétaires élevés et une hausse des prix des actifs. En second lieu, ces évolutions ont été aggravées par des prix de l'énergie plus élevés que prévu. Cette situation a non seulement engendré des tensions inflationnistes supplémentaires, mais elle a également contribué à une aggravation des déficits des comptes courants des économies importatrices de pétrole, suscitant ainsi un resserrement monétaire. On peut dès lors s'attendre à une nouvelle accumulation d'entrées de capitaux dans la mesure où les différentiels de taux d'intérêt entre les États-Unis et d'autres parties du monde vont encore s'élargir. Ce sont les effets conjugués de ces nouvelles tendances qui accroissent les risques pour la stabilité financière internationale. Le défi auquel nous devons faire face consiste à susciter un ajustement mondial sans menacer la stabilité du système financier international. Cependant, l'environnement macroéconomique actuel, caractérisé par des prix de

l'énergie élevés, par la hausse des taux d'intérêt et par l'accroissement potentiel des flux financiers, rend ce défi d'autant plus difficile à relever.

La communauté internationale connaît déjà la solution au problème constitué par les déséquilibres mondiaux. Il existe trois principaux canaux d'ajustement : la demande globale, les prix et les taux de change. Bien qu'il n'y ait pas de consensus sur les rôles respectifs de ces trois variables, ni sur l'étendue de la responsabilité de chacun des membres de la communauté internationale, l'objectif accepté par tous consiste en un ajustement en bon ordre avec des coûts réduits au minimum.

Auparavant, lorsque les flux commerciaux dominaient le processus de mondialisation, la correction des déséquilibres était généralement progressive. Même si l'incidence des chocs liés au commerce comportait un coût pour les économies nationales, l'évolution de la situation était également plus prévisible, fournissant ainsi une base pour mettre en œuvre des stratégies appropriées afin de gérer et de faciliter l'ajustement. En revanche, l'environnement international actuel est dominé par des flux financiers qu'aucun cadre réglementaire ne peut régir.

En effet, ces flux financiers hautement volatils sont devenus une caractéristique permanente du système financier international. Le défi consistant à restaurer le calme sur les marchés de capitaux ne concerne plus uniquement les petites économies émergentes mais également les économies plus importantes. Si les ajustements apportés aux déséquilibres mondiaux sont inattendus ou désordonnés, la volatilité des flux de capitaux risque d'aggraver les effets de ce processus sur l'économie mondiale.

La crise financière en Asie de l'Est a montré que, dans certaines conditions, les marchés de change et les marchés de capitaux ne se stabilisent pas d'eux-mêmes. Cette crise a représenté pendant près de deux ans une expérience sans précédent pour le système financier mondial. Au cours de cette période, on a assisté à des vagues d'ajustement brutales et spectaculaires des taux de change et des prix d'actifs à l'origine d'un ralentissement économique de grande ampleur. Les intervenants précédents ont déjà

souligné que, lors des retournements de tendance, des ajustements excessifs peuvent se produire sur les marchés de capitaux et entraîner à leur tour des perturbations et des bouleversements du système financier et de l'économie.

Les marchés de capitaux sont censés trouver leur propre équilibre. En cas de perturbations, le système financier devrait être intrinsèquement capable de rétablir cet équilibre. Cependant, dans un environnement instable, la réalité est bien différente : c'est même le contraire qui se produit, le déséquilibre se propageant avec une vitesse et une force généralement irrésistibles. Lors de la gestion des retournements, la vulnérabilité de l'économie aux ajustements désordonnés est accrue, en particulier lorsqu'il y a eu une accumulation considérable de déséquilibres internes. Il n'existe donc pas de solution à court terme. L'ajustement doit reposer sur tout un ensemble d'évolutions, associant la demande, les prix et les taux de change.

J'ai confiance dans le rôle potentiel que peut jouer l'Asie dans le processus d'ajustement au niveau mondial. Ce continent représente plus de la moitié de la population du globe et plus de 25 % de l'économie mondiale. Les prévisions de croissance pour l'ensemble de cette zone sont 1,5 fois plus élevées que la moyenne mondiale. Auparavant, ces performances économiques élevées étaient liées à une croissance tirée par les exportations et par l'investissement. Au cours de la décennie écoulée, une plus grande attention a été accordée aux sources internes de la croissance : l'accent a davantage été mis sur le rôle de la consommation. Comme il s'agit d'une zone enregistrant un taux d'épargne élevé, il est possible de réduire ce taux sans accroître les risques pour l'économie. La consommation privée a progressé, passant de 77 % de la demande intérieure en 1995 à près de 85 % actuellement, chiffre qui devrait atteindre 90 % dans une décennie. Cette tendance est renforcée par l'intensification du commerce intra-régional, qui a considérablement augmenté au cours des cinq dernières années et représente maintenant un tiers du commerce total de la région. Pour mon pays, la Malaisie, 60 % du commerce s'effectue avec d'autres pays asiatiques. Globalement, le marché intérieur en Asie prend de l'importance, avec des effets bénéfiques réciproques sur les économies de la région. Ce rééquilibrage de la croissance mondiale, s'ajoutant à la poursuite de l'augmentation des revenus, est susceptible de contribuer à l'ajustement des déséquilibres mondiaux.

Sur le plan financier, les flux d'investissement intra-asiatiques tendent également à s'accroître. Ces flux, qui sont à la fois des investissements directs et des investissements de portefeuille, se traduisent par le réinvestissement dans la région d'une partie de l'excédent de fonds disponibles. La mise en place récente des « fonds obligataires asiatiques » (*Asian Bond Funds*), ainsi que les initiatives visant à développer les marchés financiers régionaux, renforcent également cette tendance au recyclage de l'épargne régionale pour financer l'activité productive au sein de la région. Par ailleurs, le développement des marchés de capitaux domestiques, notamment les marchés financiers, s'accélère en Asie. En Malaisie, le financement par recours au marché, auparavant négligeable, représente maintenant 80 % du PIB. Les efforts engagés, au niveau tant national que régional, pour développer la profondeur, la liquidité et l'infrastructure des différents marchés financiers commencent à donner des résultats positifs. Les membres de l'*Executives' meeting of East Asia and Pacific central banks* (Forum des responsables des banques centrales et des autorités monétaires de la région Asie de l'Est-Pacifique — EMEAP) ont joué un rôle de catalyseur pour promouvoir la demande d'investissement sur les marchés obligataires de la région : en 2003, ils ont mis en commun dans le fonds obligataire asiatique des réserves de change à hauteur d'un milliard de dollars, pour les investir en obligations souveraines et quasi-souveraines libellées en dollars émises par des pays asiatiques. En décembre 2004, les membres de l'EMEAP ont de nouveau mobilisé deux milliards de dollars comme capital de départ pour le « fonds obligataire asiatique 2 ».

À l'heure actuelle, la zone asiatique est globalement mieux en mesure de gérer les crises financières. Les sources de la croissance sont plus équilibrées entre demande extérieure et intérieure et ont été renforcées par des fondamentaux macroéconomiques plus solides. Les réformes financières entreprises, notamment depuis la crise, ainsi que le renforcement des dispositifs de réglementation et de surveillance et l'accélération du développement du marché des capitaux, ont renforcé l'efficacité et la résistance du système financier de cette région. L'accroissement de la diversification du secteur financier permet également de mieux répondre à l'évolution des structures économiques des pays de la zone. Les réserves de change sont maintenant plus solides et les taux de change plus flexibles. Au niveau régional, il existe également une coopération accrue, incluant

notamment des efforts communs pour accroître la surveillance et pour favoriser le renforcement du commerce et des flux d'investissement intra-régionaux. Toutes ces évolutions ont contribué à intensifier l'intégration économique et financière régionale en Asie.

Une leçon importante se dégage de la crise financière en Asie de l'Est : la libéralisation du compte de capital ne doit s'effectuer que lorsque les dispositifs institutionnels et le cadre réglementaire et juridique appropriés sont en place afin de tirer le profit maximum de la mondialisation, mais aussi pour être mieux en mesure de gérer la vulnérabilité accrue liée à l'insertion dans l'économie mondiale. Ces conditions préalables doivent également être renforcées par l'augmentation des capacités et la consolidation de l'infrastructure financière nationale. Il est tout aussi important de disposer d'un mécanisme de surveillance afin de suivre et de comprendre les évolutions intervenant aux niveaux macro et microéconomique en vue d'adopter de façon précoce des stratégies appropriées de prévention et d'endiguement. L'existence d'un système de gestion des risques au niveau national est, en effet, indispensable. Les autorités nationales doivent également disposer d'instruments adéquats afin de pouvoir anticiper les évolutions.

Les ajustements des économies asiatiques en termes d'accroissement de la demande intérieure, de hausse des prix et d'appréciation des devises se produiront certainement de façon progressive, afin d'éviter de déclencher des perturbations économiques et une instabilité financière. Certains intervenants ont indiqué aujourd'hui que les ajustements de taux de change fourniraient une solution plus rapide aux déséquilibres mondiaux, mais cela ne

tient pas compte de la dynamique des marchés de change. Rien ne garantit que ces ajustements se produiront de façon ordonnée et qu'ils aboutiront à une allocation efficace des ressources au niveau mondial. Des ajustements sont en cours s'agissant de la demande globale et peuvent contribuer à un rééquilibrage de la croissance mondiale. La demande intérieure augmentant, le taux d'épargne a diminué en proportion. La préférence domestique progresse également par le biais de la hausse des investissements intra-régionaux. Cependant, des inquiétudes subsistent : pendant que ces ajustements structurels se produisent, des événements ou des évolutions spécifiques risquent de déclencher une instabilité sur les marchés de capitaux internationaux lors de la période de transition.

Un problème fréquemment évoqué est celui de la soutenabilité du financement du déficit des comptes courants, notamment aux États-Unis. On a souligné que l'Asie, région disposant d'un excédent d'épargne, et plus récemment, le Moyen-Orient, ont réinvesti ces fonds dans les économies industrielles, notamment aux États-Unis. Mais que se passerait-il si cette tendance s'inversait ? Toute modification de la demande d'actifs libellés en dollars dépendrait de la disponibilité d'autres investissements et toute modification de l'appétence pour le risque de l'existence de possibilités de rendements plus élevés. Il est également nécessaire de distinguer dans quelle mesure ces facteurs affecteraient la demande du secteur public et du secteur privé pour les instruments financiers étrangers. Cependant, ce sont les stratégies et les évolutions des économies bénéficiant de ces flux financiers qui seraient déterminantes non seulement pour le climat des investissements mais aussi pour préserver la stabilité des marchés de capitaux et de l'économie.

En conclusion, j'aimerais faire une remarque en me plaçant du point de vue des petites économies de marché émergentes. Le processus de globalisation doit être géré à l'avantage réciproque de toutes les nations. Cela implique d'avoir un système financier international adapté à tous les membres de la communauté internationale et permettant à toutes les économies, petites et grandes, de participer à ce processus. Alors que le débat relatif aux ajustements globaux nécessaires pour gérer les risques liés aux déséquilibres mondiaux s'est centré sur les économies les plus importantes, il convient de reconnaître que leur impact est beaucoup plus marqué et a une portée beaucoup plus considérable pour les petites économies. Dans un environnement dominé par les flux de capitaux, le degré de résistance, mais aussi la taille et le niveau de développement présentent de l'importance. Nous avons donc besoin d'un système qui permette une croissance plus équilibrée de l'économie mondiale. En raison de la nature même de ce défi, seuls les efforts collectifs de la communauté internationale et des différentes économies peuvent apporter une solution durable et soutenable.

Yaga Venugopal REDDY

Gouverneur

Banque centrale d'Inde

Je remercie la Banque de France de m'avoir invité à ce colloque international sur la productivité, la compétitivité et la globalisation et de me donner ainsi l'occasion de partager avec vous mon point de vue sur la stabilité financière. J'aborderai dans mon exposé les possibles implications des déséquilibres mondiaux pour les économies de marché émergentes, en m'attachant plus particulièrement au cas de l'Inde.

Si les économies en expansion rapide sont généralement regroupées sous l'appellation commune d'« économies de marché émergentes »¹, certains de leurs principaux indicateurs macroéconomiques présentent des différences importantes. Tandis que certaines économies de marché émergentes affichent un excédent de leur balance des paiements courants (comme la Chine, la Fédération de Russie, la Corée du Sud, le Venezuela, la Malaisie, Taiwan et le Brésil), d'autres accusent un déficit (c'est le cas de la Turquie, de la Hongrie, de l'Afrique du Sud, du Mexique, de l'Inde et de la République tchèque), les chiffres pouvant varier d'un déficit de 20 milliards de dollars à un excédent de 69 milliards de dollars. Par ailleurs, si le taux d'épargne de certaines économies émergentes oscille entre 9 % et 43 % de leur PIB, ce ratio a progressé et largement rattrapé celui des pays industrialisés dans la plupart des économies émergentes, notamment en Chine, en Malaisie et en Russie. De même, certaines économies émergentes enregistrent un excédent budgétaire (la Russie), tandis que d'autres (la Turquie, l'Inde, les Philippines, l'Argentine et plusieurs autres encore) font état d'un déficit. Enfin, si l'activité dans certaines économies émergentes comme l'Inde est essentiellement tirée par la demande intérieure, d'autres sont largement dépendantes de leurs exportations pour maintenir leur croissance, et le poids de leurs exportations de biens et de services varie dans une fourchette de 15 % à plus de 120 % du PIB. Il est utile de noter que certaines économies émergentes sont des exportateurs nets de pétrole, tandis que d'autres sont des importateurs nets.

Aussi, compte tenu de la diversité de leur nature, de leur situation macroéconomique et de leur cadre

de politique économique, on ne peut considérer que toutes les économies émergentes contribuent aux déséquilibres financiers mondiaux, de même que les mesures de correction de ces déséquilibres ne les affectent pas toutes uniformément. Il est donc quelque peu difficile de parler des implications des déséquilibres financiers mondiaux pour les économies émergentes considérées dans leur ensemble. Je m'attacherai dès lors en priorité à l'Inde, mais le cadre analytique pourrait être de quelque utilité pour apprécier les implications pour d'autres pays.

Il convient de signaler que certains facteurs peuvent avoir un impact négatif sur tout le groupe des économies émergentes, quoiqu'à un degré variable. C'est sur les conditions de financement des marchés émergents que les évolutions mondiales, particulièrement celles qui interviennent sur les marchés de capitaux, ont les conséquences les plus directes et les plus graves. Une correction brusque et très importante des taux de change peut conduire les investisseurs étrangers à rééquilibrer massivement leur portefeuille, ce qui peut occasionner des variations brutales des rendements à long terme. Ces variations peuvent entraîner à leur tour une certaine volatilité du niveau et du coût des flux des capitaux, avec des répercussions directes sur les économies émergentes.

La volatilité des marchés de capitaux peut nuire à de multiples égards aux économies émergentes et avoir des conséquences complexes et imbriquées. Afin d'en faciliter l'analyse, ces conséquences seront classées en trois catégories :

- impact sur les conditions de financement pour les économies émergentes ;
- dégradation des bilans dans le secteur bancaire ;
- frein aux perspectives de croissance du secteur réel.

Au sein d'une même économie émergente, ces conséquences peuvent être variables selon les acteurs, État, entreprises, ménages et secteur financier, en

¹ Il n'existe pas une seule et unique définition généralement admise pour la notion d'« économie de marché émergente », même si l'appellation désigne souvent des économies à fort potentiel de croissance. Dans la dernière édition de son « Rapport sur la stabilité financière dans le monde », le FMI classe les pays suivants comme des économies de marché émergentes : Amérique latine — Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou, Venezuela ; Asie — Chine, Inde, Corée du Sud, Indonésie, Malaisie, Pakistan, les Philippines, Taiwan Province de Chine et Thaïlande ; Europe, Moyen-Orient et Afrique — République tchèque, Égypte, Hongrie, Israël, Jordanie, Maroc, Pologne, Russie, Afrique du Sud et Turquie. Certains indicateurs économiques sont fournis en annexe pour quelques économies de marché émergentes.

fonction de l'environnement opérationnel et de ses spécificités nationales et institutionnelles, du stade de développement, du niveau d'intégration dans les marchés de capitaux internationaux et du degré d'exposition à ces marchés. Compte tenu de la diversité des économies émergentes et de la complexité des répercussions exercées par des développements imprévisibles des déséquilibres mondiaux, nous allons analyser leurs implications possibles en prenant l'Inde pour exemple.

Évolutions macroéconomiques récentes en Inde

Les performances macroéconomiques récentes de l'Inde présentent certaines caractéristiques intéressantes. Premièrement, le climat est désormais plus favorable à l'investissement et l'activité dans l'industrie et les services est en progression. Deuxièmement, les exportations, dont le rythme est soutenu, deviennent le moteur de la demande pour un certain nombre de secteurs. Troisièmement, on note une tentative modeste et un engagement à assainir les finances publiques. Quatrièmement, l'inflation tendancielle marque le pas d'année en année et les anticipations d'inflation se stabilisent. Cinquièmement, l'Inde est parvenue à gérer ses liquidités dans le contexte de flux de capitaux continus. Sixièmement, le pays est devenu une destination privilégiée des investissements étrangers et a reçu un quart environ du total des flux d'investissements de portefeuille destinés aux économies émergentes en 2004. Septièmement, les réserves en devises de l'Inde sont supérieures à l'encours total de la dette extérieure du pays. Huitièmement, les résultats du secteur privé s'améliorent et certaines entreprises sont désormais cotées sur les places boursières internationales. Neuvièmement, les marchés de capitaux indiens ont gagné en profondeur et en ampleur et, grâce à un cadre institutionnel et à des infrastructures de marché solides, ils connaissent un volume d'activité soutenu. Dixièmement, les indicateurs de rentabilité et de solidité du secteur bancaire s'améliorent. Enfin, l'Inde adopte actuellement les références internationales en matière de normes et de bonnes pratiques financières en les adaptant aux spécificités nationales.

L'économie indienne se caractérise aujourd'hui par un environnement propice à la confiance, des perspectives favorables en matière d'activité, une poursuite de l'assainissement des finances publiques

en s'appuyant sur une règle, des institutions financières et des marchés de capitaux stables et ordonnés et une intégration progressive dans l'économie mondiale. La croissance réelle du PIB a été estimée, avec une certaine prudence, à environ 7 % pour 2005-2006 (avril-mars) et a été revue dernièrement à la hausse, dans une fourchette de 7 % à 7,5 %. En dépit de la vigueur persistante des exportations, le déficit de la balance commerciale en 2005-2006 devrait être quelque peu supérieur à celui enregistré l'année précédente, en raison principalement de la forte augmentation des prix du pétrole et de la demande d'importations hors pétrole aux fins d'investissement. Si pour l'exercice 2005-2006, les invisibles peuvent financer une part importante de l'accroissement du déficit commercial, le déficit de la balance des paiements courants devrait s'accroître tout en demeurant dans des limites acceptables, et devrait pouvoir être financé par les mouvements de capitaux ordinaires. L'indice des prix à la consommation devrait se situer entre 5,0 % et 5,5 %. L'assainissement des finances de l'administration centrale est au cœur de la politique budgétaire, dont les objectifs consistent à ramener le déficit budgétaire brut à 3 % du PIB et à résorber le déficit des recettes publiques d'ici à 2008-2009. La situation budgétaire des administrations des différents États continue, elle aussi, de se redresser quelque peu en ce qui concerne les principaux indicateurs de déficit.

Dans ce contexte, il peut être utile d'analyser les implications des déséquilibres financiers mondiaux pour l'Inde en termes d'impact potentiel sur quatre groupes d'agents distincts. On examinera la situation des finances publiques de l'État, celle de la *Reserve Bank of India*, des entreprises et, enfin, du secteur bancaire.

Impact sur les finances publiques de l'État

Le gouvernement indien ne fait pas appel aux marchés internationaux pour financer son déficit budgétaire, bien que les sources de financement bilatérales et multilatérales fournissent des fonds en devises étrangères en quantité modérée. Aussi le gouvernement indien pourrait-il être affecté indirectement par l'effet de contagion des évolutions extérieures sur les taux d'intérêt intérieurs. Il s'agit ici notamment du différentiel entre les taux d'intérêt nominaux internationaux et les taux d'intérêt intérieurs, corrigés de l'inflation. Si les taux d'intérêt intérieurs augmentent, il peut en résulter une

majoration du coût de l'emprunt pour l'État. Étant donné que la majeure partie de l'encours de la dette a été contractée à des taux fixes et non révisables, le coût de l'emprunt augmenterait de façon marginale. Cette situation confère également une plus grande marge de manœuvre, permettant à une politique monétaire souple d'ajuster les taux d'intérêt directs, en tant que de besoin et au moment requis, sans impact excessif sur le déficit budgétaire.

Impact sur la situation de la *Reserve Bank of India*

La situation des finances publiques peut également être influencée par la manière dont la banque centrale gère les réserves en devises étrangères. La volatilité sur les marchés des changes expose les réserves en devises à un risque opérationnel et à un risque de marché. La dépréciation d'une devise de réserve par rapport à la monnaie nationale peut provoquer une baisse équivalente de la valeur des réserves détenues, même si cet impact peut être atténué dans une certaine mesure par l'appréciation d'autres monnaies dans lesquelles la banque centrale détient des réserves. De même, un relèvement des taux d'intérêt mondiaux entraîne des moins-values sur les actifs correspondants, y compris sur les titres à revenu fixe. Les pertes au titre d'écarts de réévaluation et les moins-values peuvent avoir un effet sur le revenu de la *Reserve Bank of India* et par là même, sur le bénéfice transférable à l'État, ce qui, à son tour, peut entraîner des répercussions sur le budget. Il y a lieu de mentionner ici qu'en vertu des règles de prudence, la *Reserve Bank of India* applique des normes comptables prudentes et n'impute pas les gains et pertes de valorisation sur les réserves en devises étrangères et sur le stock d'or dans le compte de résultats, mais les inscrit dans une rubrique distincte.

Impact sur les entreprises indiennes

La détérioration de la situation sur les marchés mondiaux de capitaux peut provoquer une hausse soudaine des *spreads* du secteur privé du fait d'un retournement de confiance des investisseurs. Une progression des taux d'intérêt mondiaux peut aussi avoir un impact sur d'autres taux de référence comme le Libor. Une hausse brutale des rendements peut entraîner un accroissement du coût des emprunts à taux variable contractés par les

entreprises. Ce surcoût peut être en partie compensé si la monnaie de libellé se déprécie et si la valeur de l'encours des prêts contractés par les entreprises dans cette monnaie diminue en conséquence.

À l'instar de certaines entreprises du secteur public, les firmes privées indiennes se procurent des ressources sur les marchés internationaux. Si leurs emprunts auprès de banques commerciales étrangères sont contractés en partie à taux variable, d'autres sont souscrits à taux fixe. Afin d'éviter toute incidence majeure des variations des cours de change sur la situation des entreprises, la *Reserve Bank of India* demande aux banques de surveiller périodiquement les positions non couvertes des entreprises et invite instamment ces dernières à couvrir leurs risques de change. Ainsi, les entreprises indiennes ne peuvent être affectées par la détérioration des conditions de financement que dans la mesure où elles ne sont pas couvertes par des liquidités en devises étrangères dans le cadre habituel de leur activité, ou en recourant à des produits de couverture appropriés. Toutefois, les entreprises peuvent être touchées en cas de raffermissement des taux d'intérêt sur le marché intérieur, en fonction du niveau de leur endettement par rapport aux autres éléments du passif.

Impact sur le secteur bancaire

Les banques indiennes dépendent principalement des dépôts intérieurs, pour l'essentiel à taux fixe, pour couvrir leurs besoins de financement. Aussi ne sont-elles affectées de façon significative que si les évolutions défavorables sur les marchés internationaux prennent un tour particulièrement grave. En règle générale, les banques ne détiennent pas de stocks de titres en devises. Elles sont donc relativement peu exposées au risque de change. Leurs emprunts en devises sont soumis au plafonnement prudentiel de 25 % de leurs fonds propres de niveau 1 (*tier 1*) et elles sont également tenues de conserver des capitaux en couverture de leur position ouverte nette. Les banques peuvent emprunter des devises au-delà de ce plafond, qui est lié à l'actif net, mais uniquement afin de financer les exportations.

Comme dans beaucoup d'autres économies émergentes, les prêts octroyés par les banques se sont considérablement développés ces derniers temps en Inde. Cette croissance du crédit, que l'on observait auparavant surtout dans les compartiments

des prêts au logement et des prêts aux particuliers, s'est désormais élargie à des secteurs comme l'agriculture et l'industrie, qui contribuent à tirer la demande de crédit. La croissance du crédit dans certains secteurs, notamment là où les actifs enregistrent une forte volatilité des prix, fait l'objet d'une surveillance étroite.

Les banques sont autorisées à octroyer des prêts en devises aux exportateurs résidents à des taux d'intérêts compétitifs au niveau international, qu'elles financent sur leurs lignes de crédit en devises ainsi que sur les ressources disponibles sur les comptes en devises des secteurs générateurs de recettes en devises, sur les comptes en devises des résidents et sur les dépôts bancaires en devises des non-résidents. Ces prêts sont destinés à financer l'achat de biens intermédiaires importés ou non destinés à la production à l'export. Les prêts en devises accordés aux exportateurs sont généralement couverts contre le risque de crédit puisqu'ils sont octroyés pour une activité sous-jacente authentique, à savoir la production de biens et de services exportés. Ils sont aussi habituellement couverts contre le risque de change puisqu'ils sont libellés en devises. Les banques sont également autorisées à octroyer des prêts à des non-résidents dans la limite de leurs dépôts en devises. Ces derniers peuvent également être affectés à des prêts aux entreprises nationales pour financer leurs besoins en fonds de roulement en Inde, leurs importations, l'achat d'équipements de fabrication locale, le remboursement de prêts à moyen et long termes libellés en roupies et d'emprunts auprès de banques commerciales étrangères.

Les banques consentent désormais aussi des crédits pour investir sur le marché d'actifs. Comme dans beaucoup d'autres économies émergentes, les prix des actifs en Inde ont fortement augmenté ces dernières années. S'il devait y avoir une inversion des mouvements de capitaux, les prix des actifs pourraient reculer brutalement, exposant les banques à un risque de crédit. Une hausse des taux d'intérêt en général pourrait avoir des répercussions sur les prix de l'immobilier et exposer les ménages à un risque de taux d'intérêt, ce qui induirait des pertes sur prêts pour les banques. Toutefois, le portefeuille global de prêts immobiliers du secteur bancaire est relativement modeste et il n'y aurait sans doute pas de conséquences systémiques graves. De même, le marché des actions affiche une tendance durable à la

hausse. Une inversion des mouvements de capitaux pourrait affecter le marché des actions et certaines avances octroyées pour investir sur ce marché pourraient se révéler improductives. Cela étant, l'exposition des banques sur le marché des actifs n'est pas très développée, même si elle progresse depuis peu. Un recul des prix des actifs pourrait occasionner des pertes sur prêts et des moins-values si ce recul était significatif, même si l'impact sur les bilans des banques pourrait être atténué du fait de leur faible degré d'exposition sur le marché des actifs.

Cependant, c'est au travers de leur portefeuille de placements que les banques seraient les plus durement touchées. En effet, les banques ont massivement investi dans des obligations d'État et dans des titres à revenu fixe. Ces investissements, d'un montant de 173 milliards de dollars, constituaient 35,1 % du total de leurs actifs au 16 septembre 2005. Si une hausse des taux d'intérêt internationaux se répercutait sur les taux d'intérêt intérieurs, il en résulterait des moins-values à la valeur de marché (*marked-to-market*) sur les portefeuilles de placement.

Pour autant, le secteur bancaire a acquis une meilleure capacité d'absorption de ces chocs potentiels, sous l'impulsion des autorités réglementaires. Outre la constitution d'une assise financière solide, avec un ratio de fonds propres sur actifs pondérés de 12 % pour le secteur, des mesures spécifiques ont été prises pour se prémunir contre le risque de taux d'intérêt. Premièrement, une provision distincte a été instituée en couverture du risque de marché. Deuxièmement, la constitution progressive, d'ici à mars 2006, d'une réserve pour fluctuations de la valeur des investissements, devant atteindre 5 % du portefeuille à la valeur de marché (hors bénéficiaires exonérés d'impôts), a été rendue obligatoire et plusieurs banques ont déjà atteint cet objectif. Troisièmement, un environnement propice à la gestion des risques a été instauré pour que les banques puissent couvrir leurs risques par des produits dérivés standard. Quatrièmement, les normes restrictives suivies par les banques en matière comptable leur ont interdit d'enregistrer les plus-values latentes. Enfin, les banques ont été autorisées, à titre exceptionnel, à opérer un transfert du coût historique à la valeur de marché (HTM) après imputation des moins-values à la valeur de marché sur ces titres. Ainsi, les banques indiennes présentent, en général, la capacité de résistance requise pour faire face à une hausse légère des taux d'intérêt.

Impact sur le secteur réel

Un ajustement des changes aurait également des implications pour le secteur réel. Une correction importante des taux de change et une hausse des taux d'intérêt pourraient ralentir la croissance économique mondiale, ce qui entraînerait une diminution des possibilités d'exportation et un ralentissement de la demande d'investissement dans les économies émergentes en général, dont beaucoup sont tributaires de la demande à l'exportation pour soutenir leur croissance. La hausse des taux d'intérêt, par le ralentissement qu'elle induit sur les dépenses, peut avoir des répercussions négatives sur la croissance économique mondiale. Ainsi, un ajustement des changes pourrait affecter fortement plusieurs économies émergentes.

L'impact d'un tel ralentissement sur l'Inde peut être apprécié par référence à deux facteurs. Premièrement, la demande intérieure est de loin le principal moteur de l'économie indienne. Alors que les exportations indiennes représentent 11,5 % du PIB, la part de l'Inde dans le commerce mondial n'est que de 0,8 %. Deuxièmement, ses exportations sont assez diversifiées.

Un ralentissement dans le secteur des exportations occasionnerait quelques inquiétudes en matière d'emploi, en particulier eu égard à l'importante spécialisation du pays dans les services d'externalisation et les services informatiques. Une croissance rapide de l'emploi, permettant d'absorber la très importante offre de main-d'œuvre agricole dans l'industrie, est indispensable pour assurer la stabilité socio-économique de l'Inde. Tout impact négatif sur l'emploi, se traduisant par une baisse substantielle des rémunérations réelles et une accentuation des inégalités de revenus, a toutes chances de nuire au bien-être collectif et d'accroître le coût des ajustements structurels nécessaires, notamment en l'absence de véritables filets de protection sociale.

Les réponses des autorités monétaires et prudentielles

Les perspectives de croissance de la production se sont améliorées ces derniers mois, en particulier grâce au dynamisme du secteur manufacturier. Cependant, la persistance des déséquilibres mondiaux

et le niveau durablement élevé des cours du pétrole posent véritablement certains risques. En outre, la croissance du crédit est extrêmement forte depuis peu, ce qui pourrait nuire à la qualité du crédit, tandis que l'offre de monnaie est supérieure à la trajectoire projetée et que la forte demande d'investissements, alliée au niveau élevé des cours du pétrole, transforme l'excédent de la balance des paiements courants en déficit, même si celui-ci demeure modeste et peut être financé par le flux ordinaire des entrées de capitaux. Ces évolutions compliquent la tâche consistant à maintenir la stabilité des prix et la stabilité financière tout en garantissant une croissance dynamique. En conséquence, plusieurs mesures ont été annoncées pour contenir et maîtriser les risques à la baisse lors de l'examen à mi-parcours de la déclaration de politique annuelle pour 2005-2006, publié le 25 octobre 2005.

Tout d'abord, le taux de prise en pension (prélèvement de liquidités à très court terme de la *Reserve Bank of India*) a été relevé de 25 points de base à 5,25 %, la marge entre le taux de prise en pension et celui de mise en pension étant maintenue à 100 points de base. Le taux officiel de réescompte, en tant que taux de référence pour le moyen terme, est maintenu à 6,0 %.

Deuxièmement, une rationalisation du plafonnement des risques de marché des banques a été annoncée, imposant une limite à 40 % des fonds propres bancaires tout en simplifiant les exemptions et la couverture.

Troisièmement, l'obligation générale de constitution de provisions pour les avances standard a été renforcée, passant d'un niveau actuel de 0,25 % à 0,40 %, sauf en ce qui concerne le risque des banques vis-à-vis des secteurs accusant un retard en matière de développement du crédit, en l'occurrence l'agriculture et les petites et moyennes entreprises.

Quatrièmement, une décision a été prise visant à inscrire le solde intégral au titre de la réserve pour fluctuations de la valeur des investissements dans les fonds propres de niveau 1 (*tier 1*), procurant ainsi aux banques une certaine marge de manœuvre pour lever à terme des fonds propres complémentaires (*tier 2*).

Cinquièmement, des directives révisées sont en cours de publication sur les mécanismes de restructuration interne, que les banques doivent appliquer à la lumière de l'expérience acquise.

Sixièmement, au vu des tendances récentes sur les marchés de crédit, la *Reserve Bank of India* met en place une campagne de supervision concernant quelques banques fortement exposées sur certains secteurs, en l'espèce l'immobilier, les sociétés financières non bancaires très endettées, les fonds de capital-risque et les marchés financiers. Cette supervision vise à garantir que des mesures efficaces d'atténuation des risques et des procédures saines de contrôle interne soient effectivement en place pour gérer ces risques.

Quelques réflexions

Il ressort de ce qui précède que l'impact sur l'Inde d'ajustements des changes, de corrections des déséquilibres des paiements courants ainsi que de variations des taux d'intérêt mondiaux serait évidemment fonction du rythme et de l'ampleur de ces phénomènes. Si l'Inde ne contribue guère par elle-même aux déséquilibres financiers mondiaux, toute correction importante et brutale des grandes devises et des taux d'intérêt dans les principales économies, ou de la balance des paiements courants des partenaires commerciaux, pourrait avoir des répercussions indirectes sur l'économie indienne.

À partir du cas de l'Inde, il apparaît également clairement que les ajustements de change et une hausse des taux d'intérêt auraient des effets variables sur les économies émergentes. En dépit de la hausse des taux d'intérêt à court terme, les taux d'intérêt à long terme n'ont pas progressé mais sont restés modérés, ce qui a conduit à une accentuation de l'aplatissement de la courbe des taux et du rétrécissement des *spreads* de crédit. Les économies émergentes ont tiré parti d'une conjoncture financière favorable. Au cours du premier semestre 2005, elles se sont concentrées sur des opérations visant à satisfaire à leurs engagements intérieurs et extérieurs et à allonger les échéances. Toutefois, une hausse des taux d'intérêt mondiaux pourrait contribuer à élargir les *spreads* sur les emprunts obligataires des économies émergentes, particulièrement celles dont l'endettement par rapport au PIB est élevé. Compte tenu de la dégradation attendue des conditions de financement, certaines économies émergentes ont amorti l'impact en anticipant leur financement extérieur pour profiter des conditions actuellement favorables. Cependant, soucieuses d'être moins vulnérables aux chocs extérieurs, les économies

émergentes ont continué d'améliorer la structure de leur dette. Les économies émergentes ont réalisé de nombreuses opérations de gestion actif-passif (ALM), destinées à répondre à leurs besoins de financement tout en minimisant le coût de la dette et les risques. Certains pays ont pris des mesures pour développer leurs marchés locaux et ont réduit le montant de leur dette intérieure en devises tout en améliorant la structure des échéances. Enfin, certaines économies émergentes ont également réduit la part de leur dette intérieure indexée sur les taux de change.

Par rapport aux crises antérieures, les économies émergentes ont, en général, développé une capacité de résistance et sont mieux armées pour absorber un choc financier. Elles ont renforcé leur résistance aux chocs en améliorant leur situation macroéconomique et leur cadre réglementaire. Les économies émergentes enregistrent une croissance saine, avec une inflation plus ou moins stabilisée, et ont réduit leur dépendance vis-à-vis de la demande extérieure. En outre, leur situation budgétaire s'est redressée, à la faveur du développement des marchés de titres intérieurs. Le poids de la dette extérieure s'est allégé et la composition des flux de capitaux a évolué, avec une moindre dépendance à l'égard des emprunts auprès des banques internationales. Plusieurs économies émergentes ont remédié aux faiblesses qui avaient conduit aux crises antérieures en renforçant leur réglementation et leur surveillance prudentielles et en se rapprochant des bonnes pratiques internationales. Les bilans des banques se sont améliorés et leurs ratios de fonds propres ont augmenté. La gouvernance d'entreprise s'est elle aussi renforcée. Dans la mesure où les économies émergentes ont rendu leur taux de change plus flexible, elles sont moins vulnérables aux chocs extérieurs. Tous ces facteurs conjugués ont contribué à les rendre moins fragiles. Enfin, les importantes réserves en devises détenues par les économies émergentes devraient elles aussi leur permettre de faire face à la volatilité résultant d'une modification brutale du sentiment du marché.

Si les fondamentaux macroéconomiques de plusieurs économies émergentes sont solides et les placent dans une position relativement plus favorable pour lutter contre la détérioration des conditions de financement sur les marchés internationaux, il apparaît que les performances économiques de certaines autres sont moins robustes. La correction des déséquilibres financiers, alliée au niveau élevé et à la volatilité

des cours du pétrole, pourrait aggraver les difficultés de ces pays. Une possible volatilité sur les marchés mondiaux, provoquée par une hausse des taux d'intérêt, pourrait amplifier et propager les problèmes liés à des résultats économiques très médiocres dans certains pays émergents, les rendant vulnérables à une brusque réévaluation du risque pays. Ces menaces sont réelles car les taux de défaut des emprunteurs classés dans la catégorie « *sub-investment* » pourraient augmenter. Les dérivés de crédit, qui se sont fortement développés ces dernières années et dont la tarification dépend de modèles et d'hypothèses de corrélation des défauts non véritablement testés, peuvent en particulier être vulnérables à ces corrections.

Le principal défi pour les économies émergentes consiste à continuer de profiter de conditions de financement extérieur favorables tout en poursuivant les réformes macroéconomiques et structurelles nécessaires pour garantir leur stabilité à long terme. En fait, certaines économies émergentes font état d'un bon avancement de leur financement extérieur, incluant même fois un préfinancement pour 2006². Les économies émergentes ont accompli des progrès significatifs en termes de solidité de la croissance, de stabilisation de l'inflation, d'excédent de la balance commerciale, de flexibilité accrue des taux de change et d'allègement du poids de la dette. Si elles prennent actuellement des mesures pour être à même d'affronter des chocs brutaux, des efforts doivent encore être consentis par tous les acteurs concernés pour une

correction ordonnée des déséquilibres financiers mondiaux. Alors qu'une stratégie coordonnée permettrait de réduire au minimum le coût du rééquilibrage, il serait peut-être utile que toutes les autorités réglementaires concernées dans les économies émergentes procèdent à des simulations de crise pour évaluer leur capacité de résistance.

Les économies émergentes, malgré leur diversité, semblent générer des anticipations de forte croissance et sont généralement caractérisées par des marchés non pleinement développés, notamment en matière financière. En conséquence, les flux de capitaux internationaux sont importants, avec une perception par les marchés de risque et de rendement élevés dans les économies émergentes. Il est utile de noter que dans le mot même « émergent », dans l'appellation « économies de marché émergentes », se trouve l'idée qu'ils connaissent des changements ou des transitions rapides. Nous devons reconnaître que cette transition porte sur les dimensions démographiques, institutionnelles, sociales et sur les attitudes connexes. Ces changements globaux ont un potentiel inhérent d'incertitude, éventuellement de volatilité, mais ceci est exacerbé par les flux internationaux de capitaux, en particulier quand les changements de ces flux ne sont pas corrélés aux fondamentaux nationaux. Dans une telle situation, la gestion de la transition devient un défi majeur de politique économique et cette gestion demande un arbitrage plus difficile et plus dynamique entre engagement et flexibilité.

En conclusion, si une multiplication des risques — à la hausse comme à la baisse — est inévitable au fur et à mesure de la poursuite de l'intégration économique et financière mondiale, les économies émergentes pourraient envisager de renforcer leur capacité de résistance non seulement par une gestion macroéconomique saine, mais aussi en adoptant des mesures prudentielles appropriées. Pendant un certain temps, une action coordonnée, au niveau tant régional que mondial, pourrait également aider les économies émergentes à mieux se protéger contre les risques de la mondialisation financière.

² FMI (2005) : « Rapport sur la stabilité financière dans le monde », septembre

ANNEXE

Sélection d'indicateurs économiques des économies émergentes

(en milliards d'USD)

Pays	PIB (taux de croissance) ^(a)	Taux d'inflation ^(a)	Solde commercial ^(b)	Compte de transactions courantes ^(b)	Réserves en devises ^(c)	Dette extérieure ^(d)	Solde budgétaire global rapporté au PIB ^(e)	Exportations de biens et services rapportées au PIB ^(f)
1	2	3	4	5	6	7	8	9
Afrique du Sud	4,5	3,9	- 2,3	- 8,6	17,2	27,8	- 1,0	28,2
Argentine	10,1	9,7	11,2	2,8	24,4	166,2	- 3,3	24,0
Brésil	3,9	6,0	40,1	12,5	54,6	235,4	- 1,5 ^(f)	22,5
Chili	6,5	3,0	8,7	0,6	15,8	43,2	- 0,3	38,0
Chine	9,5	1,3	93,1	68,7	711,0	193,6	- 1,7 ^(f)	40,2
Colombie	5,3	4,9	1,8	- 0,8	14,9	33,0	-	19,1
Corée du Sud	3,3	2,0	26,0	21,3	206,6	-	-	-
Égypte	4,7	4,7	- 9,5	4,4	18,5	31,4	-	25,5
Hongrie	4,1	3,6	- 3,4	- 9,2	18,0	45,8	-	-
Inde	7,0	4,1	- 34,7	- 6,4	133,6	113,5	- 4,5 ^(f)	15,4
Indonésie	5,5	8,3	27,8	7,8	31,0	134,4	-1,2	31,3
Israël	4,8	1,6	- 7,7	1,3	27,8	-	-	-
Malaisie	4,1	3,7	23,6	16,7	78,0	49,1	-	121,3
Mexique	3,1	4,0	- 9,6	- 8,4	66,4	140,0	- 0,3 ^(f)	30,1
Pérou	4,9	1,2	4,0	0,4	12,8	-	- 1,8	19,6
Philippines	4,8	7,2	- 0,7	2,9	15,3	62,7	- 4,0	52,0
Pologne	2,8	1,6	- 3,3	0,3	39,4	95,2	-	22,6
République tchèque	5,1	1,7	1,3	- 4,1	30,2	34,6	-	-
Russie	6,1	12,4	110,6	69,2	146,0	175,3	4,4 ^(f)	25,6
Taiwan	3,0	3,6	1,7	13,3	254,1	-	-	-
Thaïlande	4,4	5,6	- 7,3	- 2,2	47,3	51,8	- 2,8	-
Turquie	4,2	7,9	- 38,9	- 20,0	42,9	145,7	- 19,6	27,0
Venezuela	11,1	14,8	24,7	17,7	23,1	34,9	-	35,7

(a) Variation en % par rapport à l'année précédente

(b) Douze derniers mois

(c) À l'exclusion de l'or et de Singapour ; définition du FMI

(d) Pour l'année 2003

(e) Pour l'année 2001

(f) Pour l'année 2004

- = Non disponible

Note : Les indicateurs sont basés sur les dernières données disponibles et pour cette raison se réfèrent à différentes périodes pour différents pays.
Sources : The Economist, 1-7 octobre 2005 ; Global Development Finance, 2005 ; Banque mondiale (2004) : Indicateurs du développement dans le monde

Jacob A. FRENKEL*Vice-président, American International Group, Inc. (AIG)**Président, Groupe des Trente*

« Productivité, compétitivité et globalisation » étaient les thèmes à l'ordre du jour de cette conférence. Ces thèmes revêtent une importance cruciale pour la compréhension du fonctionnement des systèmes économique et financier internationaux. Ils sont d'une actualité brûlante dans le contexte économique actuel. L'observation périodique de l'économie mondiale sur les deux dernières décennies révèle que ce sont ces mêmes sujets qui ont préoccupé les responsables de politique économique durant toute cette période, mais que, en raison des changements fondamentaux à l'œuvre depuis vingt ans, les déséquilibres externes, la stabilité financière et la productivité ont aujourd'hui des répercussions différentes.

La mondialisation a renforcé l'interdépendance des économies. La politique économique d'un pays donné n'étant pas sans incidence sur ses partenaires, la coordination internationale des politiques économiques est apparue nécessaire et a particulièrement gagné en importance au cours de la seconde moitié des années quatre-vingt. En 1985, lors de la signature des accords du Plaza, cette coordination a été entièrement axée sur l'ajustement des taux de change et a permis la dépréciation ordonnée du dollar. Peu après, en 1987, elle a été renforcée avec les accords du Louvre, de manière à englober un plus large éventail de politiques macroéconomiques, notamment budgétaires. La priorité était alors à la réduction des déficits budgétaires et des déséquilibres externes. Il fallait limiter les excédents massifs du Japon et de l'Allemagne de l'Ouest, qui étaient à l'époque les deux « locomotives » de l'économie mondiale, tout en comprimant le large déficit des États-Unis. Bien sûr, la donne a changé. L'Allemagne s'est réunifiée, elle a pâti d'un net ralentissement de son activité ainsi que de lourdes charges budgétaires. De son côté, le Japon a connu la pire décennie de son histoire économique moderne, sous l'effet d'une récession persistante et d'une dynamique cumulative dette-déficit publics.

La mutation du système économique mondial a été spectaculaire. Les marchés de capitaux sont désormais beaucoup plus intégrés, ce qui a pu constituer un facteur de vulnérabilité à l'origine de

plusieurs crises. LTCM, Enron, les crises financières asiatique et russe, pour ne citer que quelques cas, sont autant de manifestations de la nouvelle architecture financière internationale. Celle-ci repose sur des éléments qui, en vingt ans seulement, ont pris une importance considérable.

Non seulement la nature des marchés a changé, mais les principaux acteurs de l'économie mondiale ne sont plus les mêmes. Le rôle croissant de l'Asie et, en particulier, la montée en puissance de la Chine et de l'Inde, en sont deux illustrations. Dans ce contexte, il importe de noter que, si les thèmes traités par cette conférence, notamment les problèmes posés par les déséquilibres internationaux massifs, sont analogues à ceux qui nous préoccupaient déjà il y a vingt ans, cette similitude n'est qu'apparente : en raison de la nouvelle configuration des marchés de capitaux, les problèmes d'aujourd'hui sont très différents de ceux d'hier.

Pour mesurer l'ampleur des défis à relever, il suffit de rappeler que le déficit courant des États-Unis a avoisiné 800 milliards de dollars en 2005, soit l'équivalent de 6,5 % du PIB de ce pays. Ce déficit n'a cessé de se creuser ces dernières années et si quelques banques centrales d'Asie n'avaient pas manifesté un solide appétit pour l'accumulation de réserves en dollars, il aurait eu des conséquences très graves pour les marchés mondiaux de capitaux. Actuellement, la Chine et le Japon détiennent à eux deux près de 1 700 milliards de dollars de réserves internationales. À elle seule, la Chine a accumulé plus de 400 milliards de dollars de réserves de change au cours des deux dernières années. Les observateurs s'accordent de plus en plus à dire que cette tendance ne pourra pas se poursuivre indéfiniment et qu'elle cessera forcément à un moment ou à un autre. Tandis que les États-Unis enregistraient un déficit colossal, supérieur à 800 milliards de dollars, en 2005, d'autres pays affichaient d'énormes excédents. Ainsi, l'excédent courant cumulé de l'Asie dépasse les 300 milliards de dollars, et celui de la Russie et des producteurs de pétrole du Proche-Orient ressort à un niveau comparable. Ce bouleversement qui correspond à une nouvelle donne dans la répartition de la richesse et de la liquidité à l'échelle mondiale est un facteur de grandes vulnérabilités.

Bien que le débat public porte essentiellement sur les déséquilibres externes massifs et croissants, le système économique mondial est menacé par de multiples autres facteurs déstabilisateurs, notamment par l'ampleur des déficits budgétaires, qui, en 2005, ont représenté quelque 2,6 % du PIB des États-Unis et de la zone euro, et environ 6,5 % de celui du Japon. De surcroît, les graves déséquilibres des balances commerciales, en particulier la dégradation du solde commercial américain, risquent de faire apparaître des comportements protectionnistes extrêmement dangereux.

Le déséquilibre le plus important à l'échelle mondiale résulte de propensions à épargner divergentes dans les principaux pays. Les États-Unis ont un très faible taux d'épargne (environ 10 % de leur PIB en 2005). À l'inverse, la Chine se caractérise par une épargne très forte, qui avoisine 50 % de son PIB. Entre ces deux extrêmes, on trouve l'Inde et le Japon, dont les taux d'épargne sont de l'ordre de 25 %, ainsi que la zone euro (20 %). Au vu de ces écarts, les déséquilibres des comptes courants des différents pays n'ont rien d'étonnant.

Outre les déséquilibres budgétaires et courants dont il a déjà été fait mention, l'économie mondiale pâtit de multiples autres disparités et « déséquilibres », qu'il s'agisse de l'énergie, des régimes de retraite, des inégalités de revenus, de la flexibilité des marchés du travail nationaux, du profil démographique des pays et régions du monde ou de la protection sociale. Ce ne sont là que quelques exemples pour mémoire. En raison de leur diversité, ces déséquilibres appellent la mise en œuvre d'une large palette d'instruments, parmi lesquels des mesures macroéconomiques et microéconomiques. Il faut s'attacher tout particulièrement à renforcer le système bancaire, à améliorer le fonctionnement des marchés financiers, y compris celui des marchés des changes, parallèlement à la mise en place de mécanismes de supervision et de réglementation appropriés. De plus, ces interventions doivent assurer l'ouverture des différents marchés de façon à garantir le jeu du libre-échange des marchandises, des services et des capitaux dans le monde. À l'évidence, la nécessité de combiner plusieurs instruments de politiques macroéconomiques et structurelles impose à la politique économique des défis qui sont d'une ampleur considérable.

Malheureusement, les gouvernements se sont montrés peu enclins à mettre en œuvre des politiques de réformes structurelles. Ce manque de volonté tient au fait que le coût politique de ces mesures est immédiat, alors que leurs bienfaits ne se feront sentir que dans un avenir lointain. Toutefois, la mondialisation, des marchés de capitaux en particulier, affaiblit nettement la portée de cet argument. Sur des marchés de capitaux efficaces, les prix et les taux de rendement courants reflètent les anticipations formées par les intervenants de marché quant à l'évolution des politiques économiques et des situations conjoncturelles. L'une des fonctions clés des marchés de capitaux consiste donc à « rapprocher » l'avenir du présent. En un sens, dans ces conditions, le « long terme » est beaucoup plus proche du « court terme » qu'il ne l'était auparavant. Il semblerait que nous fonctionnions désormais en mode « avance rapide ». En conséquence, les hommes politiques au pouvoir sont aujourd'hui davantage susceptibles de constater les effets positifs des mesures structurelles pendant la durée de leur mandat, ce qui réduit certains des obstacles à la mise en œuvre de ce type d'actions. C'est l'un des grands avantages de la mondialisation des marchés de capitaux et, partant, l'une des principales raisons pour lesquelles il convient de donner la priorité aux mesures structurelles qui accroissent la flexibilité des systèmes économiques.

Étant donné l'importance croissante des marchés de capitaux dans l'économie moderne et leur intégration accrue, les autorités monétaires ont porté leur attention sur la stabilité financière. Depuis quelques années, il est manifeste que cet objectif supplémentaire doit s'ajouter à l'objectif traditionnel de stabilité des prix. Ce sont en effet les carences du système financier qui ont été au centre des récentes crises économiques. Voilà pourquoi les préoccupations portent désormais de plus en plus sur la structure des bilans des banques et établissements financiers, sur la transparence, ainsi que sur l'élaboration de systèmes de réglementation, de supervision et de contrôle prudentiel.

Un proverbe chinois indique en substance que « le miel est doux, mais que les abeilles piquent ». Tout le problème consiste à trouver le moyen de profiter de la douceur du miel sans se faire piquer. La mondialisation et les mesures structurelles produisent du miel, mais s'accompagnent souvent

de difficultés à court terme. Il s'agit, dès lors, de tirer parti des importants effets positifs de l'ouverture des marchés et de la flexibilité du système économique, tout en minimisant les difficultés qui peuvent apparaître à court terme, dans le sillage de l'adoption de mesures structurelles.

Même s'il est de plus en plus largement admis que les déséquilibres profonds et croissants des comptes courants ne sont pas soutenables, il ne semble malheureusement pas que leur résorption soit considérée avec le degré d'urgence requis. Compte tenu de la définition même de la non-soutenabilité, il est évident que la situation actuelle ne se prolongera pas indéfiniment. Une question se pose néanmoins : l'ajustement sera-t-il méthodique et réalisé avec des mesures politiques appropriées, ou bien les marchés perdront-ils patience devant l'absence de mesures et réagiront-ils brutalement, ce qui risque d'engendrer des perturbations majeures ?

Le défaut de mesures d'ajustement satisfaisantes tient notamment au fait que les prédictions passées ne se sont pas réalisées, ce qui a rendu l'analyse économique moins crédible. Ainsi, on nous avait affirmé que le déficit budgétaire américain induirait une hausse des taux d'intérêt réels à long terme. En réalité, ces taux, toujours faibles, ont même baissé (c'est la fameuse énigme – le *conundrum* – chère à Alan Greenspan). On nous avait affirmé que le déficit courant américain, qui est déjà substantiel et qui se creuse, entraînerait une dépréciation du dollar. En réalité, cette monnaie s'est appréciée. On nous avait affirmé qu'une envolée du cours du pétrole se traduirait par une poussée de l'inflation et un ralentissement de la croissance économique. En réalité, l'inflation n'a pas accéléré, la croissance économique semble vigoureuse et le chômage recule. On nous avait affirmé que, si le Système de réserve fédérale adoptait une stratégie de relèvement systématique des taux courts, les taux longs finiraient par emprunter la même voie. En réalité, le Système de réserve fédérale a augmenté ses taux quinze fois de suite sans que les taux longs ne réagissent vraiment, d'où une courbe des rendements plate, et même inversée. Ces phénomènes, et d'autres, nuisent à la crédibilité de l'analyse économique traditionnelle, accroissent la probabilité d'un changement de paradigme et pourraient avoir contribué au comportement plutôt optimiste des intervenants de marché. Ce serait un pari politique risqué de penser que, parce que les prédictions

relatives aux effets des déficits et des mesures (ou de l'absence de mesures) adoptées ne se sont pas encore matérialisées, les divers déséquilibres seront soutenables beaucoup plus longtemps.

Attendre une crise économique ou financière pour faire la part des choses serait coûteux et vain. Il y a deux manières d'aborder les crises : les prévenir ou les résoudre. Les spécialistes s'accordent à dire que la prévention est l'option la moins coûteuse. Elle passe par des conditions bien connues, notamment par un système budgétaire robuste, avec un déficit faible et des prélèvements qui n'induisent pas de distorsions, par la stabilité des prix, par la solidité des structures bancaires et financières, par des marchés de capitaux et de changes performants, par des institutions et une réglementation appropriées. Si toutefois une crise se produit, il est fondamental d'y remédier efficacement et rapidement, ce qui nécessite un ensemble complexe de mesures que je ne détaillerai pas ici. Je tiens néanmoins à en souligner un principe essentiel : il faut procéder avec le plus grand soin, afin de ne pas allumer les brandons d'une nouvelle crise. C'est pourquoi il convient de résister à la tentation de lancer une vaste opération de renflouement sans prêter suffisamment attention aux conséquences budgétaires à court et à long termes, ainsi qu'à « l'aléa moral » qui résulte de ce type de dispositif et qui pourrait fausser à terme les comportements en matière de prise de risque. Ce n'est donc pas tant sur la capacité à « éteindre l'incendie » que sur celle à prévenir le prochain que l'on doit évaluer le succès ou l'échec de la résolution d'une crise. Ces considérations pèsent d'un grand poids dans la définition du degré de réglementation optimal : l'excès de réglementation peut être aussi néfaste que le défaut de réglementation.

Les diverses crises survenues au cours de la dernière décennie ont eu un coût élevé, mais, à mon avis, il est indéniable que le système financier mondial, en particulier le système bancaire et financier des économies émergentes, est aujourd'hui bien plus solide. Les réserves internationales ont été reconstituées (et sont peut-être, dans certains cas, trop abondantes), le fonctionnement des marchés de capitaux amélioré, la supervision et la réglementation nettement renforcées, les marchés des changes sont plus profonds et plus résilients. En outre, il est communément admis qu'intervenir massivement dans l'optique de maintenir un taux de change inadapté et d'empêcher l'action des forces du marché serait

une erreur (et serait de toute façon vain). L'adoption d'un régime de change flexible s'est révélée efficace pour réduire la probabilité de survenue de nouvelles crises. Elle a également contribué à faire comprendre que, pour bien fonctionner, les marchés des changes ont besoin d'une infrastructure adéquate.

Permettez-moi une dernière réflexion. Avant que la crise financière asiatique n'éclate en 1997, le FMI avait quasiment terminé les préparatifs nécessaires à l'adoption d'un nouvel amendement à ses Statuts. Cet amendement entendait imposer aux pays membres l'introduction (sous certaines conditions) d'un régime de convertibilité des opérations du compte financier analogue à celui prévu dans les Statuts pour les transactions

courantes. Cette proposition reposait sur l'idée que les avancées de la mondialisation et des marchés de capitaux permettraient à l'économie mondiale de profiter de la libre circulation des flux financiers, d'où la nécessité de rendre convertibles les opérations du compte financier. La crise financière asiatique a fait capoter ce projet, et réactivé le débat sur les vertus de la mondialisation, ainsi que sur les conditions préalables à une « libéralisation en toute sécurité » du compte financier. Au vu des enseignements qui ont été tirés et étant donné que le système financier mondial (pays émergents inclus) est aujourd'hui beaucoup plus robuste, je pense que le moment est venu de rouvrir les discussions qui doivent aboutir à cette convertibilité et à la révision des Statuts du FMI.

