

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 tous 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.