

JOHN LIPSKY

Distinguished Visiting Scholar, International Economics Program, The Paul H. Nitze School of Advanced International Studies ; ancien Premier Directeur général adjoint du FMI

Merci Jim. Avant tout, je veux remercier les organisateurs de m'avoir invité à cette conférence extraordinaire. Je suis très honoré de faire partie de ce fantastique panel.

Considérant le sujet de ce panel -- la gouvernance économique mondiale -- il est intéressant d'examiner la situation actuelle en ce qui concerne les performances économiques et les perspectives. Comme Angel Gurría vient de le mentionner, l'OCDE -- tout comme le FMI -- s'attendent à un ralentissement de la croissance mondiale dans les trimestres à venir. Dans ce cas, la croissance restera inférieure à la tendance, cinq ans exactement après le début de la crise mondiale en 2008.

La principale réponse politique et économique du début de la crise a été un effort international concerté et sans précédent, à grande échelle, visant à stimuler la demande par des politiques d'expansion budgétaire et monétaire. L'objectif était de compenser une contraction généralisée des dépenses du secteur privé due aux vastes efforts de désendettement des particuliers face à la crise, à la suite d'une longue expansion qui dans la plupart des économies avancées avait été marquée par une rapide croissance du crédit. La léthargie actuelle reflète une faible demande continue du secteur privé dans la plupart des économies développées, associée à la fin inévitable de l'expansion budgétaire de l'après-crise et dans certains cas, le début du resserrement budgétaire.

Il est à noter que les particuliers tout comme les entreprises, dans la plupart des économies développées, sont actuellement en excédent financier. C'est une situation assez inhabituelle : contrairement à l'opinion populaire, le secteur des particuliers, dans l'ensemble, est généralement épargnant tandis que le secteur des entreprises est typiquement emprunteur. Le fait que ces deux secteurs soient en excédent témoigne du manque de confiance actuel généralisé et fournit une explication directe de la raison pour laquelle la croissance de l'économie développée reste lente en particulier dans le contexte du déclin de l'appui budgétaire. Dans la plupart des économies développées, les investissements des entreprises sont restés faibles et dans de nombreux pays, cet investissement s'affaiblit actuellement encore davantage, malgré des taux d'intérêt historiquement au plus bas et une politique monétaire sans précédent et des plus accommodantes.

Ces circonstances moins qu'encourageantes indiquent-elles un problème de gouvernance économique qui inhibe le secteur privé comme l'implique la question de Jim ? J'ai peur que ma réponse ne soit une réponse d'économiste par trop typique : 'Oui et non.' "Non" parce que des changements importants ont lieu dans l'économie mondiale -- en particulier en ce qui concerne le comportement du secteur privé -- ces changements à court terme ne soutiennent pas la croissance mais ne sont pas reliés directement aux problèmes de gouvernance. "Oui" parce que -- au moins jusqu'à un certain point -- la coopération politique et économique est devenue moins crédible qu'elle ne l'était immédiatement après le début de la crise. De plus, il existe des problèmes spécifiques en ce qui concerne la réforme du secteur financier -- impliquant des problèmes de gouvernance -- qui restent non résolus et par conséquent sapent la confiance du secteur privé et inhibent l'activité.

De façon générale, trois grands changements sont en cours -- désendettement, rééquilibrage et réforme -- quels que soit les problèmes de gouvernance. Le premier et le plus immédiat des trois est l'importance du désendettement. Comme je l'ai mentionné précédemment, la plupart des économies majeures ont expérimenté des périodes de croissance rapide du crédit et d'endettement accru lors de la longue expansion qui a précédé la crise. Si l'expansion rapide du crédit a aidé à soutenir la croissance dans la période qui a précédé la crise, il n'est pas surprenant que la chute rapide de la disponibilité du crédit, une fois la crise démarrée, ait exacerbé la rapidité et l'ampleur de la dépression qui a suivi. Actuellement -- bien après le début de la crise -- le désendettement se produit à des rythmes très différents et selon différents degrés dans différentes économies. En fait, dans certaines économies -- notamment

aux Etats-Unis -- il n'est pas évident qu'un désendettement additionnel des bilans du secteur privé soit encore souhaité ou nécessaire.

Bien sûr, la quantité de désendettement du secteur privé susceptible d'être nécessaire dépend, dans chaque cas, de l'importance de l'accumulation des endettements antérieurs, entre autres choses. Naturellement, ces secteurs et ces économies où la croissance du crédit a été la plus spectaculaire souffrent des reculs les plus importants mais il apparaît également que ces économies où l'intermédiation financière est basée davantage sur les sources du marché des capitaux -- en d'autres termes, la vente et l'achat de titres négociables -- ont expérimenté un désendettement plus rapide (mais pas nécessairement plus important) par rapport aux économies dans lesquelles les prêts bancaires traditionnels restent la principale source de crédit. Par conséquent, les spécificités concernant à la fois les conditions initiales et la nature du système financier semblent avoir représenté un élément extrêmement déterminant quant à la vitesse et à l'importance du processus de désendettement de l'après-crise et explique les différences entre les processus de désendettement dans les principales économies.

En particulier, le désendettement des entreprises américaines est essentiellement terminé et le secteur des entreprises actuellement est en général dans des circonstances financières relativement favorables. Par contraste, en Europe et dans la Zone Euro en particulier, il existe toujours une confiance énorme dans le financement bancaire traditionnel. Il n'est donc pas surprenant que le FMI ait estimé que le désendettement futur du système bancaire européen totaliserait jusqu'à 8 % ou plus de l'encours total des crédits. En d'autres termes, le processus de désendettement de la Zone Euro semble loin d'être terminé et ce facteur inhibiteur n'est pas susceptible d'être modifié par des mesures politiques à court terme.

Une deuxième force fondamentale de l'après-crise a trait à la nécessité du rééquilibrage sectoriel, qui est manifeste dans de nombreuses économies. Kemal vient de décrire cet aspect de façon très éloquent. Inévitablement, rétablir les bases d'une croissance mondiale forte et soutenue va exiger des changements sectoriels dans les différentes économies qu'il s'agisse de pays excédentaires ou déficitaires. En clair, la croissance dans les économies excédentaires va -- au cours du temps -- s'appuyer relativement plus sur la croissance de la demande nationale tandis que l'opposé sera vrai pour les économies déficitaires. Ce processus de changement sectoriel crée une incertitude et une tension tant sur le plan national qu'international. Néanmoins, selon le point de vue actuel, un certain rééquilibrage additionnel semble inévitable, même si la crise sert également à réduire les déséquilibres internationaux, quoique via une compression généralisée de la demande. Même si le processus d'ajustement ne va pas se produire instantanément -- et il pourrait même avoir tendance à ralentir la croissance générale à court terme -- à plus long terme, le processus de rééquilibrage va aider à préparer le terrain pour une croissance soutenue.

En ce qui concerne la réforme, les difficultés récentes de la Zone Euro témoignent d'une différence de compétitivité spectaculaire au sein de la Région Euro mais dans la direction opposée à ce qui avait été anticipé lors de l'élaboration et de la création de l'Union Economique et Monétaire Européenne. Initialement, il avait été prévu que les pays périphériques de la Zone Euro bénéficieraient considérablement de faibles taux d'intérêt et de la libéralisation des marchés et que l'accélération résultante des investissements et des réformes structurelles permettrait d'améliorer leur compétitivité par rapport aux pays principaux. En fait, c'est l'opposé qui s'est produit au cours de la dernière décennie.

De ce fait -- et comme ce point a été largement reconnu -- des améliorations substantielles seront nécessaires dans les pays périphériques de la Zone Euro au niveau des performances économiques sous-jacentes afin de rétablir une stabilité soutenue, quels que soit les arrangements financiers et/ou de gouvernance. Ceci est également vrai internationalement -- du moins jusqu'à un certain point -- dans la mesure où nous avons assisté à une réduction du déséquilibre précédemment inquiétant des paiements, essentiellement en réponse à une croissance très lente de la demande dans les économies avancées. Un retour rapide à des taux de croissance plus normaux dans les économies avancées aurait pour effet d'augmenter les déséquilibres internationaux au moins sur le court terme.

Accompagnant la nécessité du rééquilibrage économique, l'amélioration de l'efficacité économique est également un impératif parallèle -- en termes économiques, en vue d'augmenter la productivité globale des facteurs. En fait, le ralentissement de la croissance des investissements dans de nombreuses économies avancées s'est manifesté par un ralentissement de la croissance de la productivité. Un tel ralentissement -- s'il perdure -- résulterait en une réduction du potentiel de croissance. Par conséquent, des performances économiques améliorées nécessiteraient presque

certainement une croissance plus rapide des investissements. Et tout comme la nécessité du désendettement et du rééquilibrage, des réformes économiques seront nécessaires, quels que soit les problèmes de gouvernance.

Bien sûr, il peut également se produire une amélioration des performances économiques en réponse au type de réformes structurelles comme Angel Gurría vient de le décrire, en complément à l'augmentation des investissements privés et publics. Et les réformes structurelles en général impliquent des problèmes de gouvernance. Cependant, les problèmes associés ont tendance à être spécifiques au type de réforme impliquée. De ce fait, ils ne se prêtent pas au type de discussion large que nous avons aujourd'hui même s'ils ont, dans l'ensemble, une certaine importance.

Dans le même temps, une considération importante, qui n'a pas été largement reconnue, a trait au fait que même dans les plus vastes économies émergentes à croissance rapide, la croissance de la productivité globale des facteurs a été relativement lente. L'importance de cette croissance a généralement reflété d'autres facteurs -- notamment des taux d'investissement élevés et des conditions commerciales favorables -- plutôt que de rapides gains de la productivité sous-jacente. De ce fait, de bonnes performances soutenues de ces économies nécessiteront également des réformes importantes sur une période prolongée.

J'aimerais maintenant aborder le problème de la réforme du secteur financier puisque c'est précisément un domaine où les problèmes de gouvernance sont essentiels. Je vais examiner ce sujet brièvement, avant de revenir au tableau d'ensemble.

La principale réforme de gouvernance adoptée en réponse au début de la crise en 2008 a été la formation du Sommet du G20. La crise ayant été déclenchée par l'instabilité du secteur financier, il était approprié que la réforme du secteur financier soit l'un des trois principaux objectifs approuvés -- avec la restauration de la croissance mondiale via la politique de coopération économique et la réforme des institutions financières internationales -- lors du premier sommet du G20 qui s'est tenu à Washington en novembre 2008.

Ce sommet a spécifié quatre grands objectifs de réforme en ce qui concerne le secteur financier. Ces objectifs comprennent : 1) Réforme de la réglementation ; 2) Réforme de la surveillance ; 3) Création d'un mécanisme de résolution du problème "Too Big To Fail" (Trop grand pour échouer), et 4) Processus d'évaluation assurant la mise en œuvre selon les prévisions des mesures de réforme convenues. L'effort de réforme a en outre commencé avec un élan substantiel et a obtenu un succès précoce et remarquable. Le sommet du G20 en particulier, a demandé la formation du FSB (Financial Stability Board), qui a élargi les pays et les institutions participant aux discussions en amont sur les questions de réforme financière. De façon surprenante, sous la pression du G20, les Accords de Bâle III, très ambitieux, sur l'adéquation du capital bancaire ont été réalisés dans les 18 mois tandis que les Accords de Bâle II précédents avaient pris douze ans de négociation (avec un nombre plus restreint d'autorités nationales).

Plus récemment, cependant, le processus de réforme a perdu un élan considérable, reflétant peut-être les développements du processus plus large des dirigeants du G20. Par exemple, l'objectif des Accords de Bâle III était de soutenir la stabilité du système financier international tout en aidant à créer des règles du jeu équitables sur les marchés financiers mondiaux. Au lieu de cela, la controverse s'élargit quant à savoir si l'accord va principalement ajouter de la complexité au calcul des exigences de fonds propres des banques, sans améliorer la stabilité systémique. En outre, la vitesse potentielle de la mise en œuvre de l'accord diffèrera probablement de façon substantielle entre les marchés clés. Il existe même un doute croissant quant à savoir si les Accords de Bâle III seront totalement mis en œuvre aux États-Unis.

D'autres aspects clés de la réforme de la réglementation -- tels que les "problèmes de périmètre", concernant le fait de savoir si tous les établissements financiers d'importance systémique seront soumis à une réglementation effective -- n'ont pas été totalement résolus. Cet aspect couvre des problèmes critiques notamment la réglementation des établissements "de banque parallèle" tels que les fonds spéculatifs. Autre problème non résolu : la création d'une cohérence crédible des réformes à appliquer aux banques, aux compagnies d'assurance, aux fonds de pension et à d'autres gestionnaires d'actifs. Il n'a pas été clairement déterminé à qui incombe la responsabilité d'assurer la cohérence de ces réformes au niveau international.

Un autre effort de réforme clé du secteur financier a trait à l'attribution des risques éventuels -- c'est-à-dire qui va payer le coût de l'échec d'un établissement ? Les dirigeants du G20 ont convenu lors de leur sommet de Toronto en 2009 que les coûts de la résolution de toute crise future du secteur financier devraient être supportés par le secteur financier lui-même mais il n'existe pas d'accord pour le moment sur la façon dont cette décision sera concrétisée. L'accent actuel est mis sur la création d'un processus de mise à contribution ou sur le fait de faire en sorte que les créateurs d'un établissement supportent les coûts de sa défaillance. Cependant, de nombreux critiques se demandent si l'accent actuel mis sur la mise à contribution ne va pas tout simplement déplacer le fardeau financier, du futur revenu (comme c'était principalement le cas) vers l'épargne en cours (comme ce serait le cas avec la mise à contribution) ? L'importance de ce qui a été accompli en termes d'optimisation de la stabilité systémique reste incertaine.

En réponse à la crise et à l'absence de mécanisme clair pour gérer l'échec d'un seul établissement financier opérant dans de multiples juridictions, les autorités dans de nombreux pays ont agi, d'une façon ou d'une autre, pour créer une sorte de "cordon sanitaire" autour des opérations locales de tels établissements afin d'isoler les opérations locales de l'impact de pressions potentielles situées ailleurs. Mais de telles mesures -- prises au nom de l'amélioration de la stabilité systémique -- pourraient créer une source renouvelée de "favoritisme national" au sein du système financier. Dans ce cas, il n'est pas évident que la stabilité systémique bénéficie d'une quelconque amélioration. Dans le même temps, de telles mesures pourraient créer des difficultés pour le financement des entreprises et des établissements multinationaux. Dans ce contexte, il est difficile de savoir si l'identification et les exigences de fonds propres spécifiques attirés par les "établissements financiers mondiaux d'importance systémique" (les G-SIFI) vont aider ou gêner le processus de reprise.

Quel que soit l'état incomplet du processus de réforme du secteur financier, certains changements importants ont lieu sur les marchés financiers. En particulier, un changement historique sur les marchés européens semble être en cours, avec de grandes entreprises, financièrement et commercialement solides, se tournant de plus en plus vers le marché des valeurs mobilières pour leur financement au lieu et place des prêts bancaires traditionnels. Sur le long terme, cette approche pourrait rendre les marchés plus performants. Sur le court terme cependant, ce changement pourrait avoir des effets inégaux car il va laisser les PME complètement dépendantes du financement bancaire -- comme cela a été le cas précédemment -- tandis que les grandes entreprises y auront gagné de nouvelles options de financement.

Dans l'intérêt de l'exhaustivité, il faut noter qu'il existe des défis substantiels vis à vis de la réforme financière au niveau des économies émergentes. La forte croissance soutenue qui est attendue -- et en fait, sur laquelle on compte -- provenant d'économies émergentes dynamiques nécessitera des investissements substantiels et économiquement performants. Cependant, ces économies pour l'instant manquent de sources de financement à long terme importantes et efficaces basées sur le marché.

Le message général devrait être clair : les prévisions consensuelles quant aux perspectives de croissance mondiale à court terme sont au mieux modestes. Plusieurs des changements clés de l'après-crise sont en cours -- en particulier dans les économies avancées -- et vont aider à préparer le terrain pour une croissance future plus robuste. Mais ces changements clés ne sont pas directement dépendants des changements de la gouvernance économique mondiale. De meilleures perspectives du secteur financier aideraient également à soutenir une croissance plus robuste et dans ce domaine des changements de gouvernance sont essentiels au succès.

Dans le même temps, la réforme du secteur financier représente l'un des trois objectifs politiques essentiels du G20 qui est lui-même la principale innovation de gouvernance issue de la crise financière mondiale de 2008-2009. Si des progrès initiaux substantiels ont été réalisés dans la définition du contenu potentiel d'une telle réforme, les tout derniers développements semblent s'orienter vers une perte de vitesse. De plus, les réformes financières semblent être loin d'être terminées même au niveau de la conception et il existe actuellement une controverse quant à savoir si le processus en cours va réussir à atteindre les objectifs de la réforme de base consistant à améliorer l'efficacité et la stabilité systémique tout en créant des règles du jeu équitables sur les marchés financiers internationaux.

La principale conclusion est qu'un accent renouvelé mis sur la réforme de la gouvernance économique et financière mondiale sera nécessaire si l'on veut concrétiser les objectifs de base de la réforme. L'échec de cette réforme risque de laisser le système mondial dans un état incomplet de changement institutionnel encore problématique. Ce serait un



héritage très insatisfaisant de la réponse à la crise qui a commencé de façon prometteuse, avec de l'imagination, de l'énergie et un succès initial. Je suis certain que nous pouvons faire mieux.