

HUR KYUNG-WOOK

Président du Korean Bretton Woods Club, président du conseil du Korea Center for International Finance, ancien vice-ministre de la Stratégie et des Finances, ancien économiste au FMI

Jean-Claude Trichet, vice-président de l'Académie des sciences morales et politiques, ancien président de la Banque centrale européenne, gouverneur honoraire de la Banque de France

Je me tourne à présent vers Hur Kyung-Wook, ancien ambassadeur de Corée auprès de l'OCDE et actuellement président du Korean Bretton Woods Club et président du conseil du Korea Center for International Finance.

Hur Kyung-Wook

Merci beaucoup Monsieur le président. Je souhaiterais faire deux commentaires, un sur la politique monétaire des pays avancés en général et la question de savoir s'ils pourront atteindre l'objectif d'inflation à 2 %, et le deuxième plus particulièrement sur l'expérience coréenne de gestion de la crise actuelle.

Sur la politique monétaire mondiale, je pense qu'il y a un réel danger de resserrage excessif plutôt que de manque de resserrage. Il y a plusieurs raisons pour cela, la première étant qu'il semble que toutes les banques centrales des pays avancés fassent leur propre resserrage sans aucune coordination entre elles. Quand chaque pays fait son propre resserrage, cela tue également la demande des autres pays, donc tout cela peut amener à un excès de resserrage.

Le deuxième point est un peu lié à ce que le professeur Frieden a mentionné sur la coordination entre la politique monétaire et la politique fiscale. Normalement, l'idée est de réduire l'inflation en resserrant à la fois la politique monétaire et la politique fiscale. Cependant, en cette instance, à cause de l'augmentation très rapide des taux d'intérêt, il y a des groupes vulnérables dans la société qui sont en danger et cela nécessite probablement plus de soutien du volet fiscal. En outre, nous parlons de l'Inflation Reduction Act des États-Unis et la même chose a été mentionnée pour l'Europe, le Japon et même la Corée, car l'industrie des puces ou l'industrie des véhicules électriques va nécessiter du soutien fiscal. Un autre élément sont les coûts d'adaptation au changement climatique. Nous savons tous après la COP 27 que nous sommes en retard par rapport aux objectifs, donc il va y avoir une forte demande pour du soutien fiscal. Quand le volet monétaire se resserre, même avec les meilleures intentions gouvernementales, il y a de nombreux domaines qui nécessitent un cadre fiscal. Si le resserrage est effectué sur le versant monétaire seul, on peut finir avec un excès de resserrage plutôt qu'un excès de souplesse.

Le troisième point porte sur l'aspect comportemental. Nous savons tous que la Fed était en retard dès le début, ils ont dit que c'était transitoire, donc ils avaient environ six mois de retard. D'un point de vue comportemental, il y a alors une tendance à la surcompensation. Tous les pays connaissent ce fameux décalage sur les politiques monétaires véritablement efficaces, et sont donc à risque de surcompenser.

Un dernier point, qui est également lié à la Corée, c'est le canal des opérations de change qui requiert également un excès de resserrage. Quand on regarde l'ensemble des éléments concernés, nous pourrions peut-être atteindre l'objectif d'inflation, mais il est plus probable que nous créions une récession plus grande que celle prévue initialement par les dernières estimations du FMI.

Concernant l'expérience coréenne, le point que je souhaite aborder, c'est l'année mouvementée que nous avons connu sur le marché des changes. D'avril à octobre, pendant six à sept mois, le won sud-coréen a déprécié sur les marchés de change de 18 % par rapport au dollar. Nous avons fait quasiment tout ce qui était conseillé pendant la crise financière asiatique et la crise financière mondiale. Nous avons construit d'énormes réserves de change pour plus de 430 milliards de dollars, nous avons également des actifs nets étrangers pour environ 400 milliards de dollars et notre dette à court terme contre nos réserves est d'environ 40 %. Nous avons de la gestion du capital, des mesures macroprudentielles, donc tous ces éléments sont en place, mais quand votre taux de change se déprécie de 18 % sur une courte période de six ou sept mois, il n'est pas possible d'absorber ces chocs. Le marché est alors très inquiet et soudainement le monde des affaires doit gérer une énorme incertitude, des taux d'intérêt élevés, un dollar haut, un superdollar et ensuite une forte inflation, et il n'y a aucun moyen de savoir où cela va finir. Finalement, à cause de tous ces changements et attentes sur le marché, à partir de novembre quand le dollar a commencé à déprécier, en d'autres termes le won sud-coréen a apprécié d'environ 7 à 8 %, ce qui a effectivement calmé le marché. Cependant, jusqu'en novembre, si vous regardiez les chiffres et le fardeau que cela plaçait sur la politique monétaire, cela a entraîné des hausses de prix de l'énergie et de l'alimentaire sur toute la première moitié de l'année. Avec cette dépréciation qui a suivi, on arrive à 80 % de notre inflation de prix d'achat qui vient d'outremer.

Il est très difficile pour le versant monétaire d'établir une politique fondée sur ce type de situation. Nous avons une crise de liquidités qui arrive sur le marché. De nombreuses entreprises font face à des difficultés mais il y a également la pression de l'inflation, qui vient non seulement de l'augmentation des prix des marchandises mais est exagérée par ce taux de change. En octobre, nous avons reçu des instructions détaillées pour établir un objectif modéré avec peut-être 25 points de base, mais nous avons fini avec 50 points de base. C'est exactement mon argument : par le canal du change, certaines autorités monétaires se retrouvent avec un resserrage plus important que prévu ou que la situation locale ne l'exige. Un autre élément de cette discussion est illustré par le gouverneur de notre banque centrale qui déclare que l'institution qu'il dirige est indépendante du gouvernement mais pas de la Réserve fédérale. En temps normal, nous pouvons suivre la Réserve fédérale avec tout son flux de capitaux, mais comme je l'ai dit, personne ne peut gérer 18 % de dépréciation pendant six mois et il y a une énorme pression de la part des entreprises et de la politique pour arriver à un arrangement avec la Fed. Il est vrai que nous avons un arrangement pendant la crise financière mondiale : neuf pays avec une monnaie non convertible ont reçu cette bouée de



secours, pas tant pour l'argent que pour ancrer la confiance. La Fed a également proposé une aide de façon unilatérale pendant la pandémie de 2020 à 2021. Cependant, le moment n'est sans doute pas le meilleur pour ça à l'heure actuelle et même si nous avons demandé un accord swap avec la Fed, je ne pense pas qu'ils vont l'accepter. Avec de tels bouleversements sur les marchés de change, je reste convaincu qu'il faut une structure pour que les pays à monnaie non convertible sachent s'ils peuvent accéder de façon raisonnable à l'aide de la Réserve fédérale. Une telle structure n'existe pas. La dernière fois que la Fed a aidé ces pays, elle l'a fait de façon unilatérale pendant la pandémie. Nous avons donc probablement là un vide dans l'architecture financière internationale.

Jean-Claude Trichet

Merci beaucoup. Pour être sûr que je comprenne parfaitement votre propos, il y a eu une période, si j'ai bien compris, de dépréciation du dollar américain de 18 %. Appréciation du dollar américain. Puis vous avez parlé d'année mouvementée, donc à un moment la situation était inversée.

Hur Kyung-Wook

Plus de 8 % en juste un mois.

Jean-Claude Trichet

Donc d'abord une dépréciation, que nous comprenons plutôt bien car vous n'avez pas augmenté les taux d'intérêt et la Fed américaine l'a fait massivement avec un décalage.

Hur Kyung-Wook

Exactement.

Jean-Claude Trichet

Ce n'est évidemment pas très surprenant, si je comprends bien la constellation de taux d'intérêt entre les États-Unis et la Corée. Puis récemment il y a eu une sorte de rattrapage. Est-il vrai que vous vouliez un swap pour corriger le fait qu'il y avait une différence substantielle de taux d'intérêt ?

Hur Kyung-Wook

Non. En termes de taux de change effectif, vous avez évoqué à l'instant le moment où la Fed a resserré très rapidement et les taux d'intérêt coréens ont également commencé à suivre, malgré la dépréciation du won sud-coréen à 18 % en six à sept mois à cause de la vitesse du resserrage. Et cela même alors que les autorités coréennes faisaient de leur mieux pour convaincre les marchés que tout allait fondamentalement bien, que la région allait bien, et que le problème n'était pas le won sud-coréen mais la vitesse de resserrage de la Fed. Cela n'a pas calmé le marché car si vous êtes dans le milieu des affaires et que vous voyez le taux d'intérêt et l'inflation s'envoler, cela vous inquiète, encore plus dans la mesure où nous sommes un pays très dépendant pour l'énergie et l'alimentaire.



Jean-Claude Trichet

J'ai compris votre démonstration, merci, c'est très clair.