

Déséquilibres mondiaux : le point de vue de l'Agence monétaire saoudienne

DR. MUHAMMAD AL-JASSER

Gouverneur, Agence monétaire saoudienne

Le problème des déséquilibres mondiaux a pris une ampleur déconcertante. Aussi les pays qui enregistrent un excédent et ceux qui sont en déficit doivent-ils coopérer pour trouver une solution. Tant les économies émergentes que les économies avancées doivent entreprendre des changements structurels. Il n'existe pas de solution exclusivement interne aux déséquilibres mondiaux. Les travaux doivent se poursuivre pour restaurer la stabilité financière, ce qui passe par la surveillance des institutions financières mondiales d'importance systémique, la réforme des institutions internationales, le traitement des entrées de capitaux déstabilisantes dans les économies émergentes,

la promotion d'une concurrence accrue vis-à-vis du dollar en tant que monnaie internationale, enfin l'introduction d'un ciblage des prix d'actifs et de mesures macroprudentielles dans la conduite de la politique monétaire. Les excédents extérieurs actuels de l'Arabie saoudite sont un problème conjoncturel qui reflète son rôle dans l'approvisionnement de l'économie mondiale en pétrole. Une politique budgétaire contracyclique est mise en œuvre pour stabiliser la trajectoire de croissance. Les réserves de change constituent un volant de sécurité et le taux de change sert d'ancrage à la politique monétaire tandis que la diversification s'opère par le biais des investissements en capital.

Les flux internationaux de capitaux et le repli vers les actifs sûrs aux États-Unis, 2003-2007

BEN S. BERNANKE

Président, Système fédéral de réserve

Les problèmes liés au développement du modèle *originate-to-distribute* (octroi puis cession du crédit) pour les prêts hypothécaires, la détérioration des critères d'octroi des crédits, les lacunes dans la gestion des risques, les structures d'incitations contradictoires des Agences de refinancement hypothécaire ainsi que les faiblesses de la surveillance et de la régulation sont quelques-uns des nombreux facteurs institutionnels internes à l'origine de l'envolée et de la chute du marché immobilier aux États-Unis et de la crise financière qui en a découlé. En outre, la hausse prolongée des prix de l'immobilier résidentiel aux États-Unis a probablement aussi été favorisée par le niveau étonnamment bas des taux d'intérêt à long terme (dont les taux hypothécaires) au regard des taux à court terme et des autres fondamentaux macroéconomiques, évolution qu'Alan Greenspan avait qualifiée d'énigme (*conundrum*) en 2005. Selon l'hypothèse d'excès d'épargne mondiale (*global saving glut*) (Bernanke, 2005 et 2007), l'augmentation des entrées de capitaux aux États-Unis en provenance de pays où l'épargne souhaitée était très supérieure à l'investissement souhaité (notamment les marchés émergents asiatiques et les pays exportateurs de matières premières) a été un facteur important du niveau plus bas qu'attendu des taux d'intérêt à long terme aux États-Unis durant cette période.

Le présent article examine plus particulièrement l'incidence des entrées de capitaux sur les taux d'intérêt à long terme aux États-Unis ; néanmoins, au-delà de l'ampleur globale des entrées de capitaux mise en évidence par l'hypothèse d'excès d'épargne mondiale, nous examinons les conséquences, sur les rendements américains, des choix de portefeuille des créanciers étrangers. Nous démontrons, dans l'esprit de Caballero et Krishnamurthy (2009), que les investisseurs étrangers ont eu

tendance à privilégier, durant cette période, les actifs américains qu'ils jugeaient sûrs. Les pays disposant d'un excédent d'épargne, en particulier, se sont portés acquéreurs d'une part substantielle des nouvelles émissions de bons du Trésor américain, des titres de dette des Agences gouvernementales et des titres adossés à des créances hypothécaires émis par ces Agences. Les pressions à la baisse sur les rendements liées aux afflux de capitaux en provenance de ces pays ont été accentuées par les choix de portefeuille d'autres investisseurs étrangers. Nous examinons tout particulièrement le cas de l'Europe : bien que son solde courant n'affiche pas un excédent comme celui des pays alimentant l'excès d'épargne mondiale, nous montrons qu'elle a utilisé l'effet de levier sur son bilan à l'international, en émettant des engagements sur l'extérieur pour financer des achats substantiels de titres adossés à des créances hypothécaires non garantis par les Agences (*private label*), sûrs en apparence, et d'autres produits à revenu fixe. La forte demande d'actifs apparemment sûrs, tant de la part des investisseurs nationaux que des investisseurs étrangers, a non seulement pesé sur le rendement de ces actifs mais a également incité davantage le secteur américain des services financiers à développer des produits d'investissement structurés, qui ont permis de « transformer » les prêts risqués en titres bien notés.

Nos conclusions ne remettent pas en question l'idée que les facteurs domestiques, notamment ceux évoqués précédemment, ont été la cause principale de l'envolée et de la chute du marché immobilier aux États-Unis. Néanmoins, l'examen de l'incidence des évolutions de la configuration des flux de capitaux internationaux sur le rendement des actifs américains permet de mieux comprendre les origines et la dynamique de la crise.

La stabilité financière confrontée aux afflux massifs de capitaux : le point de vue d'un marché émergent

HENRIQUE DE CAMPOS MEIRELLES

Gouverneur, Banque centrale du Brésil

Une liquidité abondante et l'atonie persistante de l'activité dans les économies avancées ont entraîné un afflux massif de capitaux vers les marchés émergents caractérisés, à l'exemple du Brésil, par des fondamentaux solides et l'ouverture du compte financier. Bien que les entrées de capitaux soient indéniablement profitables aux économies émergentes, elles sont aussi potentiellement déstabilisatrices. L'expérience a montré que des afflux de capitaux peuvent se traduire par une volatilité du taux de change, un excès de crédits et des bulles de prix des actifs.

Dans le contexte du régime de ciblage de l'inflation qui caractérise la politique monétaire du Brésil, des mesures macroprudentielles se sont avérées un complément utile des politiques macroéconomiques traditionnelles. Cependant, les déséquilibres actuels de l'économie mondiale constituent un problème particulièrement épineux pour les responsables de politique économique. La communauté financière internationale doit unir ses efforts sur deux fronts : améliorer la palette d'outils macroprudentiels et élaborer un cadre de coopération économique multilatérale plus robuste.

Les déséquilibres mondiaux, le système monétaire international et la stabilité financière

MARK CARNEY

Gouverneur, Banque du Canada

Comprendre le lien entre les déséquilibres internationaux et la stabilité financière est essentiel pour bien saisir non seulement ce qui s'est produit à l'occasion de la crise, mais aussi ce qui pourrait arriver à l'avenir. Les déséquilibres et vulnérabilités qui affectaient l'économie mondiale avant la crise ont commencé à réapparaître. Une demande mondiale insuffisante et des taux d'intérêt exceptionnellement bas dans de nombreux pays créent un contexte propice à des

comportements extrêmement risqués dans le secteur financier. Ne pas prendre de mesures pour corriger les déséquilibres mondiaux ne peut en définitive que miner la reprise économique et la stabilité financière à l'échelle internationale. Plusieurs lignes de défense s'imposent pour contrer cette issue, notamment une plus grande responsabilité de la part des ménages, des entreprises et des gouvernements pour gérer leur dette, et une surveillance renforcée du secteur financier.

Déséquilibres mondiaux : le point de vue de la Banque du Mexique

AGUSTÍN CARSTENS

Gouverneur, Banque du Mexique

Les déséquilibres mondiaux existent depuis un certain temps déjà. Pendant de nombreuses années, ils ont été largement ignorés par les puissances économiques mondiales. Ces déséquilibres ont constitué un terrain favorable pour l'émergence d'une crise financière majeure. Malheureusement, un grand nombre des mesures mises en œuvre en réponse à la crise ont exacerbé le potentiel de nocivité de ces déséquilibres. La manifestation la plus récente en a été le développement rapide des politiques

non coopératives de chacun pour soi vers lesquelles nous entraîne l'absence de coordination des réponses apportées aux déséquilibres mondiaux. Dans un tel scénario, les responsables du G20 doivent être vigilants et consacrer leurs efforts à rechercher un accord possible sur les solutions à apporter aux déséquilibres sous-jacents ; faute de quoi, nous sèmerions les germes d'une nouvelle crise aux effets potentiellement plus dévastateurs.

Complémentarité et coordination des politiques macroéconomiques et financières pour remédier aux déséquilibres internes et externes

MARIO DRAGHI

Gouverneur, Banque d'Italie

Les réponses apportées par les autorités à la crise mondiale ont contribué à stabiliser les économies et ont contenu la menace de l'instabilité financière. Cependant, l'augmentation de la dette souveraine, l'affaiblissement du système financier et la disparité des perspectives de croissance économique à l'échelle mondiale risquent de faire apparaître de nouveaux déséquilibres et de nouvelles vulnérabilités. Pour limiter ces risques, il est essentiel de remédier aux défaillances aussi bien au niveau macroéconomique que sur les marchés financiers. La régulation des marchés financiers et la surveillance bancaire font d'ores et déjà l'objet d'importantes modifications. Au niveau macroéconomique, les efforts visent à renforcer la coordination des politiques économiques dans le cadre du G20. De nouvelles institutions, telles que les autorités macroprudentielles, sont mises en place dans de nombreux pays pour surveiller

et s'opposer à l'apparition d'un risque systémique. Il existe cependant plusieurs domaines dans lesquels les cadres mis en place par les autorités doivent être encore renforcés. Au niveau international, il faut rééquilibrer la demande mondiale entre pays excédentaires et pays déficitaires et garantir le retour à une croissance durable, en évitant les mesures de politique économique contradictoires, susceptibles de créer une instabilité. Des politiques macroprudentielles efficaces nécessitent une définition claire des responsabilités et doivent être cohérentes avec les politiques monétaires. En Europe, la gouvernance économique doit être plus efficace afin de favoriser une plus grande intégration économique et renforcer l'euro, ce qui suppose notamment de définir des règles plus strictes concernant les politiques budgétaires, d'exercer une surveillance plus vaste des déséquilibres macroéconomiques et d'élaborer un mécanisme efficace de gestion des crises.

Déséquilibres mondiaux : un problème commun à résoudre pour les économies avancées et les économies de marché émergentes

SERGEY IGNATIEV

Président, Banque de Russie

La crise récente a montré que pour renforcer la stabilité financière, la communauté internationale ne devait pas seulement remédier aux insuffisances de la régulation des institutions financières et des marchés, mais également apporter une solution durable au problème des déséquilibres mondiaux. Le résultat initial de la crise financière et de la récession économique a été la diminution des déséquilibres mondiaux, notamment la réduction des déficits et des excédents des transactions courantes des principaux acteurs du commerce international et une croissance modérée du taux d'épargne dans les économies avancées. À plus long terme, toutefois, à moins que des mesures efficaces ne soient prises, l'économie mondiale d'après-crise, caractérisée par une dette publique d'un niveau sans précédent dans de nombreux pays d'importance systémique, pourrait être à nouveau confrontée aux risques de déséquilibres mondiaux, tels que les guerres monétaires, les pressions protectionnistes et l'instabilité financière.

Les solutions à ce problème sont aussi variées que ses causes et appellent des actions coordonnées des pays développés et des pays en développement. Outre l'ajustement des politiques macroéconomiques et des politiques de change, il est nécessaire de poursuivre des réformes structurelles destinées à élever le taux d'épargne dans les économies avancées et à favoriser une croissance tirée par la demande intérieure dans les économies de marché émergentes. Compte tenu de la persistance du motif de précaution pour expliquer la détention d'importantes réserves de change par de nombreuses économies en développement dont le compte de capital est volatil, la mise en œuvre d'un filet de sécurité financière mondiale équitable dans le cadre de la réforme des infrastructures financières internationales, conjuguée au renforcement des systèmes financiers nationaux, jouera un rôle important dans le rétablissement d'une croissance mondiale équilibrée.

Équilibre mondial et stabilité financière : des objectifs indissociables pour un système économique mondial résistant

CHOONGSOO KIM

Gouverneur, Banque de Corée

La récente crise financière mondiale a fait apparaître de plus en plus clairement que les déséquilibres mondiaux constituent un problème systémique exerçant une forte incidence sur les politiques macroéconomiques d'un certain nombre de pays ainsi que sur les flux de capitaux transfrontières mais également, qu'ils pourraient être liés directement et indirectement à la crise mondiale. En tant que principal forum de résolution des questions économiques mondiales, le G20 doit ouvrir la voie à des réformes exhaustives et systémiques permettant d'assurer l'équilibre mondial et la stabilité financière, objectifs indissociables pour un système économique mondial résistant.

Pour cela, nous devons d'abord étoffer le dispositif adopté en 2009 en vue de renforcer la coordination des politiques entre les pays membres. Nous devons poursuivre les efforts consentis pour la mise en œuvre des filets de sécurité financière mondiaux et la réforme de la réglementation financière, et atteindre des résultats tangibles sur des

questions essentielles telles que l'amélioration du Système monétaire international (SMI) et l'élaboration d'un cadre de politique macroprudentielle. Par ailleurs, les banques centrales doivent développer des cadres de politique monétaire permettant de traiter efficacement le problème des phases de bulle et de chute des prix des actifs afin de garantir la stabilité financière.

La coordination des politiques économiques recherchée par le G20 est indispensable pour assurer la croissance partagée de l'économie mondiale, mais cet objectif s'avère d'autant plus difficile qu'il peut aller à l'encontre des intérêts à court terme des différents pays. Nous avons toutefois réussi, lors des précédents sommets du G20, à réduire nos divergences d'opinion sur des questions essentielles, ce qui constitue une étape importante dans l'instauration d'un climat de confiance mutuelle. À cet égard, je suis convaincu que le G20 parviendra à élaborer une forte coordination des politiques, fondée sur la confiance mutuelle.

Déséquilibres mondiaux : le point de vue de la Banque d'Angleterre

MERVYN KING

Gouverneur, Banque d'Angleterre

En 2009, la demande dans les principales économies mondiales a fléchi de quelque 2 500 milliards de dollars, soit 5 % du PIB, par rapport à la tendance observée avant la crise. Pratiquement aucun pays n'a été épargné par la tourmente financière. Les déséquilibres financiers qui ont contribué à l'attiser menacent à présent la soutenabilité de la reprise de la demande mondiale. Les déséquilibres mondiaux sont le reflet de la nature décentralisée du système monétaire et financier international actuel. En effet, les principaux acteurs mondiaux cherchent tous, rationnellement, à servir leur propre intérêt. Mais la crise financière a révélé que ce qui était justifié pour chaque acteur considéré isolément ne l'était pas toujours au niveau global : ces actions individuelles ont eu des conséquences collectives. La principale leçon à tirer de la crise est qu'il est nécessaire de trouver de meilleurs moyens de garantir un résultat collectif satisfaisant.

L'amélioration de la régulation financière favorisera l'intermédiation des flux liés aux déséquilibres mondiaux. Toutefois, l'économie mondiale restera vulnérable face aux risques associés aux déséquilibres si ces derniers ne sont pas traités à la source. À l'avenir, il convient d'appliquer deux principes. Premièrement, les débats doivent être axés sur le désaccord sous-jacent relatif à la vitesse appropriée de l'ajustement au profil d'évolution réel de la dépense et donc à la réduction de ces déséquilibres. La teneur des débats dépend de la capacité des pays à maintenir ce cap sur la durée. Deuxièmement, de nombreuses mesures seront nécessaires, outre les modifications des taux de change, pour réduire les déséquilibres. Faute d'un accord sur ces deux principes, au mieux, on observera une faible reprise mondiale, et au pire, les germes de la prochaine crise financière auront été semés.

Déséquilibres mondiaux et pays en développement

MERCEDES MARCÓ DEL PONT

Gouverneur, Banque centrale de la République argentine

Les traits distinctifs des déséquilibres mondiaux actuels ne se limitent pas à de simples notions d'ampleur et de généralisation. L'économie mondiale se caractérise tout d'abord par la présence accrue et dynamique de nombreux pays en développement qui, après avoir été déficitaires, sont simultanément devenus excédentaires. Par ailleurs, les déséquilibres s'inscrivent dans un contexte de taux de change variables et de processus accéléré de mondialisation financière. Enfin, la monnaie de réserve internationale est de fait celle d'un seul pays avancé dans le monde.

La flexibilité des taux de change qui, en principe, dispense les pays de la nécessité de défendre une parité, et la facilité d'accès au financement privé étranger, qui les libère des limites imposées soit par le montant des réserves de change, soit par l'accès conditionnel aux ressources du FMI, expliquent dans une large mesure la hausse et la généralisation des déficits courants. En outre, la possibilité pour les États-Unis d'enregistrer des déficits qu'ils financent parce qu'ils sont les émetteurs de la monnaie de réserve internationale a contribué de manière décisive à l'ampleur démesurée de ces déséquilibres. Or, la capacité à financer les déficits grâce aux entrées de capitaux étrangers se distingue par sa variabilité et par un endettement accru qui débouche fréquemment sur des crises sévères. La stabilité financière est par conséquent menacée.

Par ailleurs, nombre des principaux pays avancés persistent à vouloir générer des excédents au lieu de promouvoir des taux de croissance rapides et d'améliorer la condition de leurs propres citoyens. Ainsi, l'ancien biais déflationniste qui impose des limites aux pays déficitaires tout en laissant les principaux pays excédentaires

mener librement des politiques restrictives de chacun pour soi à l'égard du reste du monde continue de régir le non-système actuel. À l'évidence, de nombreuses économies en développement à croissance rapide, qui impulsent désormais une dynamique à l'économie mondiale, jouent un rôle complètement différent depuis qu'elles ont surmonté les obstacles que les déficits imposaient jusqu'alors à leurs performances.

Par conséquent, remédier aux déséquilibres mondiaux afin d'éviter l'instabilité financière nécessiterait, d'une part, une régulation au niveau international des flux de capitaux privés à caractère spéculatif et, d'autre part, la définition d'un nouveau système monétaire international fonctionnant sur la base d'une monnaie de réserve multilatérale. En outre, pour remédier aux déséquilibres temporaires, il faudrait établir un mécanisme moins restrictif que la conditionnalité introduite par le FMI, comportant des obligations similaires pour les pays excédentaires et les pays déficitaires tout en prenant en compte leur taux de croissance et leur stade de développement respectifs.

Cependant, redresser les déséquilibres mondiaux ne doit pas se faire aux dépens de la croissance de l'économie mondiale qui, comme cela a été évoqué précédemment, repose désormais de plus en plus sur les pays en développement. Il faut, par conséquent, faire en sorte que les excédents des pays en développement menant avec succès une stratégie axée sur les exportations soient pris en compte dans un système de ce type. Ces pays pourront ainsi continuer de mener des politiques expansionnistes, de réduire les inégalités et de représenter une force dynamique sur le plan international.

Les déséquilibres mondiaux : un point de vue sud-africain

GILL MARCUS

Gouverneur, Banque de Réserve d'Afrique du Sud

Les entrées de capitaux en Afrique du Sud ont repris en 2009 et se sont renforcées en 2010, essentiellement sous l'effet du bas niveau des taux d'intérêt et d'un excédent de liquidité dans les économies avancées. Économie de marché émergente présentant un déficit des transactions courantes, l'Afrique du Sud est en partie tributaire de ces flux pour financer son déséquilibre extérieur. Toutefois, ces entrées de capitaux ont exercé d'importantes tensions à la hausse sur le taux de change du rand, ce qui a eu des effets négatifs pour les secteurs exportateurs de l'économie. Les cours des obligations et des actions sud-africaines ont également fortement augmenté, ce qui peut susciter des inquiétudes quant à la soutenabilité de cette évolution et à d'éventuels retournements soudains de tendance.

Néanmoins, l'économie et le système financier de l'Afrique du Sud présentent également des caractéristiques qui favorisent la résistance du pays aux chocs et aux effets secondaires des déséquilibres mondiaux.

À ce jour, l'Afrique du Sud n'a pas adopté de mesures directes en vue de supprimer le contrôle des capitaux et ce, pour plusieurs raisons. La réaction des autorités aux déséquilibres mondiaux consiste principalement à prendre des mesures monétaires et budgétaires contracycliques, à poursuivre l'accumulation de réserves de change pour modérer l'appréciation de la devise et à procéder à de nouveaux assouplissements du contrôle des sorties de capitaux.

La nature volatile des flux de capitaux : l'expérience indonésienne et les nouveaux rôles du FMI

DARMIN NASUTION

Gouverneur, Banque d'Indonésie

Les choix divergents de politique économique opérés récemment dans les pays développés et les économies de marché émergentes se sont accompagnés d'une reprise des flux de capitaux transfrontières privés vers un certain nombre de pays. L'intégration croissante des marchés financiers mondiaux a incité les capitaux en quête de meilleurs rendements à franchir plus facilement les frontières. Les économies de marché émergentes et les pays exportateurs de matières premières ont constitué la destination privilégiée de ces flux. Divers facteurs ont joué un rôle majeur à cet égard, notamment l'amélioration de la stabilité et de la gestion macroéconomiques, qui a ouvert de meilleures perspectives de croissance dans les économies de marché émergentes et conduit à l'ouverture du compte financier à des degrés divers. Ces évolutions ont également résulté d'un certain

nombre d'autres facteurs, comme des taux directs proches de zéro dans les principales places financières et les faibles rendements perçus dans les économies avancées. Toutefois, les pays destinataires ont également constaté la volatilité accrue de ces entrées de capitaux. Si un bon dosage des politiques économiques au plan national est capital, les conséquences potentiellement sans précédent de flux de capitaux volatils appellent des mesures multidimensionnelles, notamment des initiatives régionales et mondiales. Le FMI est bien placé pour jouer un rôle accru en matière de surveillance, de fourniture de liquidité à l'échelle mondiale au travers de ses facilités de financement et, aspect non moins important, de conseil en matière de politique économique en adoptant une approche moins standardisée et en faisant preuve d'une plus grande ouverture d'esprit.

Déséquilibres mondiaux et stabilité financière

CHRISTIAN NOYER

Gouverneur, Banque de France

Le débat de politique économique de ces prochaines années s'articulera pour l'essentiel autour de deux questions : les déséquilibres mondiaux ont-ils contribué à la crise financière ? La réduction de ces déséquilibres est-elle une condition préalable pour garantir la stabilité financière mondiale ? Compte tenu des études et des analyses disponibles, on peut raisonnablement affirmer que des facteurs communs sont probablement à l'origine à la fois de la crise et des déséquilibres mondiaux. Ils recouvrent notamment l'hétérogénéité des préférences en matière d'épargne, l'asymétrie des évolutions financières entre les différents pays présents sur les marchés financiers internationaux et l'insuffisance de l'offre d'actifs liquides et sûrs à un niveau plus global. À plus long terme, la communauté internationale doit trouver le juste

équilibre entre, d'une part, la légitime souveraineté des pays en matière de politique monétaire, de politique de change et de politique relative au compte de capital et, d'autre part, le renforcement des interdépendances, la complexité accrue du système mondial et la divergence des perspectives économiques des différents pays. De fait, le rééquilibrage de la demande mondiale ne pourra être qu'un processus progressif et à long terme. Afin de favoriser la résolution ordonnée des déséquilibres, tous les pays doivent veiller à ce que les politiques qu'ils mettent en œuvre ne créent pas de nouvelles distorsions au sein de l'économie mondiale. Plusieurs améliorations pourraient être apportées au système monétaire international pour dissuader la conduite de politiques susceptibles de créer des distorsions.

Les déséquilibres mondiaux et les déséquilibres des comptes de transactions courantes

MASAAKI SHIRAKAWA

Gouverneur, Banque du Japon

Alors que l'économie mondiale se redresse progressivement après avoir subi une récession sévère, les risques éventuels de déséquilibres mondiaux non soutenables sont l'objet d'un regain d'attention. Lors de l'évaluation de ce problème, il importe de ne pas s'intéresser exclusivement aux déséquilibres des comptes de transactions courantes proprement dits. Il convient plutôt de s'attacher à leurs causes profondes et à l'éventualité de les voir devenir des sources de déséquilibres financiers non soutenables.

La récente crise financière ainsi que l'expérience du Japon dans les années quatre-vingt soulignent l'importance d'informations qui ne découlent pas nécessairement des statistiques de comptes de transactions courantes. Les déséquilibres financiers non soutenables peuvent être mieux appréhendés au travers d'informations telles que l'accumulation de l'endettement, les flux bruts de capitaux transfrontières, la tarification du risque sur les

marchés financiers, et l'ampleur des asymétries relatives aux devises et aux échéances dans le système financier. En évaluant soigneusement ces éléments, les banques centrales et les autres autorités seront à même de juger si les déséquilibres de comptes de transactions courantes traduisent une accumulation des déséquilibres financiers domestiques.

Dans la formulation de la politique macroéconomique, l'accent était traditionnellement mis sur le maintien de la stabilité interne ou sur une remise en ordre de la situation au plan domestique. Toutefois, avec le développement de la mondialisation, la simple agrégation des actions entreprises par chaque pays n'aboutit pas nécessairement à un résultat optimal à l'échelle mondiale. Il est devenu encore plus important que les pays s'intéressent aux effets de contagion de leurs politiques, qui se répercuteront d'ailleurs sur eux par le biais des interactions économiques et financières.

Les déséquilibres mondiaux vus au travers du prisme de l'épargne et de l'investissement

GLENN STEVENS

Gouverneur, Banque de Réserve d'Australie

Dans les années qui ont précédé la crise financière mondiale, puis pendant la période récente, ce que l'on appelle les « déséquilibres mondiaux », leurs origines, ainsi que la façon d'y remédier, ont fait l'objet de nombreux débats. Le présent article explique que ces débats devraient moins s'attacher à l'influence des taux de change sur les flux commerciaux, pour s'intéresser davantage aux déséquilibres entre épargne et investissement. Il convient en particulier de chercher

à mieux comprendre pourquoi les flux de capitaux « remontent » (des pays émergents ou en développement vers les économies avancées). La solution à long terme à ces déséquilibres mondiaux passera non seulement par une correction des taux de change, mais aussi par une modification des profils d'épargne et d'investissement, dans les pays excédentaires comme dans les pays déficitaires. Si un tel processus est possible, il prendra néanmoins beaucoup de temps.

Les déséquilibres mondiaux : le point de vue de la Banque de Réserve d'Inde

DR. DUVVURI SUBBARAO

Gouverneur, Banque de Réserve d'Inde

Comme avant la crise, le discours sur les déséquilibres mondiaux se concentre toujours largement sur l'équation à somme nulle du compte courant, avec d'un côté les États-Unis et de l'autre le reste du monde. L'analyse se place essentiellement du point de vue des pays qui sont considérés comme faisant partie intégrante de cette équation. Cependant, ces déséquilibres ont eu des conséquences bien au-delà de ces quelques pays, exerçant souvent une profonde influence sur la stabilité financière et la gestion monétaire de nombreux pays. Avant la crise, les flux massifs de capitaux transfrontières, résultant de l'excédent de liquidité dans les économies avancées et soutenus par l'expansion des bilans dans le secteur financier, ont posé des défis considérables aux autorités nationales. Notre contribution tente d'expliquer que l'Inde n'a joué qu'un rôle périphérique dans ces déséquilibres.

L'Inde se situe en effet à la périphérie des déséquilibres mondiaux, car elle n'a contribué ni à leur formation ni à leur propagation. Son processus de croissance n'est significativement tributaire ni de la demande extérieure ni des flux de capitaux. Ce pays ne cherche pas à atteindre

un niveau donné de déficit ou d'excédent de son solde courant pour étayer sa stratégie de croissance. Son taux de change est essentiellement déterminé par le marché. Enfin, elle n'a pas non plus défini de politique explicite d'accumulation de réserves.

L'Inde a toutefois subi les conséquences des déséquilibres mondiaux car elle recevait des fonds du monde entier, pour la plupart volatils. Cette contribution explique les impératifs de politique publique qui sont apparus dans ce contexte et les mesures qui ont permis de remédier à ces problèmes. La réaction a été et continue d'être mue par une approche pragmatique et non doctrinaire, dont l'unique objectif est la stabilité macroéconomique et financière.

Cette contribution se clôt par une analyse des risques potentiels pour la stabilité financière mondiale que pourrait induire la persistance de ces déséquilibres mondiaux et une évaluation de l'efficacité des efforts déployés au niveau mondial, au sein de divers forums multinationaux, afin de trouver des solutions.

Les défis intellectuels qui se posent à l'analyse de la stabilité financière à l'ère de la surveillance macroprudentielle

JEAN-CLAUDE TRICHET

Président, Banque centrale européenne, Président, Conseil européen du risque systémique

Cet article examine les grands défis intellectuels liés aux fondements théoriques, aux modèles analytiques et aux outils d'évaluation réglementaires dans le domaine de l'analyse de la stabilité financière. Il s'attache aux moyens de détecter et de contenir le risque systémique et tente d'ébaucher des pistes utiles pour relever ces défis intellectuels. L'article débute par un examen de la nature et des origines de la stabilité financière et du risque systémique. Il examine ensuite quatre domaines dans lesquels les leçons de la crise actuelle ont mis en exergue les défis majeurs rencontrés, en termes d'analyse, pour mieux comprendre la stabilité financière et le risque systémique.

L'article conclut sur la nécessité 1) d'approfondir la connaissance du fonctionnement de base des systèmes financiers et des risques qu'ils génèrent, tout particulièrement en ce qui concerne l'innovation financière et le rôle des intermédiaires financiers non bancaires, 2) de mieux appréhender à quel moment et de quelle manière les systèmes financiers passent de

l'état de stabilité à celui d'instabilité, 3) de développer des modèles intégrant les interactions entre l'instabilité financière généralisée et la performance de l'économie au sens large (dont les effets d'amplification et les non-linéarités associées), et 4) d'étoffer encore ces modèles pour pouvoir évaluer l'efficacité des politiques de régulation macroprudentielle dans la maîtrise des risques systémiques.

Pour remplir ces objectifs, il faudra réorienter dans ces directions d'importantes ressources au sein des milieux universitaires, des banques centrales et des autorités de surveillance. Il faudra également enrichir les modes de pensée dans le domaine de l'économie et de la finance. Les nouvelles approches à envisager ne doivent pas nécessairement reposer uniquement sur la notion d'équilibre et sur la rationalité et l'efficacité universelles, mais aller au-delà de ces concepts. Les approches utilisées avec succès dans d'autres domaines, tels que les sciences naturelles, peuvent être une source d'inspiration utile à cet égard.

Renouer avec la stabilité et la croissance après la crise

PROFESSEUR AXEL A. WEBER

Président, Banque fédérale d'Allemagne

Après avoir traversé la pire crise économique et financière des dernières décennies, la communauté internationale s'est engagée dans un ambitieux programme de réformes afin de parvenir à une croissance forte, soutenable et équilibrée dans le monde d'après la crise. Les chantiers les plus importants de ce programme portent sur la régulation financière et sur les déséquilibres macroéconomiques. S'agissant de la réforme de la régulation, une étape décisive a déjà été franchie avec l'élaboration du dispositif de Bâle III. Certaines questions restent toutefois en suspens, comme celle des modalités du traitement des institutions financières d'importance systémique et d'une approche appropriée s'agissant du « système bancaire de l'ombre » (*shadow banking system*).

Les déséquilibres macroéconomiques mondiaux doivent être traités non seulement parce qu'ils reflètent les obstacles sous-jacents à une croissance soutenable mais également parce qu'ils constituent, en tant que tels, une menace pour la stabilité. Au niveau régional, la zone euro, tout en enregistrant un solde équilibré vis-à-vis du reste du monde, se caractérise par des divergences entre États membres qui font peser des tensions sur l'Union monétaire. À ces deux niveaux, il convient que les autorités axent leur approche sur des réformes structurelles afin de s'attaquer aux causes sous-jacentes et non seulement aux symptômes. Par conséquent, les interventions directes, comme tenter de faire évoluer les comptes de transactions courantes ou les taux de change au sein des zones-cibles spécifiques, ne sont pas à recommander.

La règle de Tinbergen revisitée : le maintien de la stabilité financière à l'aide d'outils macroprudentiels

DURMUŞ YILMAZ

Gouverneur, Banque centrale de la République de Turquie

Les flux de capitaux à destination des économies de marché émergentes, qui se sont intensifiés récemment grâce à de meilleures perspectives de croissance, aux différentiels de taux d'intérêt et à la meilleure perception des risques, sont susceptibles de déstabiliser les systèmes financiers de ces pays qui ne sont généralement ni suffisamment diversifiés ni suffisamment profonds pour pouvoir absorber ces flux. Si l'on connaît bien les outils qui permettent de gérer les flux de capitaux importants, le dosage approprié des politiques économiques dépend néanmoins de la situation propre à chaque pays. La politique budgétaire, la politique monétaire, la politique de change, les interventions sur les marchés de change, les outils macroprudentiels et le contrôle sur les mouvements de capitaux sont autant d'instruments efficaces pour faire face à la volatilité des flux de capitaux, mais privilégier l'un ou l'autre nécessite un arbitrage. Le défi auquel sont confrontées les banques centrales est d'établir un cadre associant stabilité des

prix et stabilité financière en tant qu'objectifs principaux qui leur sont assignés et d'identifier les instruments stratégiques permettant d'atteindre ces deux objectifs, même lorsqu'ils peuvent sembler en contradiction. Dans le contexte financier actuellement difficile, les autorités publiques turques ont mis l'accent sur quatre principes fondamentaux sur lesquels doivent reposer les politiques budgétaire et monétaire ainsi que la réglementation pour maintenir la stabilité financière : (1) encourager le financement par fonds propres et décourager l'effet de levier ; (2) allonger la maturité des crédits ; (3) renforcer la position de change et le recours à des prêts libellés en monnaie locale ; et (4) mieux gérer le risque de change. Cette approche vise à utiliser le contexte financier international actuel comme une opportunité pour renforcer la situation financière du pays et soutenir l'approfondissement de son système financier sans pour autant menacer sa santé et sa stabilité.

Du taux d'épargne

DR. ZHOU XIAOQUAN

Gouverneur, Banque populaire de Chine

Cet article explore les facteurs qui affectent les comportements d'épargne et de consommation, dans un contexte où certains estiment que le taux d'épargne élevé de l'Asie de l'Est et des pays producteurs de pétrole constitue une cause essentielle des déséquilibres mondiaux et de la crise.

L'article s'intéresse aux facteurs qui expliquent les taux d'épargne élevés de l'Asie de l'Est et des pays producteurs de pétrole et les faibles taux d'épargne des États-Unis. Il tend à démontrer que l'importance de l'épargne en Asie de l'Est tient essentiellement à des facteurs culturels et structurels. De simples ajustements du taux de change nominal ne peuvent pas influencer le comportement d'épargne. L'article soutient également l'idée que l'épargne a augmenté en Asie de l'Est sous l'effet des plans de sauvetage élaborés par les organisations internationales après la crise de 1997. Une composante importante des politiques économiques nationales menées par la Chine

depuis 2005 a consisté à encourager une réduction du taux d'épargne. Les faibles taux d'épargne des États-Unis au cours de la période récente s'expliquent essentiellement par un sentiment d'euphorie et une analyse des séries chronologiques suggère qu'il n'existe pas de relation causale significative entre les comportements d'épargne et de consommation des États-Unis et ceux d'Asie de l'Est.

Un ensemble d'options permettant d'ajuster le taux d'épargne au fil du temps sont examinées dans cet article. Ces options comprennent le passage à un profil de croissance plus équilibré, le renforcement de la réglementation des mouvements internationaux de capitaux spéculatifs et le transfert de montants d'épargne plus élevés vers les pays en développement et les marchés émergents. En outre, une réforme du système monétaire international est nécessaire afin de prévenir la concentration excessive des actifs étrangers dans une devise particulière.