

# JEFFRY FRIEDEN

Professeur, Université d'Harvard

Je ne suis pas sûr d'aimer cette introduction mais je vais tenter au moins d'éclairer certains aspects. Ce que je souhaite, concrètement, c'est prendre un peu de recul. J'ai apprécié les deux présentations précédentes mais je tiens à soulever des questions d'ordre plus général, sur les aspects systémiques associés au système financier international. Je pense que nous sommes face à une contradiction fondamentale dans notre approche à la finance internationale contemporaine. D'un côté, un consensus s'est développé ces vingt dernières années, dont je pense qu'il est juste, en faveur d'un système financier international intégré : les capitaux doivent circuler des régions qui en ont moins besoin vers celles qui en ont plus besoin. C'est ainsi que les marchés de capitaux internationaux doivent fonctionner, et je pense que cela se justifie largement. D'un autre côté, je pense qu'il existe un consensus tout aussi nourri pour dire que les racines fondamentales de la crise que nous continuons de traverser sont en grande partie inhérentes aux déséquilibres macroéconomiques globaux qui se sont développés au cours de la décennie écoulée. « Déséquilibres macroéconomiques globaux » n'est cependant rien d'autre qu'une nouvelle appellation pour les flux de capitaux internationaux. D'un côté, donc, les mouvements de capitaux internationaux seraient très positifs et joueraient un rôle extraordinairement important dans une économie internationale intégrée. De l'autre, l'expérience de la dernière décennie nous montre que ces mêmes flux de capitaux internationaux semblent avoir été à l'origine de la crise la plus grave que nous ayons connue depuis la Grande Dépression. Et je suis d'accord avec Monsieur Trichet : n'eût été l'action offensive des décideurs monétaires et politiques, la crise aurait été sans doute plus grave que la Grande Dépression.

Comment comprendre cette contradiction et que pouvons-nous y faire ? Premièrement, intéressons-nous à l'expérience des dernières décennies, et aux aspects de la scène financière internationale contemporaine qui nous donnent quelques raisons de nous y intéresser et, peut-être même de nous en inquiéter. Certains aspects potentiellement perturbateurs des flux financiers internationaux remettent en question leur influence positive réelle et suggèrent qu'ils peuvent créer des problèmes éventuels à des degrés variés. Trois dimensions sont à mon avis importantes. Je note que mes observations complètent les arguments de Josef Ackermann sur le système bancaire, car nombre des problèmes qu'il a évoqués sont dans un sens le reflet des développements internationaux systémiques plus larges constatés au sein du système bancaire.

La première source de préoccupation est l'existence et la persistance de flux de capitaux qui semblent contrevioler aux schémas habituels et souhaitables des mouvements de capitaux attendus, c'est-à-dire depuis les pays riches vers les pays pauvres. Nous nous sommes habitués aux flux de capitaux des pays riches vers les autres pays riches – pour des raisons faciles à comprendre, et qui ont trait à des profils démographiques, des profils de risques, et des caractéristiques de systèmes financiers variés. Ces 15 dernières années, nous avons toutefois observé d'énormes flux de capitaux depuis les pays pauvres vers les pays riches, pour des raisons qui ne semblent pas avoir de justification économique claire. Pour dire les choses autrement, les capitaux transitent des pays pauvres vers les pays riches pour des raisons qui ne semblent pas cohérentes avec les motivations économiques des flux d'investissement. Ils semblent plutôt être le reflet d'objectifs pilotés par les gouvernements, qui ne sauraient être considérés comme raisonnables. Leurs arguments, gages d'assurance par exemple pour la détention de réserves très importantes, font long feu. Ces flux de capitaux initiés par les politiques gouvernementales et pour lesquels toute rationalisation semble sujet à questionnement ont bénéficié d'une attention toute méritée.

Deuxièmement, certains flux de capitaux semblent imposer des coûts sur les partenaires financiers individuels. Cette question a beaucoup été débattue pendant la période qui a précédé la crise, entre 2003 et 2007, à l'heure où de nombreuses discussions abordaient les dangers éventuels liés aux déséquilibres macroéconomiques globaux. Certains mouvements de capitaux pilotés par la politique d'un pays pouvaient imposer des effets externes sur d'autres pays. Par exemple, il nous est permis d'observer, sans imposer ni suggérer le moindre jugement d'ordre moral, que l'excédent très important d'un pays implique des déficits d'envergure pour d'autres pays. Personne ne peut vous obliger à emprunter, bien entendu, mais l'existence d'excédents de grande échelle déforme quasi certainement les facteurs d'incitation pour les autres pays. C'est au moins un peu ce qui s'est produit sur la décennie écoulée : les

excédents d'envergure ont mis à disposition des capitaux pour des pays qui avaient de fortes motivations à les utiliser à des fins qui se sont avérées improductives. C'est bien entendu un aspect que nous aimerions éviter. Il existe donc des effets externes pays à pays que nous pouvons considérer comme imposés par ce genre de déséquilibres macroéconomiques, qui peuvent déformer les facteurs de motivation, à la fois pour les pays et les ménages, les individus, et le secteur privé au sein de ces pays.

Certains de ces effets externes peuvent d'ailleurs être d'ordre politique. Récemment, nous constatons que l'existence des déséquilibres macroéconomiques peut générer des problèmes politiques pour les gouvernements nationaux mais, sans citer de noms, il est évident que, lorsque les gouvernements nationaux entretiennent des excédents d'envergure afin de conserver des réserves et maintenir leurs devises à des niveaux artificiellement bas, cela peut envenimer les pressions protectionnistes intérieures de leurs partenaires commerciaux. Ces effets externes peuvent être d'ordre économique, dans le sens où ils déforment les facteurs de motivation pour les pays en déficit, mais aussi politiques, en cela qu'ils créent des tensions politiques au sein des pays qui rencontrent certains de ces déséquilibres. Cette deuxième source de développements problématiques au sein des marchés financiers internationaux mérite attention.

La troisième dimension est celle que Monsieur Trichet a évoquée, la création de coûts pour le système économique et financier international de manière plus générale, c'est-à-dire non pas vraiment des effets externes imposés par des pays individuels sur d'autres pays individuels mais ceux imposés par le système financier international dans son ensemble. À l'heure actuelle, il existe au moins chez les économistes, un consensus général qui établit que, quoiqu'on pense des effets économiques et systémiques des flux de capitaux nets, l'envergure des flux bruts a créé de réels problèmes pour les régulateurs, pour les institutions financières et pour le système financier international dans son ensemble. L'extraordinaire prolifération d'instruments extrêmement complexes, l'absence de transparence de ces instruments, le développement d'une finance structurée et d'un système bancaire fantôme, l'envergure des flux bruts au sein du système financier international et la rapidité des transactions, sont autant de facteurs qui font que la finance internationale contemporaine développe très rapidement et de manière efficace toute faiblesse possible dans l'infrastructure financière. Les banques et les pays trop gros pour faire défaut créent des risques moraux quasi immédiats auxquels le système répond. Cette réaction, qu'elle implique des flux de capitaux ou des décisions en matière d'investissements, à l'instar des décisions de portefeuille mentionnées plus tôt, peut donner naissance à des problèmes systémiques. Nous l'avons compris en 2008, le potentiel associé d'une contagion extraordinairement rapide et très nuisible existe, car les marchés financiers sont connectés bien plus étroitement les uns aux autres. Il existe également la possibilité permanente de niveaux très élevés d'arbitrage réglementaire, pour lesquels nous ne disposons bien entendu pas d'une architecture réglementaire internationale harmonisée. L'envergure et le périmètre des flux bruts impliquent qu'il est extraordinairement facile pour les institutions financières de s'engager dans les arbitrages réglementaires.

Il s'agit là de certains des effets externes systémiques que l'intégration de la finance internationale semble avoir générés. Ils ne sont pas particulièrement polémiques dans le sens où la plupart des économistes qui s'y sont intéressés les ont identifiés comme très importants à l'avenir, en essayant de réfléchir à une infrastructure financière internationale qui serve l'objectif que la finance internationale est supposée servir, déplacer des capitaux des endroits où ils sont les moins nécessaires vers les endroits où ils sont le plus nécessaires, sans risquer la stabilité de l'ordre international, financier et économique.

La question qu'on est en droit de se poser, d'un point de vue plus politique, est ce qui peut être fait pour concrétiser les effets positifs de l'intégration de la finance internationale, tout en réduisant certains de ses effets négatifs. Ici, je vais certainement rejoindre ce qui a été dit par M. Trichet : dans un passé récent, la coopération entre banques centrales a été extraordinairement efficace, et de fait essentielle pour limiter les effets de la crise débutée en 2007. Néanmoins, j'aimerais aller plus loin et dire que ce n'est pas suffisant. La politique monétaire et la coopération monétaire internationale ne suffisent pas à éviter une pérennisation ou une résurgence des difficultés que nous avons rencontrées. La politique monétaire est un axe important de la politique économique nationale mais nous ne pouvons mener les politiques économiques nationales et la coopération des politiques économiques internationales uniquement sur la base d'une coopération des politiques monétaires. Avancer de manière plus coopérative s'est avéré très difficile, que ce soit en matière de politique fiscale, de politique réglementaire, de politique d'échange ou d'autres politiques. Une grande attention a été portée à la réflexion sur ces questions systémiques, à l'harmonisation et à la standardisation des réglementations financières par-delà les frontières. Néanmoins, je reste sceptique vis-à-vis de la

capacité pour une avancée dans cette direction de générer les effets systémiques voulus. Je reste sceptique pour plusieurs raisons. Premièrement, nous l'avons vu, il a été extraordinairement difficile de parvenir à une harmonisation significative des réglementations financières au sein des pays. Le fait est que les systèmes financiers nationaux sont extrêmement différents à de nombreux égards. De longs héritages de réglementations financières sont en jeu, et les préférences des principaux centres financiers en matière de réglementations financières diffèrent grandement. La volonté et la capacité des principaux régulateurs à travailler à une approche coopérative est matière à questionnement. D'un point de vue théorique comme d'un point de vue pragmatique, la probabilité d'une quelconque harmonisation des réglementations financières parmi les principaux centres financiers n'est pas susceptible d'être la réponse à nos prières en matière de stabilisation de la finance internationale. Elle est souhaitable mais je ne pense pas qu'il s'agisse de l'orientation la plus prometteuse vers laquelle s'engager.

Quelle est ma suggestion, dans ce cas ? Je suggère que le cœur du problème s'articule autour des politiques macroéconomiques, et, plus particulièrement, des politiques macroéconomiques directement associées aux flux de capitaux que nous avons observés sur la dernière décennie. Il existe une longue tradition de scepticisme, que j'ai partagé, à la fois sur l'avantage et la possibilité d'une coordination des politiques macroéconomiques internationales. Ce scepticisme est dû en grande partie à l'approche théorique prédominante et quasi universellement acceptée depuis 25 ou 30 ans : les politiques macroéconomiques adoptées par un pays individuel consistaient principalement à imposer des coûts et à réaliser des bénéfices pour soi. Je pense que sur les dix dernières années, nous en sommes venus à adoucir le point de vue car – je le répète – il est clair que les flux de capitaux mondiaux peuvent créer à la fois des coûts transnationaux et systémiques pour les partenaires et pour le système financier international dans son ensemble.

S'il existe des effets externes, et je pense que c'est le cas, alors il existe un périmètre de coopération. Depuis 2003 environ, certaines des institutions financières internationales, à l'instar du FMI et de la BIS, se sont concentrées sur l'attractivité d'une attention politique plus directe prêtée aux déséquilibres macroéconomiques globaux. Elles n'ont pas bénéficié d'une grande écoute. Leurs tentatives ont eu très peu d'impact sur la politique nationale actuelle, mais, même si la réussite a été limitée dans la période qui a précédé la crise, la question a eu au moins le mérite d'être mise à l'ordre du jour. Dans un environnement dans lequel il existe un capital politique et un périmètre de coopération limités à de nombreux égards, nous devons choisir nos armes et nos batailles. Je suis d'avis que s'atteler à la construction d'un régime global de réglementation financière internationale revient à choisir le mauvais cheval de bataille. Je pense qu'il est très peu probable que nous parvenions à une harmonisation globale et significative des marchés financiers ou des réglementations financières, compte tenu des grandes différences qui distinguent nos marchés financiers. Je pense que tout périmètre pour une coopération significative implique d'essayer sérieusement de coordonner les politiques macroéconomiques au sein des principales puissances économiques. C'est ce qui génère les facteurs de stimulation, pervers ou autres, pour le comportement financier que M. Ackermann a décrit avec tellement de précision. De mon point de vue, le principal enseignement de la décennie écoulée est que les flux financiers internationaux, s'ils sont souhaitables, peuvent générer de sérieux problèmes, à la fois pour les pays individuels et pour l'ordre économique et financier international dans son ensemble. Nous voulons encourager la transparence financière, mais nous voulons éviter un nouvel effondrement. Et je pense que le moyen le plus sûr et sans doute le plus faisable pour y parvenir est d'entreprendre des tentatives systémiques pour parvenir à une coordination significative des politiques macroéconomiques au sein des principaux centres économiques.