

# JEFFRY FRIEDEN

Professeur, Université d'Harvard

Merci beaucoup pour ce très bon résumé de quelques réussites et problèmes observés dans les tentatives de réguler le secteur de la finance, notamment en matière de suffisance de capital, de régimes de résolution et de plus grande clarté à l'égard des fonctions de prêteur en dernier ressort. Autant d'aspects très importants. Néanmoins, j'aimerais emprunter un chemin moins connu. Sur certains points, les aspects que John a évoqués ont trait aux problèmes qui étaient au cœur de la crise financière commencée en 2007-2008, pour la plupart reliés aux écarts constatés dans les régulations financières nationales. Tout cela doit être corrigé, mais toute une partie de la discussion risque d'avoir l'air d'une bataille pour l'honneur. Autrement dit, « voyons ce qui s'est mal passé la dernière fois et réparons ce qui s'est mal passé la dernière fois. »

Cette conférence porte sur la gouvernance globale. Si celle-ci implique bien quelque chose, c'est ce besoin de services gouvernementaux au niveau transfrontalier et transnational, car les décideurs politiques nationaux ne peuvent assurer ces services eux-mêmes. Ce qui implique des externalités transfrontalières. Comme John le soulignait, ce qui a été fait pour l'heure concerne principalement des mesures *nationales* destinées à améliorer les régulations financières *nationales*. Les questions transfrontalières n'ont pas été au cœur du problème. Le potentiel d'union bancaire dans l'Union européenne est une autre question mais à l'échelle internationale, nous parlons réellement de l'harmonisation et de la coordination des politiques réglementaires nationales. Et j'ai bien peur que cela ne suffise pas.

Si nous devons tirer un enseignement des expériences passées, c'est qu'il y a certains problèmes qui sont de nature transfrontalière. Je n'en mentionnerai que trois, qui ne s'excluent pas mutuellement et qui se chevauchent dans une certaine mesure. Le premier, c'est la contagion : quand les difficultés financières se transmettent d'un pays à un autre, d'un système financier à un autre. Le deuxième, c'est la panique. Gary Gorton et ses collègues ont établi que ce que nous avons connu en 2007-2008 était l'équivalent moderne d'une ruée bancaire. Nous pensions tous que les ruées bancaires appartenaient au passé. Mais en fait, le système financier ne passe plus par les banques. Il passe par les marchés, et ce que nous avons observé en 2007-2008 était une ruée sur les marchés. Au lieu de croire que leur banque ne serait pas solvable, les gens ont cru que les marchés n'allaient plus être solvables et par conséquent se sont précipités dessus. Ce type de panique se transmet également très rapidement par-delà les frontières. Le troisième problème, qui est un peu plus complexe, est le prêt procyclique. C'est-à-dire que les institutions financières, et plus généralement les investisseurs, tendent à prêter à une économie en croissance, le prêt penche vers la croissance, générant plus de croissance, ce qui à son tour génère typiquement des booms de crédit, souvent des bulles, puis des éclatements. Le prêt procyclique constitue depuis longtemps un problème dans les pays en développement et nous l'observons désormais dans les pays développés.

Tous ces aspects interagissent entre eux. Par exemple, dans la crise la plus récente, le prêt procyclique a exacerbé certaines des divergences macroéconomiques en Europe, a généré des problèmes sur les marchés financiers, et finalement créé la panique et la contagion sur le continent. Pour sûr, tous ces phénomènes ont des composantes nationales. Tous peuvent être au moins partiellement résolus sur le plan national et c'est ce qui s'est passé pour l'instant. Néanmoins, ce qui a été fait ne concerne pas les problèmes transfrontaliers générés par les marchés financiers globaux or, comme nous le savons, la contagion, la panique et le prêt procyclique revêtent clairement une importance transfrontalière et imposent manifestement des externalités transfrontalières aux autres pays.

Par exemple, pour ce qui concerne la régulation macroprudentielle – qui n'est pas allée très loin mais qui reste sans doute la réforme la plus originale, la plus innovante et à la portée la plus grande parmi les réformes que nous évoquons –, celle-ci trouve sa justification dans le fait que, au cours de la phase d'emprunt dans un pays donné, les emprunteurs imposent une externalité pécuniaire sur d'autres en faisant augmenter les coûts des biens offerts en garantie, qui persistent pendant la crise et génèrent un bradage post-incendie sur les actifs et une tendance à la baisse encore plus rapide de leur prix, générant une sorte de cycle de déflation de la dette de type Fisher. Le point important est que le prêt procyclique génère en outre le surendettement qui peut à son tour entraîner un cycle

déflationniste. Ce s'observe particulièrement pour les effets transfrontaliers des prêts procycliques. Je pense que c'est bien le cas, puisque l'Europe et d'autres pays hors Europe, ont observé que le cycle de crédit, et particulièrement la nature procyclique du cycle de crédit, peut engendrer des problèmes incroyablement difficiles à la fois pour les nations créditrices et les nations débitrices. Ces problèmes peuvent se propager très rapidement d'une nation débitrice à une autre nation débitrice. On n'a pas besoin d'invoquer l'irrationalité pour observer la transmission d'une dette souveraine, ou des problèmes de dette en général, d'une nation très lourdement endettée à une autre. Nous l'avons de nouveau observé dans le contexte européen.

Les autorités de réglementation nationale peuvent très peu agir sur les implications transfrontalières de ce type de cycle, ce qui suggère que l'on a besoin de plus que d'une simple harmonisation. Je suggère que l'on a besoin de quelque chose qui pourrait s'appeler gouvernance, c'est-à-dire de quelque chose qui soit au-dessus de l'État-nation, pour une tentative soit de coopération entre les autorités nationales soit de création d'une entité supranationale qui pourrait s'efforcer d'encadrer quelques-unes des externalités transfrontalières. À dire vrai, je suis plutôt sceptique à l'idée de la gouvernance globale. Je le suis pour des raisons de politique économique très simples. Il est suffisamment difficile d'obtenir des politiques qu'ils se concentrent sur la régulation financière à l'échelle nationale, même s'il est évident que celle-ci est d'intérêt public et permet d'améliorer le bien-être social, pour la simple et bonne raison que l'intérêt public et le bien-être social ne votent pas, contrairement aux groupes de pression. C'est pourquoi la plupart des réglementations financières et la plupart des discussions qui s'y rapportent tendent à être dominées par les groupes de pression concernés, à l'instar de ce que nous observons à l'heure actuelle dans les discussions sur la mise en place de Dodd-Frank. C'est encore plus vrai en matière de gouvernance globale, quand il n'y a ni intérêt organisé ni lobby en faveur de la résolution de ce type de question globale, et que, par conséquent, une très faible pression est exercée sur les gouvernements pour y remédier. C'est pourquoi je me montre en général sceptique à l'idée d'une possible gouvernance globale.

Cela dit, l'homme assis à ma droite [M. Trichet] est la preuve tangible qu'en temps de crise, et de difficultés, il est possible pour les gouvernements de collaborer étroitement au bénéfice du bien public global. Il me semble par conséquent que, si nous voulons essayer d'éviter la globalisation de certaines de ces difficultés financières, nous devons nous y préparer très à l'avance, et non pas attendre leur importation transfrontalière se soit épanouie et y réagir après coup. L'expérience des 15 à 20 dernières années montre que les externalités transfrontalières, les conséquences internationales des marchés financiers globaux sont extrêmement importantes et n'ont pour l'heure pas été suffisamment prises en compte par les autorités de réglementation ou les pouvoirs publics nationaux.