

# JEFFRY FRIEDEN

Professeur à l'université d'Harvard

Merci beaucoup, Monsieur Trichet. C'est un grand plaisir et un privilège de prendre part à cet atelier aux côtés d'éminents professionnels et responsables politiques, passés et présents. Je vais essayer de vous exposer mon point de vue en tant qu'universitaire. Je vais me concentrer ici sur les risques, sur « ce qui doit nous inquiéter dans la finance internationale ». Il existe hélas de nombreuses sources d'inquiétude, mais je tiens à me concentrer sur deux risques, l'un plus immédiat et spécifique et l'autre plus général et abstrait.

Le premier risque a trait à la crise persistante en Europe. L'Europe continue de stagner, et la persistance de la crise qui a commencé en 2007 constitue une grande source d'inquiétude non seulement pour l'Europe, mais également pour le reste du monde. La stagnation européenne présente de grands risques. De mon point de vue, la persistance de la crise européenne, comme l'a indiqué M. Trichet, s'explique principalement par la grave crise de la dette – en fait, c'est la première fois dans l'histoire moderne qu'une crise de la dette souveraine frappe un groupe de pays industriels avancés. Il y a déjà eu un cas de crise de la dette souveraine dans un pays industriel avancé, mais jamais une telle série coordonnée de crises de la dette souveraine dans tout un groupe de pays industriels avancés. L'une des principales conséquences de la crise de la dette, laquelle pèse encore lourdement sur la croissance économique en Europe et dans le reste du monde, est le surendettement, tant côté créancier que côté débiteur. Côté créancier, nous savons que le système financier ne fonctionne pas encore comme il le devrait. Il faut se féliciter des efforts courageux menés par la BCE depuis le début de la crise et de la coopération entre banques centrales du monde entier afin d'atténuer l'impact de la crise ; mais la politique monétaire à elle seule ne suffit pas. La politique macroéconomique ne peut pas tenir sur une jambe. Le système financier reste plombé par les créances douteuses qui continuent de peser sur lui. Dans une certaine mesure, la tentative de renforcement des bilans des banques européennes, y compris l'Examen de la qualité des actifs – qui est nécessaire et doit se poursuivre – accentue les problèmes côté créancier car les établissements financiers sont encore plus réticents à accorder de nouveaux crédits. Côté débiteur, un nombre grandissant d'études mettent en évidence le surendettement des entreprises. Il y a eu des études sur ce sujet : Le think tank Bruegel en a d'ailleurs publié une hier, je crois, portant sur le Royaume-Uni et l'Espagne. Pratiquement toutes les études révèlent que le surendettement des entreprises a un énorme impact négatif, non seulement au niveau de l'offre, mais également au niveau de la demande. Mon point de vue, qui je suppose peut être considéré comme plutôt radical dans certains cercles européens, est qu'il ne peut y avoir de reprise sans une restructuration substantielle de la dette. L'union bancaire constitue un grand pas en avant. Elle est souhaitable en soi, mais ne saurait se substituer à un véritable allègement de la dette. C'est un deuxième choix, voire un troisième choix. Lorsque la crise a frappé, l'option de la restructuration de la dette n'était pas envisageable et il n'y avait pas de politiques budgétaires coordonnées, de sorte que l'union bancaire s'est avérée à l'époque la seule option disponible pour les responsables politiques. Mais, à mon avis, elle ne va pas résoudre le problème sous-jacent : une part substantielle des dettes en souffrance ne sera pas recouvrée et ne peut pas être recouvrée et doit être restructurée. Nous avons déjà connu des situations de ce type, M. Trichet a mentionné un ouvrage que j'ai écrit au début de la crise et qui s'intitulait, de façon quelque peu pessimiste, *Lost Decades*. Il est certes pessimiste, mais il semble hélas de plus en plus réaliste à mesure que le temps passe. L'Amérique latine, comme nous le savons, a connu après 1982 une période de stagnation de sept ans, avant que le Plan Brady ne prévoie un allègement de la dette, mettant ainsi un terme à cette décennie perdue. Le Japon a continué de stagner pendant plusieurs décennies perdues, en partie à cause de l'absence d'un véritable plan d'allègement de la dette. Je ne peux m'empêcher de mentionner un point mis en avant par mon confrère Ben Friedman. J'ai évoqué un peu plus tôt un cas de crise de la dette dans un pays industriel et nous pouvons également nous appuyer sur des expériences de crise de la dette avec et sans mesures d'allègement. En 1929, l'Allemagne est entrée dans la plus grande crise de la dette que le monde n'ait jamais connue : dettes sous forme de réparations et dettes envers des créanciers privés. Tous les créanciers ont refusé d'octroyer un allègement de la dette jusqu'à ce qu'il soit trop tard, et nous savons sur quoi cela a débouché. Après la Seconde Guerre mondiale, je pense que les créanciers en avaient tiré les leçons et ils ont accordé à l'Allemagne un allègement substantiel de la dette, ce qui a permis à l'Allemagne de se dépêtrer des dettes qu'elle avait accumulées dans les années 1920. Bien que je ne prévois

rien d'aussi dramatique que les événements des années 1930, je crois que l'Europe est en proie à de sérieuses difficultés. En fait, l'économie européenne dans son ensemble se retrouve dans une situation pire que celle qu'elle avait connue au lendemain de la Grande Dépression. Sept ans après 1929, c'est-à-dire en 1936, l'économie européenne, prise dans son ensemble, avait regagné environ 3 % par rapport aux niveaux d'avant 1929. Nous sommes aujourd'hui en dessous des niveaux d'avant crise, nous pouvons donc en conclure que l'Europe fait moins bien que pendant la Grande Dépression. Je ne parle pas de stagnation séculaire, concept sur lequel je n'ai pas de position arrêtée, mais je pense qu'il existe actuellement en Europe des sources de stagnation liées à l'incapacité ou au manque de volonté politique d'engager une restructuration en profondeur de la dette. À mon avis, une telle initiative favoriserait pourtant une véritable amélioration au sens de Pareto. On observe cependant d'importants blocages politiques et économiques à une résolution de la crise en Europe, ce qui constitue une source d'inquiétude en Europe et dans le reste du monde. Pour résumer, la persistance de la crise européenne est le premier risque, le risque spécifique et immédiat.

Le deuxième risque est plus général et abstrait, et est lié aux tendances sur les marchés financiers internationaux et aux tendances macroéconomiques à l'échelle mondiale. La grande crise financière qui a débuté en 2007 a fait apparaître d'importantes réalités susceptibles de créer des problèmes plus profonds. Je souhaiterais m'arrêter sur l'un d'entre eux. Nous avons désormais des marchés financiers internationaux d'une taille, d'une rapidité et d'une efficacité extraordinaires, et nous ne pouvons que nous en réjouir. Les mouvements de capitaux d'un pays où les besoins sont moindres vers un pays où les besoins sont plus importants comportent des avantages considérables. Aujourd'hui cependant, la taille et la rapidité des flux financiers internationaux génèrent une extrême sensibilité à des différences de rendement relativement minimes entre pays et régions. Ces différences de rendement minimes peuvent conduire – et ont déjà conduit en fait – à des flux financiers massifs qui ont tendance à aggraver par la suite les divergences macroéconomiques sous-jacentes. Nous avons fait ce constat en Europe où les divergences entre l'Europe du Nord et l'Europe du Sud ont conduit à des flux de capitaux ; les flux de capitaux ont ensuite accéléré la croissance dans les pays européens périphériques ; ce qui a conduit à plus de flux de capitaux, et ainsi de suite. La région s'est retrouvée dans un cercle vertueux ou vicieux (c'est selon) où les divergences macroéconomiques ont conduit à des entrées de capitaux, lesquelles ont aggravé les divergences, lesquelles à leur tour ont conduit à plus d'entrées de capitaux. Ce processus présente une menace car, lorsque le cycle s'autoalimente, il peut créer les conditions d'une bulle qui ensuite éclate. Par conséquent, la nature des marchés financiers internationaux, dans un monde caractérisé par d'importantes divergences économiques et macroéconomiques, fait planer le spectre d'une série de cycles d'expansion-récession (boom-bust), alimentés par ces flux rapides de fonds. Après 2000, en fait, nous avons connu un phénomène qui était auparavant l'apanage des pays en développement. Au 19<sup>e</sup> siècle, dans les pays en développement, les mouvements de capitaux étaient pro-cycliques. Qu'il s'agisse de l'Argentine dans les années 1870, des États-Unis dans les années 1880, ou des pays en développement dans les années 1920 ou 1970, quand le pays allait bien, il attirait des flux de capitaux, mais dès qu'il était en proie à des difficultés, les flux de capitaux se tarissaient. Cela exacerbait le cycle, provoquant une succession d'expansions et de récessions dans les pays en développement. En 1944, Ragnar Nurkse décrivait le rôle de la finance internationale auprès des pays en développement en ces termes : « la finance internationale est comme un parapluie que l'on prête quand il fait grand soleil et que l'on reprend dès qu'il commence à pleuvoir ». Telle est la situation à laquelle les pays en développement ont été confrontés. À partir de 2000, nous avons assisté à un phénomène similaire dans les pays développés : des mouvements de capitaux pro-cycliques alimentant surchauffes et contractions du crédit.

Il y a des risques inhérents à une telle volatilité macroéconomique, comme le montrent les contrecoups continus de la crise. Le processus est particulièrement dangereux, tant sur le plan économique que politique, lorsqu'autant d'établissements financiers ont une importance systémique. Durant ces cycles d'expansion-récession, la pression est telle que les gouvernements sont tenus d'intervenir, parfois à un coût exorbitant pour les contribuables. Le processus dans la zone euro en est une parfaite illustration : les divergences macroéconomiques ont conduit à des flux de capitaux qui ont renforcé ou aggravé ces différences, menant à un cycle d'expansion et de récession. Un autre exemple est l'expérience des marchés émergents après 2009, lorsque les taux d'intérêts ont chuté pour atteindre la limite inférieure zéro dans les pays en développement. La quête de rendement a poussé un nombre grandissant d'investisseurs vers les pays émergents. Entre 2010 et 2013, dans la douzaine de marchés émergents, les emprunteurs souverains ont emprunté mille milliards de dollars en devise locale tandis que le secteur privé de cette douzaine de marchés émergents a emprunté deux mille milliards de dollars en devise étrangère. Cela a été pour eux une formidable opportunité, la fin du péché originel au sens où nombre d'emprunteurs souverains des pays émergents



ont pu emprunter dans leur propre devise pour la première fois de leur histoire. Mais cela s'est avéré également une source de risques très importants. Les entrées de capitaux ont entraîné une appréciation des monnaies et des pays émergents, en particulier le Brésil, ont dénoncé une guerre des monnaies. Et lorsque la colère a éclaté et que les capitaux ont fui les marchés émergents, on a vu apparaître la menace de crashes monétaires, laquelle est devenue réalité dans certains cas. Dans ce contexte, l'harmonisation internationale de la régulation financière est certes utile, mais elle ne peut à elle seule contrecarrer ces très puissantes forces financières. Comme en Europe, je pense qu'il est vraiment nécessaire d'essayer de résoudre les divergences macroéconomiques afin d'atténuer l'impact de ces flux de capitaux massifs.

Ces exemples sont parlants. Dans un monde doté d'énormes marchés de capitaux, les petites différences macroéconomiques peuvent donner lieu à d'énormes flux de capitaux. Ceux-ci, à leur tour, peuvent créer des cycles d'expansion-récession qui sont extrêmement difficiles à contrôler et qui peuvent coûter très cher sur le plan financier et, plus généralement, sur le plan économique. Je pense donc qu'il y a vraiment de quoi être inquiet.