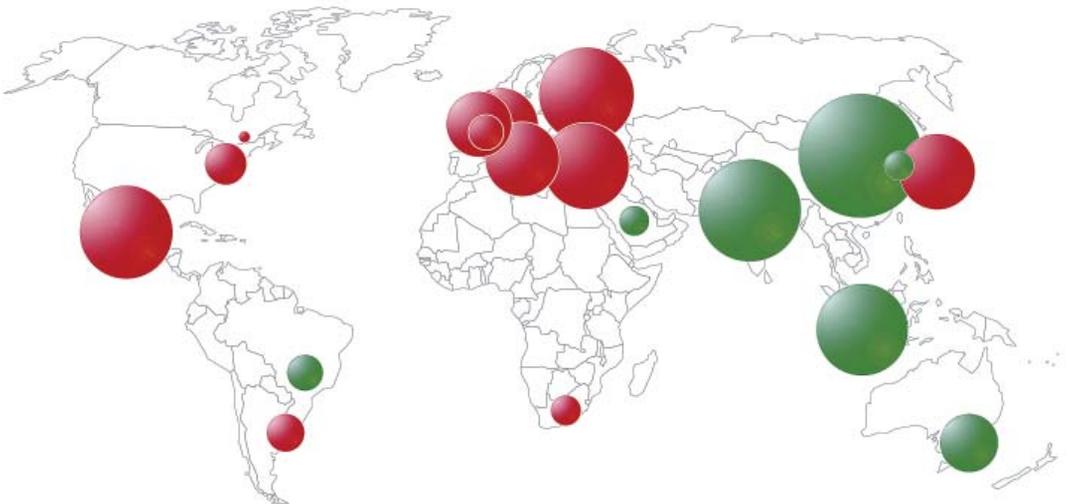


Chroniques de la crise

Coordonné par
Gunther Capelle-Blancard



Chroniques de la crise



S O M M A I R E

Préface	5
C. BARTHOLIN, G. CAPELLE-BLANCARD	
I. Conjoncture et marchés financiers : perspectives 2008-2009, la fin d'un cycle	7
A. BÉNASSY-QUÉRÉ, M. MARCUSSEN	
II. Crise des subprimes et révélations des risques bancaires et financiers ..	17
A. BÉNASSY-QUÉRÉ, P. ARTUS, H. REYNIER	
III. Crise et restructuration financière mondiale : points de vue franco-allemands	29
R. SÈVE, A. BÉNASSY-QUÉRÉ, P. MENTRÉ, S. KOOTH, E. FASTEN, C. STOFFAËS, D. GROS, E. CHANEY, C. DE BOISSIEU	
IV. L'Europe face à la crise	53
A. BÉNASSY-QUÉRÉ, E. NIELSEN	
V. Que peut-on attendre du G20 en termes de régulation et de gouvernance ?	65
A. BÉNASSY-QUÉRÉ, M. AGLIETTA, P. JAILLET, P. ALLARD	
VI. Perspectives économiques régionales pour l'Europe	75
A. BÉNASSY-QUÉRÉ, M. BELKA, E. ZOLI, N. VALLA	
VII. Notation : comment retrouver la confiance ?	89
G. CAPELLE-BLANCARD, M. AGLIETTA	
VIII. Le G20 : que peut-on en attendre ?	105
A. BÉNASSY-QUÉRÉ, O. HAVRYLCHYK, R. KUMAR, J. PISANI-FERRY	
IX. A-t-on définitivement évité le pire ?	113
J. FRIEDEN, J. MISTRAL, P. ALLARD, G. CAPELLE-BLANCARD	
X. Les économies en développement et la crise	121
G. NICOLETTI, R. BLAVY	
Présidents de séances et intervenants	131
Dates des séances	133

Préface

par Chantal Bartholin et Gunther Capelle-Blancard¹

Le Club du CEPII développe des liens privilégiés entre le CEPII (Centre d'études prospectives et d'informations internationales), les entreprises, les institutions financières, et les organisations professionnelles ou syndicales. Il permet à ses adhérents de bénéficier de l'expertise et du réseau du CEPII en proposant régulièrement des conférences, déjeuners-débats, cycles de réunions, etc. C'est ainsi qu'il a organisé en 2008-2009 une série de dix conférences sur le thème : « Crise financière et crise réelle ».

La crise des *subprimes*, initiée aux Etats-Unis en juillet 2007, a touché de plein fouet les pays occidentaux et entraîné dans son sillage les grands émergents pour déboucher sur une crise mondiale d'une gravité sans précédent depuis la Grande Crise des années 1930. Cette crise, qui a notamment conduit à la faillite Lehman Brothers, a bouleversé l'économie mondiale, profondément remis en cause ses équilibres, ses modes de fonctionnement et ses perspectives de croissance. La crise financière mondiale nous a rappelé, dès l'automne 2008, que les interdépendances financières sont extrêmement fortes et que les grandes économies émergentes ne sont pas (encore) capables de tirer la croissance du reste du monde. Cette crise tentaculaire a suscité de nombreuses inquiétudes dans bien des domaines : risques bancaires et financiers, divergences de comportement des Européens face à la crise, nécessaires restructurations financières mondiales, attentes d'un G20 en termes de régulation et de gouvernance, perspectives économiques européennes dans une période d'après crise, rôle de la notation face à la perte de confiance, etc.

Face à ces questions, l'objectif des séances proposées était double. D'une part, faire partager l'expertise du CEPII en mettant à disposition le fruit de son expérience, ses instruments d'analyse et les réseaux qu'il a su tisser avec des experts français et étrangers. D'autre part, réfléchir à partir d'une information sérieuse et fiable, sur un thème dont les enjeux concernent tous les acteurs économiques et dont l'importance n'est pas à démontrer.

¹ Chantal Bartholin, Secrétaire général du Club du CEPII et responsable de la communication au CEPII ; Gunther Capelle-Blancard, directeur-adjoint du CEPII.

Cette veille a donné lieu à dix séances entre mars 2008 et novembre 2009, organisées par Agnès Bénassy-Quéré et Chantal Bartholin. Les thèmes retenus ont été développés et discutés avec des experts reconnus internationalement pour leurs compétences, et invités à venir, parfois de loin, partager leur connaissance. Le Club a, ainsi, reçu une vingtaine d'intervenants français et étrangers. Ce cycle a en outre réuni des représentants des différents milieux académiques et de l'administration française (Ministère des Affaires Etrangères et Européennes, Ministère de l'Economie, de l'Industrie et de l'Emploi), des dirigeants d'entreprises (grandes entreprises industrielles, institutions financières, sociétés de service), des représentants des organisations internationales et des divers organismes impliqués dans la prise de décision dans un contexte de crise.

Les actes de ces séances font l'objet de cette publication¹ qui présente un éventail – non exhaustif – de réflexions sur les grands enjeux et enseignements à tirer de la crise. Ont ainsi été traités les thèmes suivants : crise des *subprimes* et révélations des risques bancaires financiers ; crise et restructuration financière mondiale : points de vue franco-allemands ; l'Europe face à la crise ; que peut-on attendre du G20 en termes de régulation et de gouvernance ? perspectives économiques régionales pour l'Europe ; notation : comment retrouver la confiance ? le G20 n'est pas un G7 à vingt ; a-t-on définitivement évité le pire ? la politique économique intérieure et internationale de la reprise ; les économies en développement et la crise.

Le succès de ce cycle doit naturellement beaucoup à la qualité des intervenants que le Club du CEPII remercie vivement, ainsi qu'aux nombreux participants qui ont contribué aux débats. Le Club du CEPII remercie également le Centre d'analyse stratégique pour son accueil et l'impression de cet ouvrage, le Conseil d'Analyse Economique franco-allemand (CAEFA), le FMI, la Coface, l'IFRI et l'OCDE pour leur partenariat et, également, Benjamin Carton, Thomas Chapuis, Oléna Havrylchyk, David Khoudour-Castéras et Laurence Nayman (CEPII) pour la rédaction des actes des différentes rencontres repris fidèlement dans cet ouvrage ainsi que Jordan Roulleau-Pasdeloup pour la cartographie et Pascale Dieu pour la réalisation de cette publication.

1 Cette synthèse fait suite à « Dix grandes questions sur la Chine », avril 2007 et « Onze questions sur les grandes économies émergentes », avril 2009, ouvrages disponibles sur le site du Club.

Conjoncture et marché financiers : perspectives 2008-2009, la fin d'un cycle

Au regard des derniers développements économiques et financiers, les années 2007-2008 marqueront-elles un changement de tendance majeur pour l'économie mondiale, après celui de 2001 ?

Lors de cette séance du 20 février 2008, Michala Marcussen, responsable de la stratégie et de la recherche économique chez Société Générale Asset Management, nous cite plusieurs événements qui invitent à le penser : i) la fin de l'abondance des liquidités, ii) une plus grande attention quant à la transparence en matière de régulation, iii) un changement dans la croissance de la Chine qui devient moins productiviste pour privilégier la montée en gamme, iv) une demande d'énergie croissante et les risques liés au réchauffement climatique, v) l'accroissement des inégalités, et vi) le besoin de relancer les réformes en Europe.

L'ensemble de ces facteurs contribueront pour une large part à façonner les perspectives de l'économie mondiale et des marchés financiers de ces prochaines années.

AGNÈS BÉNASSY-QUÉRÉ

En ce début d'année 2008, l'économie mondiale fait face à une situation mouventée. Le second semestre 2007 a vu l'extension du choc financier ayant pris son origine dans le secteur du crédit hypothécaire aux Etats-Unis. Des problèmes structurels du système financier s'étant révélés à l'occasion, l'ampleur de la transmission de ce choc aux autres économies est encore incertaine. Les autorités américaines ont pris des mesures fortes en ce tout début d'année (baisse des taux d'intérêt, plan de relance budgétaire).

MICHALA MARCUSSEN

1. La période 2001-2007

Il est important de repérer les points de retournement dans l'économie mondiale, même s'il s'agit là d'un exercice difficile. Mais, plusieurs indices font penser que l'économie mondiale connaît aujourd'hui un point de retournement.

Le dernier en date remonte au début des années 2000. Il a été marqué par l'éclatement de la bulle informatique, les événements du 11 septembre qui ont entamé les bénéfices de la paix, un durcissement de la réglementation financière (Sarbanes-Oxley, comptabilité des fonds de retraites), l'entrée de la Chine dans l'OMC, la création de l'euro. Tout cela a constitué un environnement économique nouveau pour les entreprises.

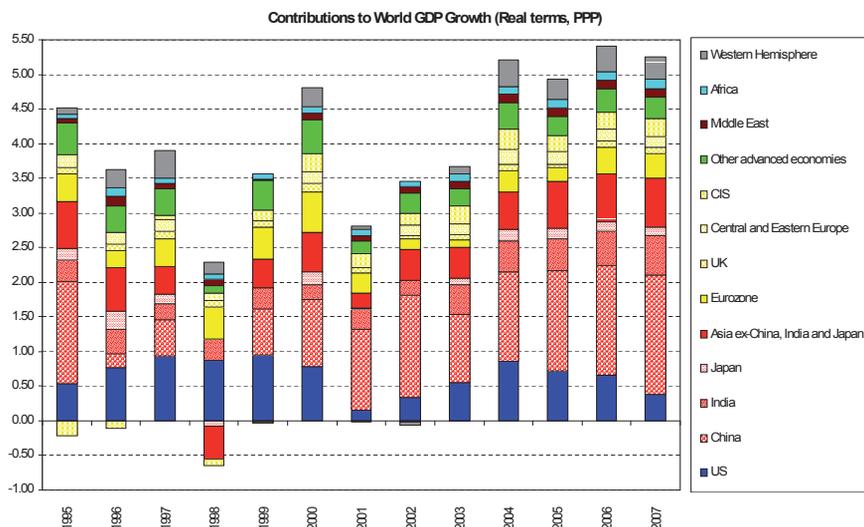
La période ouverte par ce point de retournement a été caractérisée par l'abondance des liquidités (niveau très bas des taux de la Fed, et accumulation de réserves de change en Asie), les derniers développements étant la montée en puissance des fonds souverains.

Par ailleurs, les pays à faible croissance n'ont pas été inertes durant cette période. Le Japon a commencé à préparer les conditions de la sortie de déflation (hausse du prix des actifs immobiliers, redémarrage du marché du travail qui pourrait amorcer un rééquilibrage du partage de la valeur ajoutée, restructuration de la capitalisation des entreprises avec une baisse des détentions croisées et une entrée des actionnaires étrangers). Les réformes structurelles en Europe ont avancé.

Ce contexte a permis une croissance mondiale exceptionnelle pour beaucoup tirée par les consommateurs américains qui s'est accompagnée d'un appétit croissant pour les titres américains (beaucoup de titres du Trésor depuis 2001, mais aussi beaucoup de corporate... et de *subprime* aussi). Il faut noter éga-

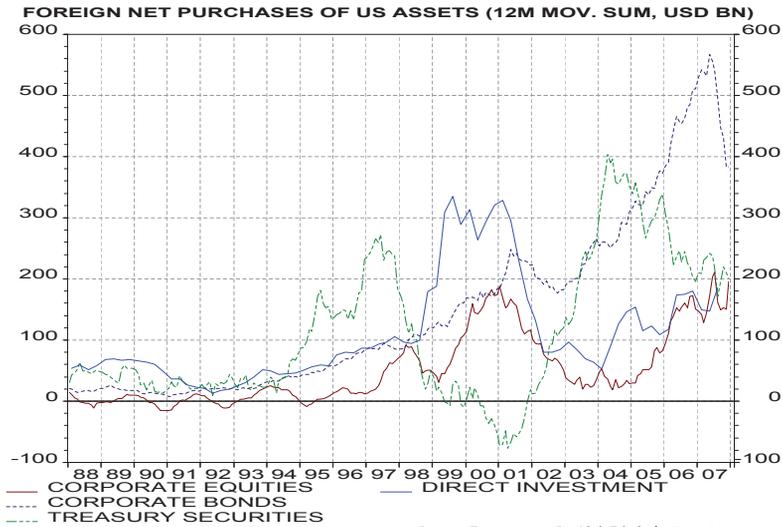
lément un certain aveuglement des investisseurs qui ont fait comme s'il était possible d'avoir des rendements élevés sans risques.

Exceptional global growth...



Source: IMF, GGDC and Société Générale Asset Management.

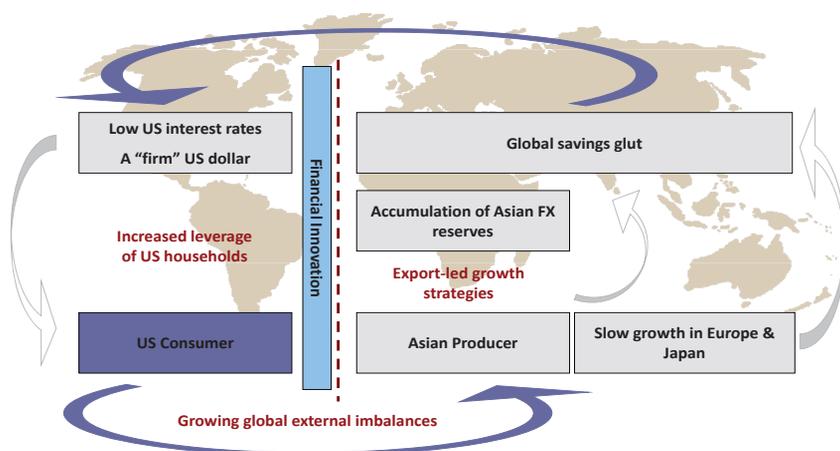
...and an exceptional appetite to lend money to the US



2. Modification du circuit financier global

La circulation financière caractéristique des déséquilibres mondiaux et créatrice de liquidités abondantes s'épuise.

The "Monetary Gulf Stream"



Source: Société Générale Asset Management.

2.1. Moins de liquidités

On observe surtout une réapparition du risque de liquidité. D'abord concentré sur les banques depuis l'été 2007, celui-ci se reporte sur les autres compartiments de marché (hausse du *spread corporate* par exemple).

Point de retournement ? Le risque de liquidité apparaît : les agents ont du mal à se refinancer avec des *spreads corporate*. On peut craindre l'apparition de défauts liée à l'assèchement des liquidités. La Fed a très fortement joué le rôle de prêteur en dernier ressort avec une accélération sensible des mesures début 2008.

2.2. Le marché immobilier américain

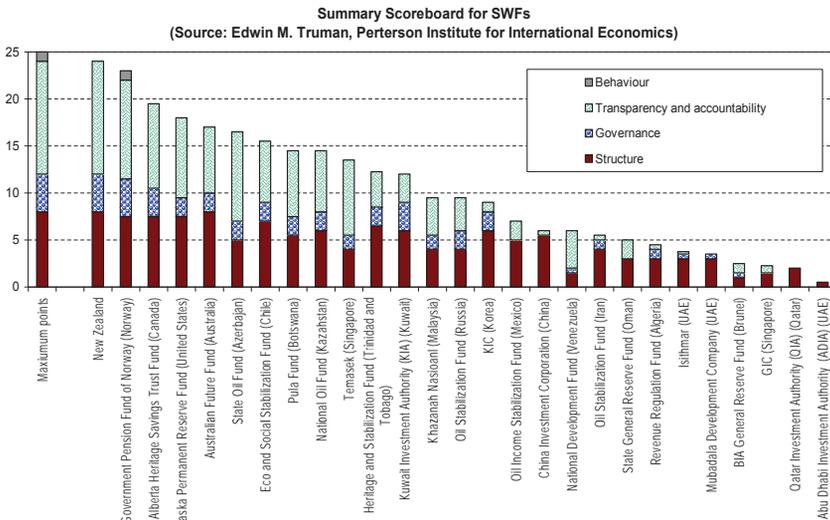
Ces apports de liquidité n'ont pas empêché que le problème des *subprimes* change de nature. Il faut moins craindre aujourd'hui le risque de cessation de paiement des remboursements des crédits sur l'immobilier des ménages que de la vente de leurs biens immobiliers lorsque sa valeur est plus faible que l'encours de crédit. Ce phénomène accélère la baisse des prix immobiliers. On peut noter qu'au cours des dernières années, la part des ménages possédant leur logement est passée de 65% à 70% (une partie importante de la hausse étant

financée par les prêts *subprime*) et que nombre des nouveaux propriétaires ne sont structurellement pas capables de l'être.

2.3. Les *monoliners*, nouvelles victimes

Le risque se concentre aujourd'hui sur les *monoliners* (réhausseurs de crédit) qui doivent très rapidement trouver les fonds propres nécessaires pour se refinancer. Plusieurs scénarios sont possibles. Aujourd'hui le plus probable est un scénario à la LTCM où des agents privés viennent les recapitaliser. Mais peu ont les moyens financiers pour le faire – je ne connais pas d'estimations fiables du montant total à recapitaliser – et les fonds souverains pourraient être de bons candidats (ils ont déjà recapitalisé les banques). Toutefois, la plupart des fonds souverains des pays à forts excédents courants (producteurs de pétrole et de gaz, pays asiatiques) n'offrent pas les garanties de transparence les meilleures. Des mesures semblables à celles prises en faveur des compagnies aériennes après le 11 septembre pourraient être envisagées mais cela pose un problème d'aléa moral et d'utilisation de l'argent du contribuable américain.

SWFs generally suffer from weak governance and low transparency

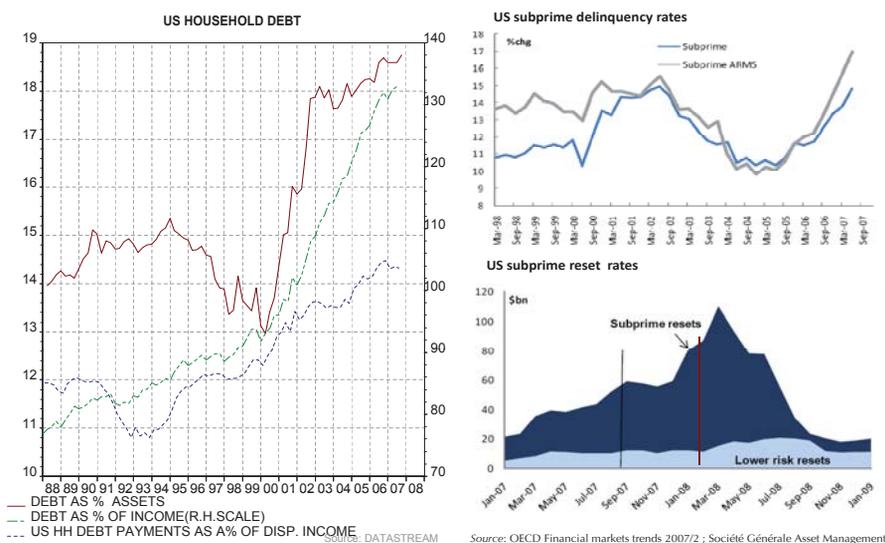


Source: Société Générale Asset Management.

2.4. La politique macro-économique américaine

Face au resserrement de l'offre de crédit, la baisse des taux d'intérêt est beaucoup moins efficace aujourd'hui qu'elle ne l'a été en 2002-2003, en particulier parce que les ménages sont aujourd'hui très endettés et parce que les prix immobiliers sont sur une tendance baissière. Mais l'effet sur le taux de change et les exportations n'est pas négligeable (le taux de change est généralement contra-cyclique aux Etats-Unis alors qu'il est pro-cyclique en Europe).

Monetary policy transmission – the interest rate channel will be less effective than in 2001/02



Les finances fédérales sont aujourd'hui dans un état relativement bon malgré le coût de la guerre en Irak (les revenus de l'imposition des entreprises sont comparables à ce coût). Une relance budgétaire est possible. Est-elle pour autant souhaitable ? L'expérience de 2001-2002 a montré une grande efficacité des mesures en vigueur, en particulier les baisses d'impôts des ménages. Aujourd'hui, une baisse d'impôts sur les entreprises pour faciliter le financement de l'investissement pourrait convenir, à condition que ces entreprises aient suffisamment confiance dans la croissance à venir.

2.5. Changement de régime en Asie

L'Asie pourrait autonomiser sa croissance vis-à-vis de celle des Etats-Unis par le besoin très important en infrastructures et l'arrivée d'une nouvelle classe de consommateurs. Mais il n'est pas sûr qu'elle puisse constituer un moteur pour

l'économie mondiale. En Chine, le taux de pauvreté a baissé mais les inégalités augmentent. Le climat d'instabilité se traduit aujourd'hui par une recrudescence des émeutes, qui sont de plus en plus organisées. Cela constitue un défi important pour les autorités. A l'avenir, on devrait voir monter en puissance une économie tournée vers une production plus qualitative.

2.6. L'inflation mondiale

L'émergence de la Chine et de l'Inde et le rattrapage de leur niveau de vie devraient accroître considérablement la demande d'énergie et pousser à la hausse le prix des produits agricoles (changement des habitudes alimentaires, besoins pour nourrir les élevages, utilisation de ressources agricoles pour produire de l'énergie). L'impact désinflationniste de ces pays devrait disparaître. A terme, le vieillissement de la population sera aussi un facteur inflationniste.

2.7. Le climat

Les effets à long terme seront très coûteux ; tant sur la production (plusieurs points de PIB) que sur l'état de santé des populations, les risques accrus de catastrophes naturelles, les conflits engendrés et les migrations de population.

2.8. Les réformes en Europe

Les réformes structurelles avancent en Europe, même si le rythme peut paraître très lent. La France s'engage de plus en plus dans des réformes structurelles, mais le problème principal – le taux d'emploi des seniors – nécessite encore de faire changer les comportements (entreprises, etc.). L'Allemagne a déjà fait beaucoup de réformes et pourrait revenir sur certaines d'entre elles. Le degré de concurrence sur le marché des biens continue à progresser en Europe. La spécialisation à l'exportation tant géographique que sectorielle de l'Union européenne n'est pas suffisamment orientée sur les marchés à forte croissance, sauf pour l'Allemagne.

3. Conclusion

Nous sommes à un nouveau point d'inflexion marqué principalement par la fin de « l'argent facile » et la révision de l'appréciation du risque. Mais il y aura de nouvelles bulles à l'avenir. Il reste des opportunités sur le marché des actions avec des valorisations intéressantes et une catégorie de risque très identifiée. Nous entrons aussi dans la période asiatique. L'Afrique pourrait voir venir son tour (ressources naturelles, valorisation des terres en accroissant la productivité agricole), mais pas dans l'immédiat.

Débat

Agnès Bénassy-Quéré : L'autonomisation de la croissance en Asie n'est pas encore visible, le taux d'épargne reste très élevé, en particulier quand il est lié à un système financier peu développé. Qu'en pensez-vous ?

Michala Marcussen : C'est exact, même si les réformes actuelles (système de retraite) devraient à terme permettre une baisse de ce taux d'épargne, et l'on observe une hausse de l'achat des biens durables. Par ailleurs, une partie importante de l'épargne provient des entreprises.

Michel Aglietta : La hausse du prix des produits agricoles rééquilibre la distribution des revenus entre les villes et les campagnes et constitue une dynamique très importante en Chine.

Michel Aglietta : Vous signalez les risques de liquidité, mais pour beaucoup d'établissements financiers, le problème est de trouver des fonds propres, de se recapitaliser après les pertes importantes qu'ils ont subies. A cela, les banques centrales ne peuvent rien. Quel est votre avis ?

MM : Je suis tout à fait d'accord. Les deux problèmes de liquidités et de fonds propres sont imbriqués.

Xavier Bonnet : Croyez-vous au discours de la Fed qui consiste à dire que la baisse de l'inflation viendrait du ralentissement de la hausse des loyers ?

MM : Je pense plutôt que le retour sur le marché locatif des ex propriétaires devrait continuer à soutenir les loyers.

Agnès Bénassy-Quéré : Ne peut-on pas imaginer que les maisons mises en ventes soient achetées pour location ce qui permettrait de faire baisser les loyers ?

Michel Aglietta : Ce n'est pas le métier des banques d'être agents immobiliers et de louer des maisons. Elles veulent reconstituer leur capital.

La relance monétaire a été très efficace en 2002-2003, et semble l'être moins aujourd'hui. Voit-on un découplage de l'économie réelle ?

MM : Je pense très fortement que le système financier est indispensable pour l'économie et ce d'autant plus que le niveau d'endettement est élevé. Il faut qu'il se remette de la crise. Il y a aujourd'hui le risque qu'un retour de balancier conduise à une sur-réglementation bancaire et financière. La désintermé-

tion n'est pas une mauvaise chose en soi. Faut-il réglementer plus les *hedge funds* ? Le crédit est très important depuis quelques années dans certains pays émergents et cela ne peut pas se prolonger indéfiniment. Les anciens pays du bloc soviétique sont plus fragiles à un retournement de conjoncture aujourd'hui que les nouveaux Etats membres car la réglementation bancaire n'a pas suivi le développement du crédit.

Agnès Bénassy-Quéré : Que pensez-vous des optimistes qui pensent que l'action vigoureuse des autorités va permettre de faire sortir les Etats-Unis de la récession dès fin 2008 sachant qu'en moyenne les récessions américaines durent 12 mois ?

MM : Il faut me compter parmi ces optimistes. Mais je ne pense pas que les Etats-Unis retrouvent rapidement un taux de croissance de 3%. Si l'économie américaine va plus mal, il est possible que les autres pays baissent leurs taux et que le dollar monte.

Françoise Lemoine : Le découplage est-il crédible ? Les exportations nettes contribuent pour 2 à 3 points à la croissance en Chine, le ralentissement économique pourrait être mesuré. Mais je ne vois pas aujourd'hui les pays asiatiques tirer la croissance du reste du monde : la consommation croît moins vite que le PIB, la croissance plus qualitative n'est pas encore visible.

MM : Je suis d'accord. Mais je vois au travers de certains signes que cela pourrait changer dans les prochaines années.

Xavier Bonnet : N'y a-t-il pas un autre canal par lequel le ralentissement américain pourrait toucher les pays asiatiques si le volume d'IDE diminue ?

Françoise Lemoine) : Le volume des IDE dans l'investissement des pays asiatiques reste très faible.

MM : Je pense surtout que cela ralentirait les transferts technologiques vers ces pays qui en ont beaucoup besoin.

Crise des *subprimes* et révélations des risques bancaires et financiers

La crise du crédit immobilier américain, apparue en juillet 2007, a révélé un certain nombre de faiblesses des systèmes financiers occidentaux.

La titrisation, qui a permis d'étendre très largement le champ d'action des banques, a conduit à sous-estimer massivement les risques à leur bilan.

La complexité des produits financiers et de leurs circuits d'échange a rendu très difficile une évaluation correcte des risques et a accentué la défiance sur le marché inter-bancaire.

Clé de voûte du système de titrisation, les agences de notation sont elles aussi en cause aujourd'hui, tout comme le système d'évaluation des risques bancaires fondé sur les modèles d'évaluation internes.

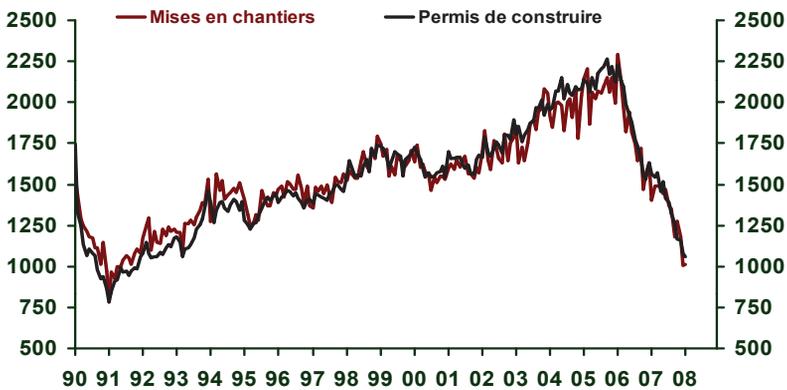
À l'heure où la crise financière s'étend au secteur des assurances et où les institutions financières internationales, européennes et nationales recherchent des solutions pour réformer et compléter le système de surveillance là où il s'est révélé absent ou distorsif, cette séance du 12 mars 2008 vise à faire le point sur la situation et les voies d'évolution tant sur les faiblesses structurelles du système financier international que sur les solutions en termes de régulation. Pour cela, le Club du Cepii a décidé de confronter le point de vue des banquiers illustrés par Patrick Artus, directeur des études économiques et de la recherche chez Natixis, et celui des régulateurs, représentés par Hubert Reynier, secrétaire général adjoint à l'autorité des marchés financiers.

1. Le point de vue du banquier

1.1. Causes de la crise

L'origine de la crise fut une banale surproduction dans le secteur immobilier. Le stock de maisons invendues n'a cessé d'augmenter depuis 2003 et cet excès d'offre a entraîné depuis mi-2006 une correction forte à la fois en volume et en prix avec une très forte baisse de l'investissement suivie d'une baisse du prix des maisons.

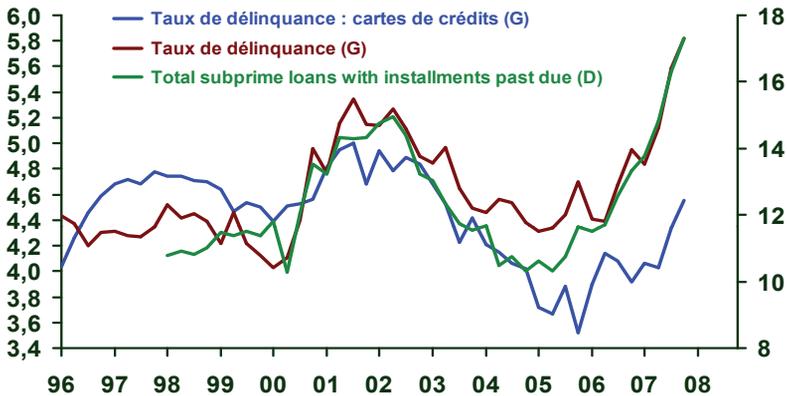
Etats-Unis : prix des maisons, taux de défaut et crédits aux ménages



Source : NAPM.

La fin des plus-values immobilières a conduit à une baisse du crédit aux ménages (arrêt du mécanisme de crédit rechargeable). Les défauts de paiement augmentent lorsque les crédits 2/28 (2 ans à taux zéro et 28 ans à taux variable) arrivent à maturité de deux ans. Ceci accompagne l'apparition de faillites personnelles.

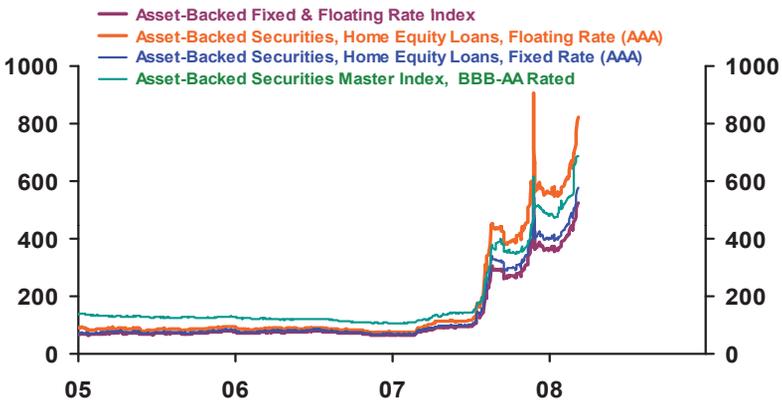
Etats-Unis : taux de défaut des crédits hypothécaires (en %)



Source : Fed, Debt services.

La crise se transmet à tous les produits basés sur les crédits immobiliers (ABX). Même les dérivés de bonne qualité sont touchés et le marché valorise le crédit à environ la moitié de sa valeur « raisonnable ». La crise se propage à toute la gamme de dérivés de crédits (obligations d'entreprises, crédit auto) avec des hausses de *spreads* de 100 à 600 points de base.

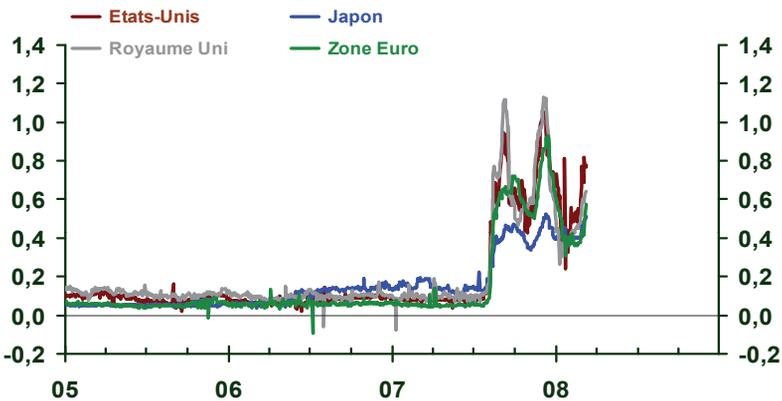
Etats-Unis : indices ABS (spreads OAS, pb)



Source : Bloomberg.

La contagion touche petit à petit tous les produits risqués (bourses, tous *spreads* de crédit) même si les taux de défaut sont très bas aujourd'hui. La bonne qualité financière n'empêche pas la hausse des *spreads*. La hausse des *spreads* touche aussi le marché interbancaire à 3 mois. On voit alors un phénomène d'extension généralisée de la défiance des marchés.

Écart taux 3 mois interbancaire moins taux swap à 3 mois



Source : Datastream.

Pour autant, il reste beaucoup de liquidités mondiales. Les investisseurs désertent petit à petit les classes d'actifs risquées et cherchent chaque fois une nouvelle classe d'actifs décorrélée des *subprimes*. Les bourses des pays émergents dans un premier temps (jusqu'à décembre 2007), suivies par les matières premières (pétrole, blé, puis dérivés du prix du porc !)

1.2. Conséquences de la crise

Il y a un rejet massif des actifs complexes et une forte demande de transparence. Deux raisons à cela. Les produits complexes sont impossibles à valoriser correctement et les détenteurs en dernier ressort d'une créance sont inconnus à cause de la multiplication des intermédiaires et de la complexité des titres. On devrait durablement retenir des modèles plus simples à l'avenir.

A l'avenir, les crédits seront plus gourmands en capital bancaire car le processus de titrisation permettait de faire du crédit sans fond propres. Les rendements attendus devraient être plus faibles.

Avant la crise, le processus de crédit reposait sur i) une base monétaire mondiale qui augmentait de 15% par an (beaucoup de réserves de change) permettant 11 000 milliards de dollars de crédit supplémentaire par an (multiplicateur de 8) ; ii) une titrisation très forte dans les pays anglo-saxons (70% de leur encours de crédit) qui permettait de faire du crédit en étant économe en fonds propres ; iii) des rendements des dérivés de crédits très importants grâce à un effet de levier (rendements de 15 à 20% alors que le sous-jacent n'excédait pas 9 %).

Aujourd'hui, l'effet de levier ne joue plus et la titrisation a disparu. Faire du crédit nécessite des augmentations de capital (150 milliards par an auraient été nécessaires pour satisfaire Bâle 2). À une recapitalisation dans l'urgence des grandes banques d'investissement (qui portaient une partie importante du risque) devra succéder une recapitalisation qui se fera sur le long terme pour maintenir une croissance forte du crédit à l'avenir.

1.3. L'avenir de la titrisation

L'argument traditionnel en faveur de la titrisation est qu'il vaut mieux disperser les risques. Sans cette titrisation, et en supposant que le volume de crédit eût été équivalent, le secteur de la banque de détail aurait été très sinistré (les problèmes sont concentrés dans les banques d'investissement qui ont fait de la titrisation et de la structuration ; les banques de détail n'ont pas trop souffert). En revanche, l'avantage informationnel est nul (les investisseurs ont moins d'information sur le risque de crédit que la banque qui a initié le crédit). Le partage optimal devrait maintenir une partie significative du risque dans les banques de détail.

1.4. Les problèmes de la régulation

La dissémination spatiale des marchés de dérivés de crédit est une difficulté importante (véhicules *offshore*) créant des incertitudes juridiques.

La crise s'accompagne d'une sous-évaluation manifeste de nombreux actifs par le marché. Cela introduit un mécanisme procyclique à cause des règles comptables de valorisation au prix du marché (*mark to market*) qui font que du capital bancaire est détruit lors des récessions. La difficulté pourrait s'accroître à l'avenir car « Solvency 2 » étend ces mécanismes aux assurances et aux *hedge funds*. Le *mark-to-market* a malgré tout des qualités : il évite de « cacher » des mauvaises créances.

1.5. Les banques centrales

Elles agissent comme s'il s'agissait d'une crise de liquidité et non pas de solvabilité. Elles ont massivement et de façon coordonnée introduit de nouvelles liquidités. Mais à part au Royaume-Uni, les banques ne cherchent pas des li-

quidités courtes (24 heures) car leur problème est de se refinancer à long terme. Aucun investisseur ne veut emprunter à court terme pour prêter à long terme et le *pricing* des crédits à long terme n'est pas assuré par le marché.

Les banques centrales comme acheteurs en dernier ressort ? Ce fut le cas dans le passé d'Hong-Kong en 1999. Les banques centrales pourraient orienter les anticipations sur le vrai prix des actifs, être un guide des marchés (avantage informationnel). Face à des *hedge funds* qui vendent quand les prix baissent, il faut une classe d'investisseurs qui achètent quand les prix baissent (investisseurs à long terme) sur les segments risqués.

Prévisions : taux de change / indices boursiers

Taux de change				
	7/3/08	3m	6m	12m
EUR/USD	1,54	1,55	1,52	1,55
USD/JPY	103	100	100	106
GBP/USD	2,01	1,98	1,97	1,93
EUR/JPY	158	155	152	164
EUR/GBP	0,76	0,78	0,77	0,80
EUR/CHF	1,57	1,57	1,56	1,55
EUR/SEK	9,41	9,25	9,20	9,15
EUR/PLN	3,57	3,53	3,52	3,50
EUR/CZK	25,04	26,10	26,00	25,80
EUR/HUF	266	255	257	258
Indices boursiers				
	7/3/08	3m	6m	12m
S&P 500	1 293	1 405	1 472	1 605
<i>perf. cumulée</i>		9%	14%	24%
NIKKEI	12 783	14 000	14 500	15 500
<i>perf. cumulée</i>		10%	13%	21%
EURO STOXX 50	3 577	3 843	4 105	4 630
<i>perf. cumulée</i>		7%	15%	29%
DAX	6 514	6 910	7 380	8 320
<i>perf. cumulée</i>		6%	13%	28%
CAC 40	4 619	5 100	5 400	6 000
<i>perf. cumulée</i>		10%	17%	30%

Source : Natixis.

2. Le point de vue du régulateur

Il s'agit de la première crise de grande ampleur dans le contexte de désintermédiation du marché en vigueur depuis 10 ans. Les trois domaines actuels de réflexion pour les autorités sont :

- La transparence des marchés de gré à gré
- La gestion des risques et des conflits d'intérêt par les acteurs
- La comptabilité et la valorisation des actifs

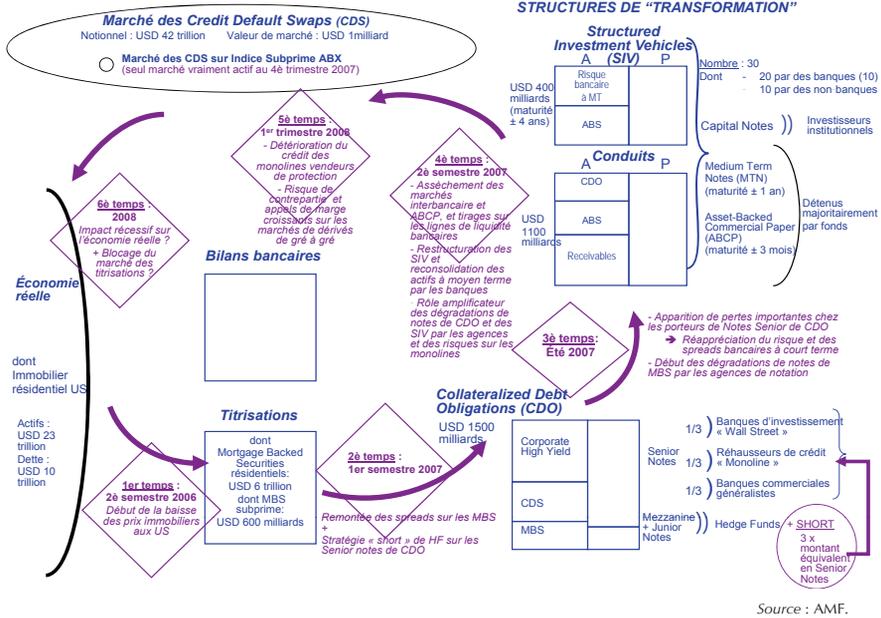
2.1. Les origines de la crise

Le modèle « *originate-to-distribute* » a été un puissant vecteur de développement du marché du crédit au cours des quinze dernières années, avec une accélération remarquable depuis 2005. Ce modèle a engendré depuis trois ans une propagation massive des risques au sein de la sphère financière, à travers des véhicules de titrisation de type RMBS (*Mortgage backed security*) (RMBS *subprime*) et des produits de financement structurés complexes du type CDO (*Collateralised debt obligation*) ou SIV (*Structured investment vehicles*). Une distribution mal maîtrisée de crédits hypothécaires aux Etats-Unis, en haut de cycle du marché immobilier, s'est traduite par une détérioration de la qualité du crédit à partir de la fin 2005.

La crise elle-même a ses prémises financières dès fin 2006 lorsque certains acteurs anticipent un retournement du marché. Sur le marché de la titrisation de crédit, sur les CDO plus précisément, les tranches les plus risquées « *juniors* » étaient majoritairement détenues par des *hedge funds* tandis que les banques d'investissement avaient gardé les meilleurs risques, les « *seniors* ». Au printemps 2007, une sorte de bataille s'engage entre ces deux protagonistes où les *hedge funds* vendent les *seniors* ce qui fait baisser fortement leur prix. Les banques sortent affaiblies de cet épisode.

Les premières conséquences de la crise financière ont été : un arrêt de la titrisation (absence d'investisseurs prêts à financer par des emprunts courts l'achat de produits titrisés), une hausse importante des *spreads* interbancaires (le CDS (*Credit default swap*) est le plus gros marché du monde !) et une forte baisse des achats par effets de levier (LBO (*Leverage buyout*)). En 2008, il est encore difficile d'identifier clairement les effets sur l'économie réelle.

Schéma d'évolution de la crise « Subprime » : 2006-2008



2.2. Transparence

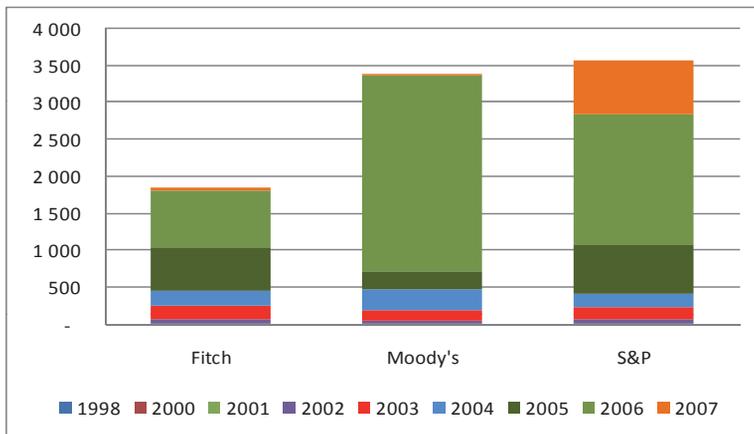
L'information délivrée aux marchés n'a pas été suffisante. Certes, les investisseurs sur ces marchés sont en quasi-totalité « qualifiés », mais des clients peuvent être exposés de manière indirecte aux mêmes risques par le biais de fonds. La réglementation de l'information est trop hétérogène au niveau de chaque marché domestique et la diligence des investisseurs a très certainement été insuffisante.

Le manque de transparence concerne aussi les marchés dérivés de gré à gré. Les transactions de transfert contractuel de risque de crédit sont essentielles au modèle *originate-to-distribute*, en permettant aux acteurs d'acheter et vendre de la protection hors bilan et de fluidifier les processus de titrisation. Ce marché de gré à gré ne bénéficie cependant pas de procédures de traçabilité en ce qui concerne les volumes, les prix, comme les risques de contrepartie résultant de ces opérations. La Fed a commencé à intervenir depuis 3 ans sur les aspects post-marché. L'essentiel des volumes se fait aujourd'hui sur les marchés dérivés des indices ABX, mais l'information sur le sous-jacent est faible.

Enfin, les agences de notation ont échoué à délivrer une information claire aux marchés. Les méthodologies des agences de notation reposent toutes sur le risque de perte moyenne à maturité en cas de défaut, calculé à partir de modèles probabilistes, d'hypothèses sur les différents scénarios de marché et les niveaux de corrélation entre les actifs sous-jacents. La question de la comparabilité de la notation des produits structurés avec celle plus traditionnelle du risque des entreprises se pose donc, vu le degré de dépendance par rapport à la qualité des modèles utilisés. Ne devrait-on pas avoir des échelles de notation différenciées avec des notions de volatilité potentielle attachée aux notes ?

Remarquons par ailleurs que la baisse des notes est concentrée sur les titrisations de 2005 et 2006 uniquement. Ce sont les véritables années d'excès. Ce n'est pas la titrisation en général qui est en cause, mais celle d'années où le marché immobilier commençait à se retourner.

Répartition par millésime du nombre de tranches dégradées au cours de la période (janvier-octobre 2007)



Source : Bloomberg.

2.3. Gestion, risques, conflits d'intérêt

La titrisation a donné lieu à la séparation des fonctions inhérentes au métier du crédit qui ont été réparties entre une série de différents acteurs. A chaque étape du processus – de l'origine des prêts au montage des structures – chaque acteur perçoit des commissions, en sachant que les actifs sous-jacents seront *in fine* entre les mains des investisseurs dans le véhicule de titrisation, conduit ou SIV.

Mais cela soulève deux questions. Ce processus a-t-il un impact sur la qualité des diligences des arrangeurs et donc des prêts accordés ? Comment recréer les incitations aux diligences et à la gestion des conflits d'intérêt ?

Il n'est pas souhaitable que les acteurs financiers qui originent un crédit structuré ne supportent aucun risque. Il faut s'assurer les diligences des originateurs et des investisseurs (qui achètent les produits structurés).

2.4. Comptabilité et valorisation

On note une absence d'harmonisation des normes comptables de consolidation, comme l'ont montré les phénomènes de SPV (*Special purpose vehicle*) déconsolidés revenant au bilan des banques.

La valeur de marché est-elle justifiée comme norme comptable lorsque les prix de marché sont manifestement peu fiables ? La *fair value* est débattue, en particulier son impact sur le comportement de certains investisseurs. Mais il ne faudrait en aucun cas revenir à la valeur historique, mais en revanche mieux préciser les interprétations de la *fair value* au plan international.

2.5. Conclusion

L'analyse des causes de la crise a beaucoup avancé et des pistes pour l'avenir en matière de transparence, de gestion de risques, de gestion des conflits d'intérêt et de sujets comptables commencent à être identifiées.

L'objectif des régulateurs est de contribuer à créer les conditions permettant aux acteurs de marché de reprendre confiance et au marché du crédit de redémarrer.

Les acteurs du marché ont un rôle fondamental à jouer pour faire progresser ces pistes et le dialogue entre l'ensemble des acteurs et les autorités est donc essentiel.

Débat

Michel Aglietta (CEPII) : la régulation prudentielle est pro-cyclique. Eléments macro-prudentiels de régulation, importance des provisions dynamiques, faut-il imposer une composante « risque systémique » ?

Patrick Artus (Natixis) : c'est très souhaitable. L'Espagne l'a fait ce qui se révèle très utile aujourd'hui. Le problème ce sont aussi les institutions financières qui ne sont pas soumises à des règles prudentielles (sans exigence de capital). Faut-il étendre les exigences de capital à l'ensemble des détenteurs d'actifs ? Comment traiter les institutions financières *offshore* ? Il faut aussi compter avec la capa-

citée des banques à détourner les réglementations. Il faut également une bonne adéquation de la régulation à l'horizon des investisseurs pour ne pas distordre les choix de portefeuille (moins d'actions chez les assureurs à cause de la *value at risk* à un an).

Dominique Garabiol (CNCE) : faut-il parler d'effets pervers à renforcer les exigences en capital qui poussent les banques à titriser plus ?

Ariane Obolensky (FFB) : les banques ont titrisé mais n'ont pas externalisé les risques in fine. Quel traitement réglementaire ?

Patrick Artus (Natixis) : quand beaucoup de banques ont fait des CDO, elles ont gardé les tranches *seniors* (les moins risquées). Les banques d'investissement ont porté beaucoup de risque. Comment les banques vont-elles faire des profits ? C'est la complexité des actifs qui faisait qu'on les vendait très chers. Le retour à des produits plus simples va diminuer les profits des banques d'investissement. Peut-on envisager qu'elles deviennent des fournisseurs de liquidités, en remplacement des banques centrales ?

Hubert Reynier (AMF) : il y a eu trop de liquidités créées ces dernières années pour éviter à tout prix une récession. Autre point important : les fonds de pension doivent acheter des produits risqués pour assurer leurs performances promises. Les gestionnaires de fonds de retraite et les futurs retraités devront donc vivre avec le fait que cette performance est volatile et connaît des cycles. L'éducation financière est importante de ce point de vue.

Crise et restructuration financière mondiale : points de vue franco-allemands

L'approfondissement brutal de la crise bancaire et financière a suscité au cours du deuxième semestre 2008 des réponses différenciées. Le besoin pressant de coopération a permis une coordination des mesures nationales, particulièrement exemplaire en Europe, qui n'est toutefois pas exempte de frictions. Certaines divergences entre l'Allemagne et la France, sur le plan de sauvetage des banques et la relance budgétaire, sont apparues. Les divergences des politiques ont des causes multiples : une histoire économique spécifique à chacun des pays, une pratique différente de la coopération internationale, des structures économiques et un fonctionnement institutionnel propres à chacun. Des convergences peuvent aussi se dessiner concernant l'architecture future du système financier international et son mode de régulation.

Le Conseil d'analyse économique franco-allemand (CAEFA) a publié fin 2008 un rapport intitulé «L'Allemagne et la France face à la crise financière» qui propose des pistes sur ce que pourrait être un point de vue franco-allemand commun sur la régulation financière et les perspectives économiques, tant au sein de l'Union européenne qu'au niveau global. S'appuyant sur ce rapport et sur l'expérience d'économistes expérimentés venus des deux côtés du Rhin, ce séminaire du 12 janvier 2009, animé par René Sève, Agnès Bénassy-Quéré, Paul Mentré, Stefan Kooths, Erik Fasten, Christian Stoffaës, Daniel Gros, Eric Chaney et Christian de Boissieu, est l'occasion de confronter les analyses sur la manière de maîtriser la crise en Europe.

La crise que nous traversons est peut-être la rencontre à la fois du défaut de régulation du système financier américain, constituant le premier volet de la crise, et d'un déséquilibre plus global. Ces deux aspects sont mis en valeur par deux analyses liées à deux théories de la régulation.

La première théorie de la régulation, qui correspond aux travaux de J. Tirole, est de tradition libérale. Elle considère que le principal problème de l'organisation des marchés financiers est lié à la stratégie des acteurs dans l'optique de la théorie des jeux et de celle de l'agence. Les règles, qu'elles soient générales ou propres à une organisation, indispensables au fonctionnement des organisations et du marché, sont l'objet de comportements stratégiques par lesquels chacun essaie d'échapper ou d'optimiser la règle pour soi-même ou de capturer son contenu et son application.

En outre, au défaut de régulation peut être conjugué le risque de sur-réglementation. Les gouvernements sont des agents rationnels comme les autres qui cherchent à maximiser leur profit politique, avec des tentations de sur- ou de sous-réglementer. En période de crise, il y a une demande politique pour la sur-réglementation, et en période de stabilité, il y a une sous-demande, ce qui dissipe les incitations à soutenir l'effort de réglementation et entraîne une moindre efficacité du système.

Cette lecture en termes d'optimisation des acteurs et de jeux d'intérêts croisés doit pouvoir s'appliquer aux propositions concrètes, telles celles formulées dans le rapport de P. Mentré.

Se rattachent à ce courant également les aspects de non coopération entre Etats, par exemple quand récemment certains Etats européens ont assuré les dépôts de gros, pour donner un avantage comparatif à leurs établissements, en période de crise de liquidité.

Sur le thème de la régulation financière, la première théorie de la régulation ne critique pas la financiarisation de l'économie à outrance, ni ne propose une « définanciarisation » de l'économie (cf. le rapport de P. Mentré). Elle considère, par exemple, qu'il ne faut pas revenir à une séparation stricte entre la banque de dépôts et les autres établissements financiers, ni interdire les *hedge funds*. En revanche, créer des marchés organisés pour éviter des opérations de gré à gré, donner aux règles prudentielles une variabilité dans le cours du cycle économique, sont des idées qui peuvent être utilisées sans remettre en cause les fondements de la financiarisation, à la manière du sur-provisionnement que les banques espagnoles avaient dû consentir au régulateur local, préoccupé par la surchauffe immobilière. Toutefois, s'il doit y avoir une modélisation des règles

prudentielles, elles doivent s'emboîter dans un jeu d'acteurs et de superviseurs en évitant le risque que le superviseur soit capté par le supervisé.

La seconde théorie de la régulation est d'inspiration plus sociologique, post-marxiste, ou wéberienne. Elle privilégie l'approche par les modes de production et d'accumulation du capital et est favorisée par la situation actuelle, compte tenu de la critique de la financiarisation. On considère donc, et c'est le deuxième volet de la crise, que celle-ci est liée aux contradictions du modèle industriel et économique des pays occidentaux à partir des années 1980.

Ce que l'on met en avant dans cette seconde théorie est une prévalence du système financier sur le système industriel sur fond d'une perte de compétitivité des anciens pays industrialisés et notamment des Etats-Unis.

Les Etats-Unis, confrontés au déclin inéluctable de leur base productive, ont eu deux stratégies : la première consistant à déplacer celle-ci, notamment dans les pays asiatiques et en Chine ; la seconde consistant à jouer de leur avantage comparatif dans le domaine des services financiers, lié à la prédominance du dollar, pour développer une politique du crédit qui permette de dissimuler les effets de la perte de compétitivité du pays par rapport au niveau de vie des ménages.

Cette attitude a abouti à dissimuler aux Américains les effets réels de la mondialisation, à donner l'illusion d'effets de richesse grâce à une politique de crédit généreuse, et à faire que le pays ait vécu au-dessus de ses moyens puisque ce sont les Chinois qui ont financé le déficit américain.

D'autres pays, notamment les pays scandinaves et l'Allemagne, confrontés au même défi de la globalisation, ont opéré des choix différents basés sur le moteur socio-industriel et le dialogue social afin de réduire les pertes de compétitivité. Savoir si ce modèle plus industriel et moins financier s'inscrit dans la durée est le sujet de prédilection de cette seconde théorie de la régulation.

Une version modérée considère qu'il faut poursuivre dans une voie de réforme alors qu'une version plus extrême pense que cette crise est le signal qu'il faut passer à un autre modèle de croissance en rupture avec le précédent. A ce titre, on peut mentionner une série d'idées telles que les mesures alternatives de la richesse, une économie fondée sur la proximité, une éco-croissance, le développement de tiers-secteur, etc.

La version modérée de la seconde théorie de la régulation permet un dialogue avec la première autour d'un certain nombre de propositions, notamment les 20 *items* retenus par le rapport de P. Mentré, en insistant sur la nécessité de trouver une solution pour les financements à long terme de l'économie dans une opti-

que actuariale durable, moins court-termiste et qui passerait notamment par des fonds de pension gérés avec les représentants des salariés. Ces solutions sont proposées par le rapport du CAE remis le 15 décembre 2008. Elles sont liées à la fois au financement de l'économie, au financement des retraites et de l'épargne à long terme des ménages.

Au total, le choix principal consiste à éliminer les solutions extrêmes et à revenir plutôt à un travail plus technique, plus complexe, puisqu'il se heurte au jeu des acteurs et des stratégies sur un certain nombre de points qui semblent pourtant nécessaires pour remettre la finance sur de bonnes bases comme, par exemple, la création de chambres de compensation pour limiter les marchés de gré à gré, l'adaptation de normes comptables, le rating, et non la supervision lourde, des agences de notation, et encore moins la nationalisation, les systèmes de rémunérations différées des acteurs du marché, le début d'une réglementation internationale des faillites, la création d'un superviseur européen, l'augmentation des capacités d'intervention du FMI, avec la modification des quotes-parts, la prévention des défaillances d'Etats, etc.

AGNÈS BÉNASSY-QUÉRÉ 

It is a good time to hold this meeting on the German and French views on the crisis. The reason is that, over the last couple of months, Germany and France have sometimes been relatively divided concerning how to respond to the crisis.

Although households in both countries do not have a very high level of indebtedness, these two countries have been badly hurt by the crisis on two accounts. The first reason is that banks in both countries were very much exposed to the toxic products, and the second one is related to the real economy, i.e. the importance of the car sector for example or, today in Germany, the dependence on exports which are falling. These countries have a very strong interest in the resolution of the crisis. However, the German-French couple doesn't seem to have been an engine towards a crisis resolution within Europe and there have been some ironical comments in the press about this couple.

The different approaches seem to have focused on several points: first on bank recapitalization, second on the treatment of the credit crisis and third on fiscal plans but maybe also on the very principle of concerted action. In recent weeks, this seems to have changed. There seems to have been some convergence in the views of both countries at the political level through the second fiscal package in Germany or through the very positive view in France of the French President on actions taken in Germany about the public guarantees of corporate bond

emissions. We are in the process of convergence, hence the importance of this meeting. What we need to do today is to identify convergence points both on the treatment of the crisis and on regulation. The German-French Council of Economic Advisers has been working on this issue for more than one year. The report, written by a German and French team, will be presented as to its financial aspects by Paul Mentré, and for macroeconomic issues by Stefan Kooths. Erik Fasten will discuss this last version of the report.

PAUL MENTRÉ

1. Les aspects financiers

Le Conseil d'analyse économique franco-allemand (CAEFA) a mis en place à l'automne 2007 un groupe de travail sur la crise financière. Présenté en janvier 2009 sous le titre « L'Allemagne et la France face à la crise financière », le rapport du groupe a tenu six réunions depuis sa constitution. Fondé sur des analyses mensuelles détaillées, ce rapport constitue une sorte de « journal de la crise » sous ses différents aspects et reproduit les recommandations intermédiaires et ses recommandations actuelles, dans la perspective du G20.

Compte tenu des délais impartis, l'idée n'est pas de reprendre l'intégralité du contenu du rapport du groupe dont j'ai été coprésident avec le Prof. Dr. Blankart et rapporteur pour la partie financière. Stefan Kooths prendra en charge la présentation des aspects économiques.

1.1. Les marchés

Née dans un sous-secteur des crédits hypothécaires aux Etats-Unis (les *subprimes*), la crise s'est diffusée internationalement à travers notamment la dissémination par la titrisation des risques correspondants à travers des instruments négociables (les CDOs (*Collateralized loan obligation*)). Le développement de la titrisation a été en effet au cœur de l'expansion internationale du crédit dans les décennies récentes. Il y a trente ans, les banques apportaient directement aux emprunteurs finaux les trois quarts des crédits ; en 2006 cette proportion était tombée à un tiers, la titrisation, aux cotés d'instruments financiers plus classiques (émission d'obligations, syndication de prêts avec la participation d'acteurs non bancaires) ayant joué un rôle majeur dans cette évolution, que d'ailleurs les rapports de grands organismes internationaux, notamment la BRI (Banque des règlements internationaux) et le FMI (Fonds monétaire international), jugeaient positivement, la dispersion des risques atténuant, selon eux, pour les banques les risques systémiques. Les effets de ce développement ont été accentués par la montée en puissance de l'effet de levier (les actifs totaux par

rapport aux fonds propres), notamment dans les banques d'investissement et les fonds d'investissement, mais aussi chez les banques généralistes recourant à des véhicules hors bilan (des SIV, *special investment vehicles*), alors peu couverts par la réglementation et ne disposant de la part de leurs maisons mères que de garanties assez lâches. Cette progression et cette dissémination des risques se sont retrouvées dans un autre segment de marché des capitaux, les LBOs (les *leverage buy outs*), qui permettent à des investisseurs, jouant de l'effet de levier permis par un recours étendu à des financements bancaires, de prendre le contrôle d'entreprises, en comptant sur les dividendes futurs pour faire face à la charge de la dette. Quand la crise internationale se manifeste en août 2007, le stock des prêts bancaires LBOs en cours de syndication va également peser sur les bilans bancaires et, plus globalement, sur la liquidité des marchés.

Lorsque la crise a pris une dimension nouvelle en septembre 2008 avec l'acceptation par les autorités américaines de la faillite de Lehman Brothers, ces problèmes de liquidité sont apparus dans toute leur ampleur sur le marché interbancaire qui, très internationalisé, est au cœur du fonctionnement du système financier international. Les écarts de taux (*spreads*) entre les conditions prévalant sur le marché interbancaire et les taux de titres publics aux mêmes échéances ont connu une progression spectaculaire, passant de 10 à 20 points avant août 2007 à environ 100 points dans la deuxième partie de 2007 et la première partie de 2008, et à près de 400 en octobre après la faillite de Lehman Brothers. Par bonheur, la mise en place des programmes de soutien au secteur bancaire et les interventions des banques centrales ont permis une amélioration rapide, les *spreads* revenant fin 2008 aux environs de 200, puis début 2009 aux environs de 120. Ce marché demeure cependant toujours dominé par les opérations (dépôts et emprunts) avec les banques centrales. Le retour à un fonctionnement normal du marché interbancaire devra à ce titre être un des enjeux majeurs de 2009, ce qui passe notamment par une restauration de la confiance mutuelle entre les banques. Sur ce dernier point, l'assouplissement des règles comptables et les moyens ainsi laissés à la discrétion des banques afin d'atténuer le caractère procyclique de la référence à la *fair value* devront s'accompagner, comme l'ont encore recommandé récemment la SEC (*Securities and exchange commission*) et l'IASB (*International accounting standards board*), de la présentation normalisée de tableaux de passage d'un mode de comptabilisation à un autre et des modèles utilisés lorsque l'évaluation n'est fondée ni par référence à un marché, ni au coût historique amorti. C'est un débat appelé à se poursuivre en 2009.

Cette paralysie du marché interbancaire et les pertes éprouvées par les banques ont conduit en 2008 à des évolutions toutes défavorables des autres segments du marché de capitaux : marchés actions, obligations et prêts syndiqués, opérations de titrisation, fonds mutuels, *private equity*.

En outre, la crise a permis de révéler l'existence de marchés très spécialisés aux Etats-Unis qui se sont également révélés en crise : le marché du papier commercial, et notamment de l'ABCP (*asset backed commercial paper*), le marché des *auction rate securities*, qui refinançait notamment à des taux d'intérêt résultant de procédures d'enchères, les obligations municipales et l'ensemble des opérations liées aux activités des rehausseurs de crédit, les assureurs monolines, dont l'évolution des fonds propres menace la notation par les agences, condition même de leur viabilité.

1.2. Les acteurs financiers

Les pertes associées pour les acteurs financiers à cette évolution des marchés et à l'amputation correspondante de leurs fonds propres, compensée seulement pour moitié, avant les programmes coordonnés de recapitalisation sur fonds publics, par l'intervention 2007-début 2008 de fonds souverains asiatiques ou moyens orientaux puis par des augmentations de capital ciblées se sont traduites par une mutation en profondeur du positionnement relatif des acteurs financiers.

En Europe, en 2008, les évolutions relatives ont été contrastées entre les pays, le Royaume-Uni et la Belgique, étant les plus affectés, et entre les banques, comme en témoigne l'évolution de leurs positionnements relatifs.

Outre l'effet de cette chute de la valeur de leurs titres, rendant malaisée la reconstitution de fonds propres par appel au marché, le paysage bancaire a, à travers la crise, connu une évolution profonde.

Aux Etats-Unis le modèle de la banque d'investissement pur a vécu : Lehman Brothers a fait faillite, Bear Stearns et Merrill Lynch ont été reprises respectivement par JP Morgan Chase et par la Bank of America, Goldman Sachs et Morgan Stanley ont dû adopter un statut de holding bancaire, les amenant à diversifier leurs ressources, en direction de dépôts bancaires, et, en contrepartie à être désormais soumises aux contraintes de la Fed ; le Citigroup, devenu par sa politique d'acquisitions des deux dernières décennies plus proche d'une banque d'investissement que d'une banque commerciale est, de manière récurrente, en difficulté. Enfin, au niveau des banques commerciales et des établissements de crédit ont dû intervenir des opérations de consolidation.

En Europe, les banques les plus affectées ont été celles qui avaient une présence directe sur le marché américain, telles les deux grandes banques suisses, UBS et le Crédit suisse, et, au Royaume-Uni, HSBC, acteur nord américain significatif après le rachat de Household et par ailleurs affectée comme toutes les banques britanniques par une structure de marché et de financement des banques proches à certains égards du modèle américain.

En Allemagne et en France, les banques les plus touchées ont été les banques publiques ou semi publiques et les banques mutualistes. Dans les autres pays européens, les banques les plus affectées se sont situées en Belgique et aux Pays-Bas, avec les interventions publiques qui ont pris place en faveur de Dexia, disposant également d'une filiale de rehaussement de crédit et Fortis. C'est toutefois le Royaume-Uni qui a enregistré les difficultés principales, notamment dans le secteur des anciennes *building societies*.

Cependant, face à l'évolution défavorable du cours de leurs actions, c'est progressivement l'ensemble des banques qui ont éprouvé des difficultés à lever des fonds propres, ce qui a conduit finalement les gouvernements en octobre 2008 à monter un vaste programme (le plan Paulson aux Etats-Unis, les programmes coordonnés au sein de l'Union européenne, portant tant sur des garanties d'emprunt que des concours en fonds propres pouvant atteindre 250 milliards d'euros) de soutien aux banques. Ces injections de capital se sont traduites par un relèvement des capitaux propres Tier I mais les pertes qui seront enregistrées en 2009 au titre de l'année 2008 puis des trimestres ultérieurs risquent de nouveau d'entamer leur capacité de prêts.

Pour les autres acteurs financiers, la chute des valeurs boursières s'est également manifestée au niveau des compagnies d'assurance dont les portefeuilles étaient également exposés à la dépréciation des produits de titrisation et des actions des entreprises dans lesquelles elles avaient investi.

En particulier le principal assureur mondial AIG a dû bénéficier de concours publics croissants pour faire face à ses échéances et est amené à céder la majorité de ses actifs. En outre, aux Etats-Unis les grandes agences de refinancement hypothécaire Fannie Mae et Freddie Mac ont du être fortement recapitalisées et sont ainsi au mois de juillet passées sous le contrôle de l'Etat.

Enfin, bien que leur importante systémique soit moindre, devaient être soulignées les difficultés rencontrées par les fonds d'investissement et notamment les *hedge funds* qui tant, aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et, à un moindre degré, en Europe continentale, ont été amenés à limiter les retraits de leurs souscripteurs, phénomène accentué en fin d'année par l'affaire Madoff, alors que ces fonds constituaient un vecteur essentiel pour la liquidité du marché interbancaire.

1.3. La régulation financière

Les banques centrales ont joué un rôle majeur dans l'évolution de la crise. La Fed a baissé agressivement ses taux directeurs pour les ramener de 5%, dans la dernière partie de l'année 2008, à une fourchette 0-0,25% depuis le 15 décembre, cependant qu'en fin d'année 2008, le taux directeur de la Banque centrale

européenne (BCE) était ramené à 2,5%, celui de la Banque d'Angleterre à 2% et celui de la Banque du Japon à 0,1%. En outre, devant l'effondrement du marché interbancaire, elles ont mis en place des approches quantitatives, initiées au départ par la Banque centrale européenne mais développées également par la Banque d'Angleterre et, avec une plus grande ampleur, par la Fed, en allongeant la durée de leurs concours et en élargissant la gamme des supports de leurs interventions. En particulier, la Fed a admis progressivement à son refinancement des titres à plus long terme, des titres représentatifs de créances hypothécaires et du papier commercial émis par les entreprises. Sur ce dernier instrument, la BCE est demeurée en retrait, la Banque du Japon prenant pour sa part une position intermédiaire en admettant le refinancement du papier commercial s'il lui était présenté par une banque. Enfin, en élargissant leurs réseaux de *swaps*, les banques centrales ont pu mener, en dollar et dans leurs monnaies nationales respectives, des opérations coordonnées de grande ampleur. Malgré une légère détente depuis novembre, le problème du rétablissement d'un véritable marché interbancaire demeure, et ceci malgré l'intervention de garanties publiques en soutien des emprunts des banques. Se pose notamment le problème de la liquidité à moyen et long terme, auquel il pourrait sans doute être répondu par des mécanismes de concours banques centrales à renouvellement automatique sur une durée assez longue, sauf dénonciation avec un préavis relativement long.

Ce rôle décisif des banques centrales dans des marchés illiquides est attesté par l'évolution de leur bilan. Sur une base 100 en janvier 2007, niveau qui était encore celui prévalant pour les quatre principales banques centrales jusqu'au 30 juin 2008, ces bilans atteignaient respectivement fin 2008 : 280 (une multiplication par 3 pour la Fed), 270 pour la BCE, 170 pour la Banque d'Angleterre et 110 pour la Banque du Japon (à partir d'un niveau élevé depuis la crise bancaire japonaise d'il y a quinze ans)¹.

La Fed qui a accru en quelques mois de 1.300 milliards \$ ses interventions a simultanément considérablement élargi les supports de ses opérations : *swaps* de devises avec d'autres banques centrales afin d'apporter des liquidités en dollars aux pays et aux systèmes bancaires partenaires ; refinancement des *assets backed securities* et du *commercial paper* aux Etats-Unis. Enfin, début 2009, la Fed a lancé un programme de rachat de titres émis ou garantis par les agences hypothécaires devant atteindre en six mois 600 milliards \$, et un programme de 200 milliards \$ pour soutenir les crédits aux particuliers (secteur automobile, prêts étudiants, cartes de crédit).

1 Source : Goldman Sachs, janvier 2009. Au niveau de la base monétaire (la monnaie banque centrale), les indices correspondants étaient au niveau 200 pour la Fed, 160 pour la BCE, 150 pour la Banque d'Angleterre et 95 pour la Banque du Japon.

La BCE a pour sa part allongé la durée de ses concours, rémunérés à taux fixes avec des concours à 3 mois et à 6 mois, et étendu ses supports d'intervention à la dette subordonnée et à des titres cotées BBB-. Enfin la Banque d'Angleterre a mis en place des facilités pouvant atteindre six mois sur une gamme très étendue de supports (ABS, dettes souveraines des pays du G10). En outre, un *special liquidity scheme* permet aux banques britanniques d'échanger une gamme large de supports contre des bons du Trésor à 1 an renouvelables à 3 ans.

Par ailleurs les pays où le contrôle des banques était resté confié aux banques centrales ou à leurs émanations (en France, la Commission bancaire), ont dans l'ensemble mieux résisté, comme l'ont montré les cas français, italien et espagnol, à la crise que les pays où les responsabilités en matière de supervision bancaire avaient été retirées à la banque centrale (Royaume-Uni) ou partagées (Allemagne), voire morcelées (Etats-Unis où la réforme d'ensemble envisagée devrait cependant conduire à une affirmation du rôle central de la Fed).

1.4. Les autres acteurs de la régulation

La crise a fait apparaître de nombreuses défaillances dans la régulation : traitement des opérations hors bilan et des véhicules déconsolidés ; rôle central conféré par Bâle II aux notations par les agences de rating qui ont largement failli à leur mission et pour lesquelles continue de se poser le problème de conflits d'intérêt ; normes comptables avec un débat récurrent entre les impératifs de transparence et les risques d'accentuation de la procyclicité des références à la *fair value* pour des actifs illiquides ; maîtrise insuffisante des effets de levier ; insuffisante attention portée aux problèmes de liquidité ; problèmes posés par les acteurs et les marchés non couverts, tels les *hedge funds* et, à un moindre degré, les fonds de *private equity*, ou les marchés de produits dérivés, tel celui des *credit default swaps* ; supervision en Europe des groupes transfrontières ; les rémunérations incitatrices à la prise de risque.

STEFAN KOOTHS 

2. Economic aspects

Although the present situation is serious, it is not hopeless and there is still room for some optimism. Thereafter, a short review will be given on the damage done in particular to the French and German financial systems. It refers to both the damage and repair up to December 2008. The overall question is the impact of this financial crisis on the real economy, a question split up into two sub-parts.

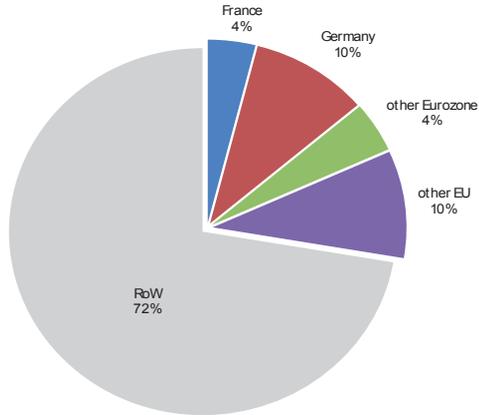
First, we have to consider the financial industry as a producing unit itself. It leads to the more prominent question whether the banking sector lending activity may affect negatively or not the non financial sector.

The second reflection bears on how policies should respond to both the financial crisis and the recession we are currently facing.

2.1. Damage done and repair work (so far)

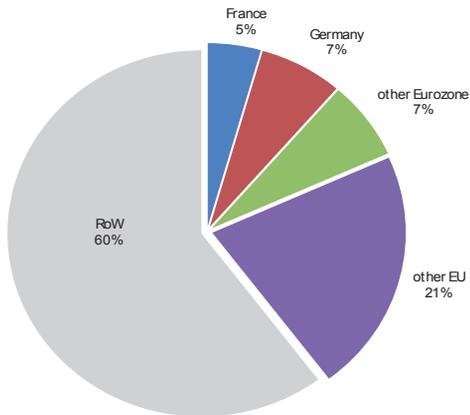
First, as to the damage done and the recover, let's have an overview of the global write-offs and losses which amount to \$ 732 billion from the beginning of 2007 up to the end of 2008. The French share makes up 4%, the German one 10%, the EU as a whole about 30%. As to the capital that has been raised so far over the same period, the picture is a little different because France was much more successful, and Germany much less so in terms of raising capital to compensate the losses incurred by both countries and repair the damage done to the balance-sheets. If we focus then closer on the two countries, the overall losses of France's financing institutions represent almost 1% of gross domestic production (GDP), and that is fully compensated for by the capital that was raised. German losses amount about to 2% of GDP and just by relating the write-offs of the financial system to GDP brings up the question whether it plays a role at all in gross domestic production or gross national income (GNI). That is the first aspect I want to discuss in terms of the real impact of the financial crisis to the real economy. We are talking here about foreign assets that we have lost. Predominantly, American assets were bought by Europeans and need to be written off and the question is as well: haven't we been losing income and shouldn't a decrease in our GNI be reflected in the national accounts? Maybe not? The good answer is we will not see it in terms of GDP or GNI. Why is it so? Because everything that is recorded in our value added schemes that belong to GDP and GNI must be linked to production activity and just by cutting down financial assets that have no counterpart on the productivity or production side of the economy, the value added of the financial system being the provision of financial services that aren't directly affected by the write-offs, so no direct cuts will be seen in the GDP or GNI. Given the significant amount, it is a satisfying answer.

Global write-offs and losses: 732 bn US-Dollar
period from beginning of 2007 to end-2008



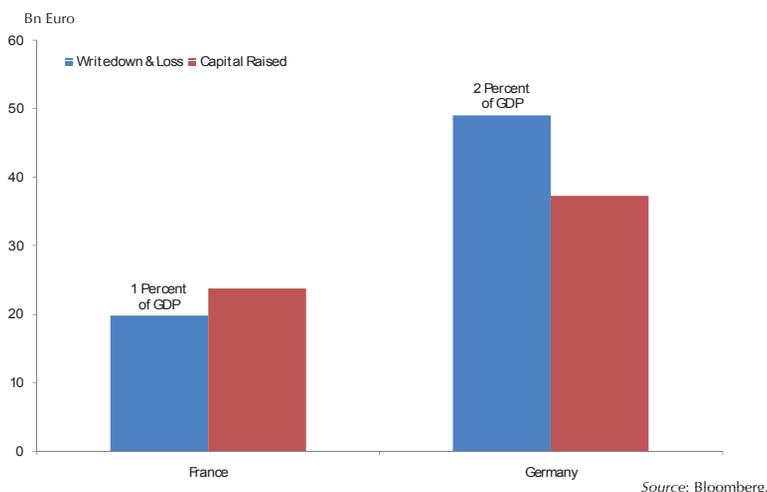
Source: Bloomberg.

Capital raised world-wide: 789 bn US-Dollar
period from mid-2007 to end-2008



Source: Bloomberg.

Write-offs and capital raised in France, Germany



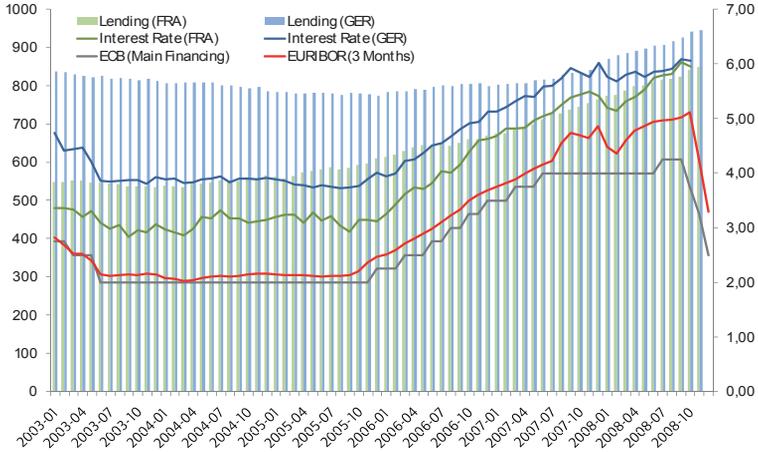
Nevertheless, we'll see second round effects because when we lose these assets, there won't be any income streams from these assets in the future. If we assume the yield of these assets is 10%, which is quite optimistic, then you'll see a pattern of future GNI losses in France by 0.1 percentage point and in Germany by 0.2 point. So that is nothing we should worry too much about. But then, the second point follows the argument just brought up: what about the economic activity within the financial system? Won't it be affected very negatively? The first answer might come from what is the financial system importance in the different countries. If you look at the share in total value added for the most important countries that have to cope with the financial crisis for France and Germany they are significantly lower than those in the Anglo-Saxon economies.

2.2. Financial industry as producing unit

The capital base and the balance sheet ratios of the French and German financial institutions indicate that from the beginning of the crisis, first semester 2007, the impact is not that pronounced, as we observe a slight reduction of the domestic lending to equity ratio in France and a somewhat stability of the German ratio. The overall capital base of the financial institutions was not hit significantly either. On the contrary, there was an increase during the course of the crisis.

Lending to non-financial corporations

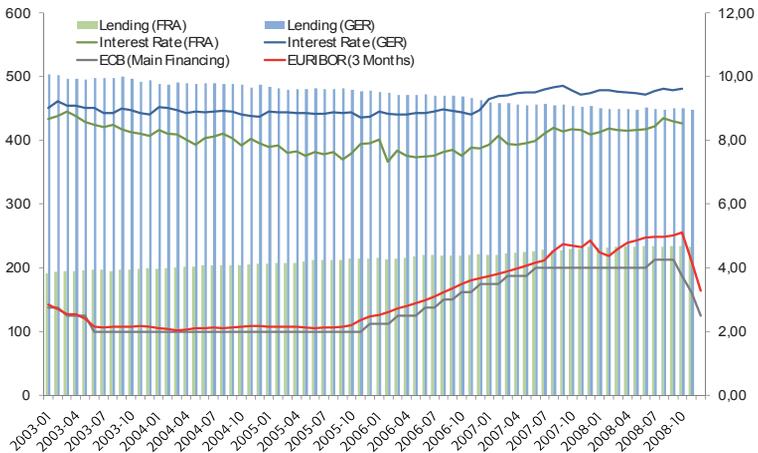
Credit volume in bn Euro (left scale), interest rates in percent (right scale)



Source: DIW, Berlin.

Lending to consumers

Credit volume in bn Euro (left scale), interest rates in percent (right scale)

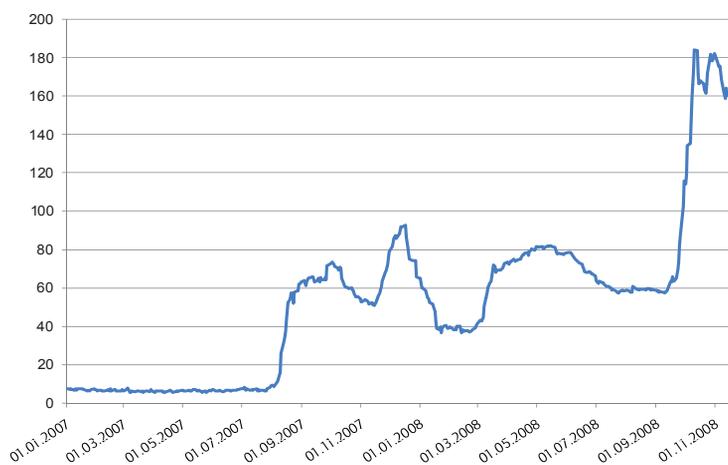


Source: DIW, Berlin.

The second effect that might impair the financial sector's lending capacity would be an increase of the implicit reserve ratio which could reduce the money market multiplier but this has not been the case. The money market multiplier for the euro zone as a whole is stable, about 10% from the beginning of 2007 to the end of 2008. So, the turmoil within the interbank market didn't lead to an increase of the effective reserve rate. Therefore, the money market multiplier could be kept stable. As a result, not surprisingly, the lending to non financial corporations, so far, was not negatively affected. On the contrary, compared to the pre-crisis levels, there are significant increases in lending to non financial corporations in France and Germany, and also the interest rates didn't go up too dramatically so far (October 2008). But, what is alarming is that the risk and liquidity premiums have risen dramatically for German corporate bonds. The corporate bond yield spreads are far above the pre-crisis levels, that makes financing from the capital markets more costly for the enterprises. It is difficult to differentiate what is due to the financial crisis shortage of funds in the capital market or to the anticipation of the recession which increases the risk premiums plus the third effects, i.e. the liquidity premiums; there was a run to extremely liquid bonds in the market German federal bonds at already very low interest rates and this further fits in this process.

EURIBOR-EUREPO spread (Eurozone)

In basis points, 3-months maturity



Source: DIW, Berlin.

2.3. Market correction

As to the self-healing/stabilizing market mechanisms, what are the good news of this crisis?

- This crisis is not completely useless, as it is revealing/clearing unsustainable structures in the real economy and we shouldn't complain this crisis is trying to readjust some of these misalignments, for example, the zero saving rate of the private sector in the most important economy on this planet. We have been deploring for years now: unsustainability such as the external deficit in the US, arguing that something should happen, and something is currently happening. This works in the direction to adapting these unsustainable structures in the real sector. We should try to focus on fighting overshooting, not to prevent any form of market corrections *per se*.
- There is a resurrection of risk-awareness Pre-crisis risk premium were maybe too low, so the current premium are not to be compared with these pre-crisis levels. This can be considered to be part of the readjustment process.
- There might be a lower reservation return of capital, with an analogy with the reservation wage in the labor market, there will be positive effects financing real investment projects not have to compete with purely financial projects that promise a yield of 20%. This could have very strong positive effect on real investment. As this final return on financial assets cannot be detached from real investment, the scenario of a global crunch is unlikely. Financial institutions wouldn't survive if they don't look to real investment projects. There is no other alternative to earning their money.

2.4. Policy response

Germany faces an imported recession: it depends on an export orientation, with a strong focus on M&E and we cannot just switch to a different mode of production from one quarter to another. Domestic stimuli from a purely domestic point of view are not that helpful. Compensating lost exports by public demand would not shift the economy from industry to services. Public construction investment amounts to €30 billion every year. It is not enough but it cannot be doubled in one year. There are no capacities that could produce for extra demand. Therefore, we need more public investment not on a two year basis but on a five or ten year basis so production capabilities can adapt to the increased profit.

The government should try to make employment less volatile than production. There is almost no way to keep production at the previous level. So, every effort to help the enterprises to keep their permanent workforces, for example by cutting social security contributions for part-time workers, is welcome. What we would prefer is general and not sector-specific actions.

Fiscal deficits do not allow for trials and errors. We have few shots only, maybe one, we cannot come with a new fiscal stimulus program every quarter unless we want to corrupt our public finances totally. Market confidence in government bonds is not god-given.

There is a case for coordinating European programs: the average national GDP to import ratio is 40% so the linkages are very important. The EU-wide GDP import share is 20%. That points to a strong case to coordinate fiscal stimulus programs.

2.5. Coherent policy approach

Finally, what we need is coherence in our policy approach. We should try to avoid the parallel/competing public actions. For example enormous quantitative monetary easing was undertaken by the European Central bank (ECB) that competes with the rescue programs from the government. If one has access to central bank money very easily, he shouldn't be allowed to go to the government for assistance, etc.

We should focus public interventions on the core fields. The German government plans to create the "German Fund" to give credit or lending, guarantees, directly to the commercial sector. If done so, all the efforts made to keep the banking system running are not trustworthy. More must be done to save the financial system, but it is the task of the financial system to secure credit to the non financial sector. It is not the role of the government to do that.

There are contradictory incentives to give up subsidies for more saving, through strengthening private pension schemes, and at the same time to boost consumption. Doing both things at the same time is not really very promising.

If we have overcapacities in one sector, we shouldn't fight or accommodate these overcapacities by increasing demand. Artificially, we should allow for this correction to take place, not oppose it through industry-specific subsidies.

ERIK FASTEN
discussant

3. Public finances and regulation

In the last couple of months, the government has acted as a lender of last resort in many instances. Now, in the second recovery plan for Germany, €50 billion are spent to assist even regular private enterprises which might receive further state subsidies and ultimately will be bailed out. We always have to consider

the incentive effects of such rescue plans for future investment strategies and financial risk taking. During the recent years banks were following risky strategies to fulfill investors' expectations on high returns. Especially public banks in Germany have suffered from this strategy, as the government directly guaranteed for their business models. The German government took over 25% of Commerzbank and Dresdner banks. There is a danger that these actions might support the bankers and the shareholders instead of the bank. If the costly state bailouts are not costly for the old owners, incentives might be given for the next financial crisis, as the bailout will be anticipated by market participants, which will ultimately encourage risk taking.

Furthermore, we have already observed sovereign defaults: Iceland and Estonia accumulated tremendous amounts of debt which might also be troublesome for the Euro.

The sovereign bonds spreads of Italy and Greece with the German bonds from 2003 to 2008 diminished to amounts close to zero. However, those spreads have rocketed in the last couple of months. The defaults risk of Italy, which has piled up debt of more than 100% of GDP, has already been subject to worries in the EU and EMU.

Credit default swap spreads feature a similar picture. There is an increase from about 2 base points to about 50 base points for highly indebted countries. Hence it has dramatically increased even though the refinancing costs for Germany and France are on historically low levels. In the future those low yields will disappear and the governments will bear high interests costs in their debt levels. As a result one has to keep in mind that the recovery plans will largely burden the budgets in the upcoming years, especially in those countries where public finances are already under distress.

As far as the regulatory system is concerned, tracing back to Hayek (1945), it should be remembered that information asymmetries are usually efficiently overcome by market mechanisms and only subsidiarily by regulation. In nowadays media in Germany, it is often the market mechanism that is blamed and it is forgotten that for thousands of years markets have proven themselves as efficient reducers of transaction costs. It is often ignored that special purpose vehicles and the attached risks could have been extracted from the bank balance sheets already in 2007. However, the markets seemed to have missed the identification of the relevant data. Would a strong regulator have identified the misallocations earlier and would it have reacted accordingly? The complexity of available information and the associated transaction costs might have added to the mispricing and the resulting misallocation.

In market economies it is basically the task of rating agencies and the like to tackle the issue of reducing transaction costs and trying to provide the relevant public information. We believe that rating agencies are not deficient per se, but that actually these institutions suffer from various conflicts of interests. However, rating agencies and markets will learn from the current crisis and will adjust their risk modeling and their assessment procedures. The high earnings of rating agencies are thereby not as troublesome as often put forward, as the compensation has to be high in order to distract them from being bribed.

As far as market failures and negative externalities are present, there may be a need for public regulation. But this need has to be checked against the subsidiary principle i.e. after the potential of rating agencies and the like has been exhausted. Thereby, regulatory principles have precedence over regulatory rules, as they allow for a flexible regulation under principles. At the same time the enforcement of regulatory principles is more difficult and therefore a minimum requirement for regulatory rules applies too. Overall, it can be manifested that the marginal return of an additional regulatory rules is declining.

In a global setting national regulators are in competition with other regulators and it is feared that they engage in a “competition for laxity” with increasingly lower standards. Therefore, a regulation of the regulators may be desirable e.g. within a supranational institution coordinating the regulatory authorities.

CHRISTIAN STOFFAËS

After ten years of “finance guys’ time”, here is to come the economists’ time.

Three issues:

- Since August 2007: the banking sector, risk of panic and run. International cooperation has avoided the major risk and only few country-wide accident have occurred so far (Iceland).
- Economic crises and recession fighting. There is a large room for coordination. We still stand in the middle of the recession.
- What common position on financial regulation for the next G20? Positions of different countries appear with some controversies. A common European position is needed to face the US view. Will the regulation be initiated by the largest economy or is a multilateral approach possible?

What approach should Europe have in the global financial regulation negotiation?

A general remark on the key difficulty we are facing in Europe: bank insolvency can only be addressed by Treasuries (budgetary policy) and they still are national institutions (tax power is national). At the same time bank supervision has to be global. We should share sovereignty on the banking sector too, not only on monetary policy.

What kind of regulation is needed at the global level? It has to address the macroeconomic risks. In periods of low default and low risks, low spreads and rapid credit expansion, the two-pillar strategy of the European Central Bank (ECB) is only half right: « credit growth signals future inflation » is wrong. The true cost of a credit expansion is the cost of cleaning it later, when the bubble burst.

Regulation has been too lax. For example, the Basel II approach takes into account a large scope of “risks”, but regulation depends on the perception of risk. Due to the shift in risk perception, financial markets turn from over-securitization to zero-securitization and credit rationing. The problem is not securitization by itself (no one is able to say where the next bubble will appear) but misperception of risks; and rating agencies have always lagged behind.

The global housing bubble has ignored Germany and Japan who already had their own housing bubble before. In the case of Germany, the reunification explains low credit growth and the export led growth model.

The house price bubble has long cycle. But some differences appear between Europe and the US.

- In US, when the price of the house is lower than the mortgage, the household can give back the keys to the bank. If the house price goes down, it is a problem for the banking sector in the US and for households in Europe.
- Mortgages are securitized in US, not in Europe: future defaults are priced today, leading to huge price decline of securities and credit rationing. In Europe, credit expansion is based on the interbank market. The Lehman brothers failure has created counterparty risk and the European interbank market has evaporated.

National regulators have been blind to the accumulation of leverage by banks (“National champion” problem leads to regulation competition) if this helps to buy foreign banks. Now, we see the opposite situation: Treasuries are reluctant to foreign acquisitions because they will have to pay in last resort.

This crisis comes from the real economy (Keynesian view): it is first and foremost the consequence of five years of exceptionally strong global growth, from 2003 to 2007, which were unsustainable and started to generate inflation on a global basis.

Two main scenarios: (1) deep "V", not the great depression, but a huge recession; (2) "L" or extended "L" recession, no recovery and deflation trap. A key element to decide between the two scenarios: will we enter a liquidity trap? Difficult to assess, but deep « V » is more likely (monetary policy easing, budgetary policies).

Euro area companies in business surveys: the economy was overheating in 2006-2007, just before the large drop (like in 1992, recession following German reunification-linked overheating). Production plans (leading indicator) started to be cut back in spring 2008 (long before Lehman), but the huge credit crunch appeared after Lehman.

Macroeconomic background: global imbalances, i.e. excess saving in Germany, China, under saving in the US and UK with shortage of safe, liquid « high quality asset » (Caballero-Farhi-Gourinchas model) and foreign reserves in US treasury only (safe, liquid).

After the global economy has been overheating, recession is almost unavoidable. But we are far from the Great depression (30% fall in US GDP), and policy makers have not forgotten the lessons (despite some strange procyclical fiscal policies such as California). Protracted deflation may occur if credit markets stay frozen for a long time (new financial accident). Turning to quantitative (reflationary) policies is the key to avoid an "L" recession. The good news: it started in October 2008 when Fed and ECB boosted their monetary base and M1 started to accelerate.

In the US, the personal saving rate has to increase to reduce households' indebtedness. The recent drop in net wealth may imply a 6% (or more) saving rate in the near future. Public dis-saving (fiscal stimulus) can smooth the rise of private savings.

A third scenario is possible but less likely: over-inflationary policies in US, in order to convince markets that inflation will stay positive and avoid debt deflation trap, leading to a drop of the dollar.

At the ECB's headquarters, very few think deflation is likely. Yet, Germany has experienced a mild version of deflation trap post 1992, as households' nominal

income increased at a pace lower than the interest rate on the outstanding stock of debt (Fisher). Yet, the ECB has embarked on a limited quantitative easing and may have to do much more, going forward as deflation comes closer.

One interesting observation is that Fed and ECB (and other central banks) have been very successful at coordinating their liquidity policies, including starting quantitative easing practically at the same date, soon after Lehman's bankruptcy. This close cooperation—largely due to the exceptional circumstances were and are still facing—stands in sharp contrast with the lack of cooperation between EU (and even EMU) governments, which have been unable to coordinate fiscal policy responses to the downturn.

Regarding banking supervision, regulating competition will be key: US banks were allowed to raise their leverage ratios from 12 to 40 in 2004 in order to create a level playing field with already over-leveraged European banks.

Regarding macro-policy coordination, the main lesson of this crisis is that when the global economy starts overheating, when, for instance prices of most commodities go through the roof, there is no global central banker to deal with rising inflation risks. Instead, local central banks react according to their mandates and local economic conditions. This could be a major coordination failure in a truly globalized economy. To fight the next bubble, we need more cooperation between the two leading central banks. A provocative suggestion: a member of the FOMC should be a voting participant at the ECB governing council (and *vice versa*).

This global recession will also have dramatic consequences on growth patterns. For instance, Germany will suffer the worst recession in Europe because its economy is entirely leveraged on global trade. Also, US wage earners will now have to save from their income, not from rising asset prices. Consequently, the US consumer will no more be the consumer of last resort, the US economy will have to find other growth engines (exports, spending on infrastructures...) while China will have to foster its internal demand.

CHRISTIAN DE BOISSIEU

discussant

European aspects:

- Conclusion of today's debate is that we have to change the definition of inflation and combine good and asset inflation. Today, we have a bubble: the T-bonds.

- Still room of maneuver before the liquidity trap because rates are higher in the Euro area than in US and Japan. Debt deflation "à la Fischer": the key parameter is the gap between real growth and real interest rate more than the debt level.

International aspects:

- Global imbalances

We expect the US fiscal deficit to go to 10%, but 100% Ricardian equivalence is not plausible; debate on twin deficit will reappear. The ECB will continue to lower interest rates but not to ZIRP. The dollar will go down (in the next two next years). Europe will pay twice: for itself and for US (the euro may be the only currency to go up, unfair burden sharing).

- Financial regulation and the G20

Europe will not be able to share a common view. European investors of last resort need an EU budget and taxes. The window of opportunity for G20 action will be short lived. Some decisions on financial regulation are needed: extending the scope of the regulation, dealing with rating agencies, adjusting accounting standards, including some liquidity ratio as a complement to Basel II, improving transparency of OTC markets.

- Facing this crisis

We have national firemen, no international ones. With new status, the IMF should be the one (not the Financial Stability Forum).

Debate

Daniel Gros : It is difficult to expect any result from the G20: too many interests and points of view.

On rating agencies: notation can't be out of the "market main stream". Who will supervise fire-prevention code? Which institution has the interest and the power to say no? The IMF is too close to US Treasury.

Wolfgang Glomb :The window opportunity to regulate is short lived. There is a mismatch between state and federal level of supervision in US. There is a need for close cooperation between European governments, particularly in the next six months. We have to find our own resolution before going to G20. Regulatory competition can't continue.

Agnès Bénassy-Quéré : Fiscal sustainability and the design of the Euro area: sovereign spreads have increased, there is a no bail-out rule in euro area, and the ECB is not supposed to monetize the debt. Hence, what is going to happen? Can we avoid sovereign default? Isn't there a flaw in the Maastricht Treaty?

Daniel Gros : Treaty incompleteness: no fiscal solidarity. But taxing power is very large in European countries: very low likelihood of a break-up of the euro area.

Eric Chaney : Risks at the periphery of the euro area are high. Intra euro area imbalances are a problem, but the Stability and growth pact should not be in charge of current account imbalances.

L'Europe face à la crise

Selon les prévisions 2008 de la Commission européenne, le PIB de la zone euro pourrait baisser de 1,9% en 2009 et la reprise ne serait que timide en 2010 (+0,4%) – ceci malgré les plans de relance et la baisse des taux d'intérêt.

Quels seront les éléments clés de la reprise de l'activité en Europe ? Combien de temps faudra-t-il attendre pour que les banques retrouvent un fonctionnement normal ? Les Etats vont-ils être obligés d'intervenir de nouveau massivement ? Comment vont-ils gérer la forte augmentation de leurs dettes et les risques de défauts de certains Etats-membres ? Comment pourront-ils simultanément réagir aux demandes des groupes de pression et à la contestation sociale ? La BCE va-t-elle pratiquer une politique de taux nuls et d'acquisition directe de titres publics et privés ? Comment sortir d'une éventuelle trappe à liquidité ?

A plus long terme, on peut se demander dans quel état l'Europe sortira de la crise : quelle sera la nouvelle place de l'Etat, quel sera l'endettement public, quels seront les taux d'intérêt (y a-t-il un risque de crack obligataire ?).

Erik Nielsen, chef économiste de Goldman Sachs pour l'Europe, nous a livré en mars 2009, quelques éléments de réponse à ces questions.

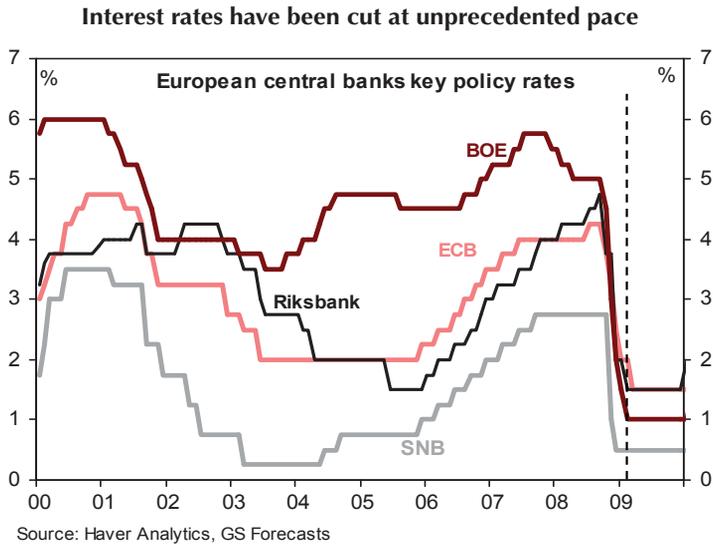
How will the Story for Europe Unfold?

This presentation will focus less on forecasting, and more on the discussion of risks and policy responses.

The baseline scenario forecast for the GDP growth in the Eurozone is minus 1.9 for 2009, which is very likely to be downgraded next week to minus 2.5-2.8. However, it should be mentioned that it is impossible to forecast anything in the current uncertain environment, when all economic models break down. Goldman Sachs forecast is not based on a fancy model but on the analysis of former recessions. The previous experience shows that the average small recession has a "V" shape and one can come out of it via exports, whereas to come out from really bad recessions, like the one we are having right now, you need private consumption due to global span of such recessions and thus no possibility for increased exports.

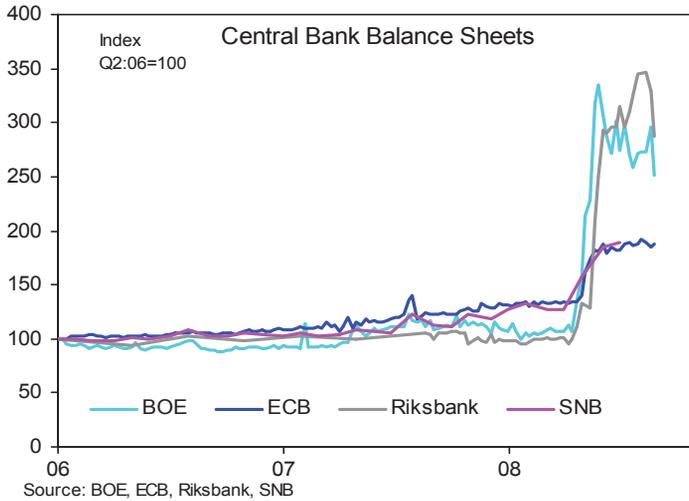
As to other forecasts, there is no inflation fear. We expect the European Central Banks (ECB) to cut their interest rate to 0.5 percent and then entertain quantitative easing, meaning purchases of assets.

Now let me talk about policy responses. We all know that all over the world, interest rates were cut at the unprecedented pace. While this is a positive development, it has been too slow in case of ECB. Based on the calculations, it is not inconceivable that the Eurozone has lost around 75 billion Euros because of tight financial conditions due to slowness of the ECB, which should have aligned its interest rates with the rates of Federal Reserve, and then lower it along with the Fed. This calculation is based on the assumptions that the yield curves would become identical and trade weighted euro exchange rate would freeze since August 2007, when the ECB alleged to have recognized the eruption of the crisis. So, there is a cost. The hawks would say that by going slowly, it is easier to come out again and adjust later on. I do not support this view, but even if we followed it, it is still worthwhile thinking about the output lost due to this policy, which should be regained on the way up. I should mention that I did not recommend the ECB to cut interest rates since August 2007 and I believed that they were doing a good job. I only became critical of them in the wake of Lehman Brothers collapse. Nobody has a perfect foresight, but the point is that it has cost us too much.



The ECB has done a lot in terms of expanding its balance sheet, but again the Fed and Bank of England have gone more aggressively. The ECB has done it through the Repos. Now the technical issue is what to buy. My answer is sovereign debt, but I will come back to this later.

Central banks' balance sheets have exploded

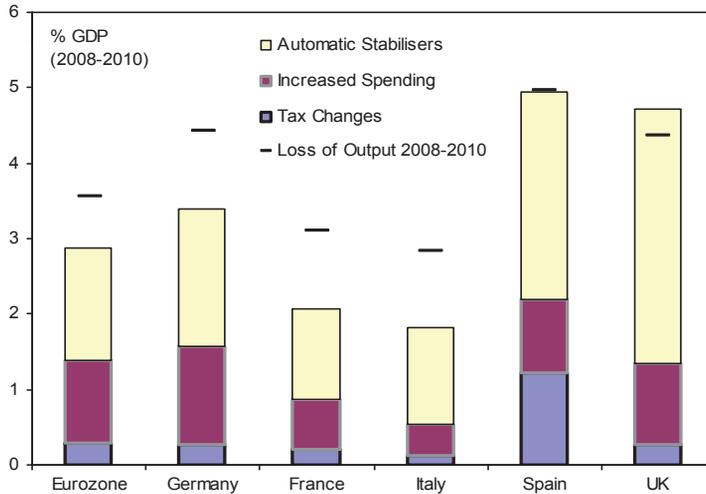


Source: Goldman Sachs Economics Research. All rights reserved.

Since the beginning of the crisis, there has been tightening of the financial conditions. The recent easing of the financial conditions for the United-Kingdom (UK) and Sweden and tightening for Switzerland has been due to exchange rate. And there has been little move in the Eurozone. There is anecdotal evidence that the weaker pound is helping.

With regard to fiscal policy, I do not think that the fiscal policy in Europe has been as poor as claimed by the US, even though more could have been done. If we look at the ratio of the fiscal stimulus (automatic stabilizers, additional spending, and tax cuts multiplied by fiscal multiplier of 1.5) as a ratio of output gap, then around 50 percent of fiscal gap would be met by fiscal easing in Europe, and 60-63 percent in the US.

The fiscal response has been meaningful



Source: Goldman Sachs Economics Research. All rights reserved.

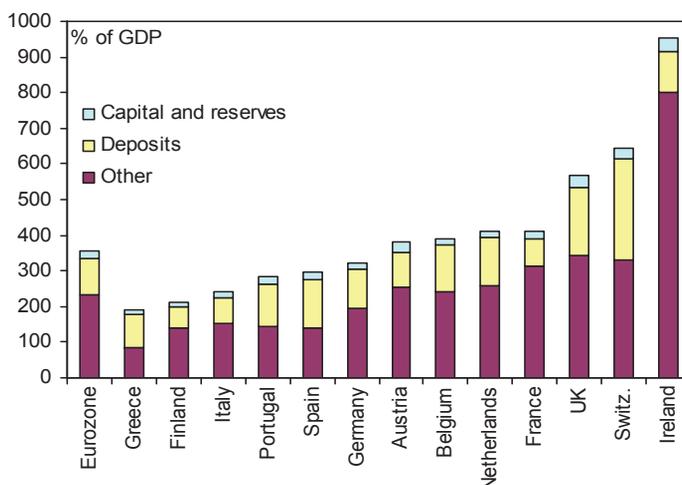
If the ECB cuts rates as anticipated, the forecast is a slight euro depreciation of 2-3 percent, and then to get easing of the financial conditions that should give some stabilization to growth. But as mentioned earlier, we should not spend too much time on baseline scenario. The fact is that this is the largest recession, or depression, that we've had since the Second World War (WW2). This could turn out even worse, because the global trade has *de facto* collapsed. Exports from Japan are down 40 percent which would lead to 6 percent contraction this year. When the crisis started, the mistake was to say that this was credit crunch that happened in America, so countries with saving deficits, like US, the UK, Ireland would do badly, while countries with savings surpluses, like China, Japan, and Germany would do well. But what we saw after Lehman brothers is the collapse of global trade. My initial hunch was that it was due to lack of trade finance, but this is not sure anymore. This creates a new environment because large exporters would get a massive recession. In addition, small open economies with current account deficits would get a collapse of current account deficits, which would lead to even larger recessions. Recession in Germany will be a walk in the park in comparison to recession that Poland would get, which of course has a negative feedback into Germany.

Could private consumption recover faster than expected? In the recent period of rising inflation, people froze their nominal spending which led to one to one relationship between inflation and retail sales, which have not happened since

WW2. The possible reason for this could be high perceived inflation, because inflation was led by frequently bought goods, which made it appear higher for households. Due to lower forecasted inflation, or even negative inflation, driven again by frequently bought items, will we continue to observe the same relationship between inflation and private consumption? We will have an increase in savings rate, as is always the case during downturns, but to what extent? We will have an increase in real disposable income despite rising unemployment due to lower inflation and the fact that salaries are indexed to previous year inflation. It is not inconceivable, that the savings ratios will not go up to 14 percent as we forecast, but only to 13 percent, then we get a positive growth in the third quarter. On the other hand, if savings ratio goes up to 16 percent we can expect positive growth by the end of the 2009.

As to European banks, investors in the markets think that they are hopeless; they are on the water and are about to go under, to put it very bluntly. And it is possible that we will have nationalization of the banking system to a larger extent, but nobody can be certain about this. If this were the case, we should look at the banks' balance sheets with respect to GDP. In case of nationalization, the state receives both assets and liabilities, but they are not added to the public debt. What counts is the share of assets which are non-performing. As to Ireland, which looks horrendous, it is a tax haven and many banks have set up their subsidiaries and have balance sheets that look big without having any operations. When the Irish government guaranteed the entire banking system, it said "for the Irish banks", which means four banks, whose assets equal to 100 percent of Irish GDP. In the last days, there has been a lot of discussion about bailing out. Germany has made a big turnaround, by refusing to state this at the beginning and now becoming the most vocal supporter of bailouts. The question is, when Germany and France have to bail out Ireland, what conditionality would be going to be attached. These two countries have constantly argued for tax harmonization, which was opposed by Ireland, Great Britain, Denmark and the Central Europeans, with only Ireland in the Eurozone. Therefore, in case of bailout, it would not be unreasonable to ask the Ireland to align its tax rates with other euro countries.

What if the banking systems need to be nationalised? (balance sheets as percent of national GDP)



Source: Goldman Sachs Economics Research. All rights reserved.

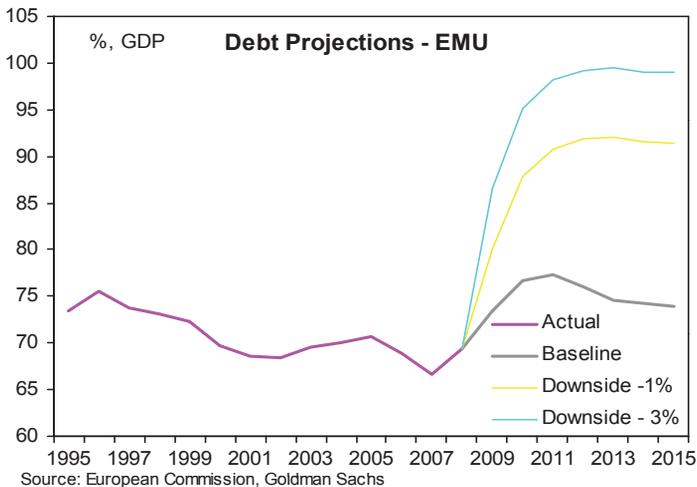
Moreover, we often hear that European banks have lots of assets which are not marked to market and are not priced appropriately, compared to American banks. I do not agree with this. The write downs in European banks have not been lagging the US banks. The other issue is that Europeans have more loans on their balances sheets, which turn non-performing during recessions. An interesting issue is that non-performing loans in France and Spain have been disconnected from growth, which might mean that non-performing loans will not increase that much, but this is very uncertain.

Another issue is that many European banks, such as Austrian, Greek, some French, and Italian have investment in Central Europe. Households in these countries have loans denominated in foreign currencies, which means if local currencies depreciate by 30 percent, banks will have large problems which would be spilled over to Western banks. Apart from banks, when we assume a scenario under which foreign direct investments and other financial flows stop, and we add current account deficits and the amortization (repaying of debt that cannot be rolled over), this would have to be absorbed by an adjustment of the current account. In case of Hungary, Poland and Czech Republic you would need a turnaround in the order of 15 percent of GDP. These are the calculations under assumption of no additional politically motivated inflows, such as IMF loans. The worst we have seen so far is Thailand, where turnabout was 21 percent. The good news is that the exchange rate has dropped by 20-40 percent,

which, based on elasticity calculations, could lead to that kind of turnaround. However, this adjustment is usually done by increase in exports, and if the world is in the recession, this should happen on the import side, which would lead to catastrophic effect on GDP. The small economies, like the Baltic and Balkan states, would require a turnabout of 40 percent to GDP, which is in my view impossible. The good news is that they are small and can be easily bailed out, but still this would amount to 40 billion Euros. I am sure that the International Monetary Fund (IMF) will come in, and there will be also some co-financing by the European Union (EU), as we have seen already in Hungary. I am also sure that there will be some conditionality, like abandoning fixed exchange rate regimes, similar to Argentina.

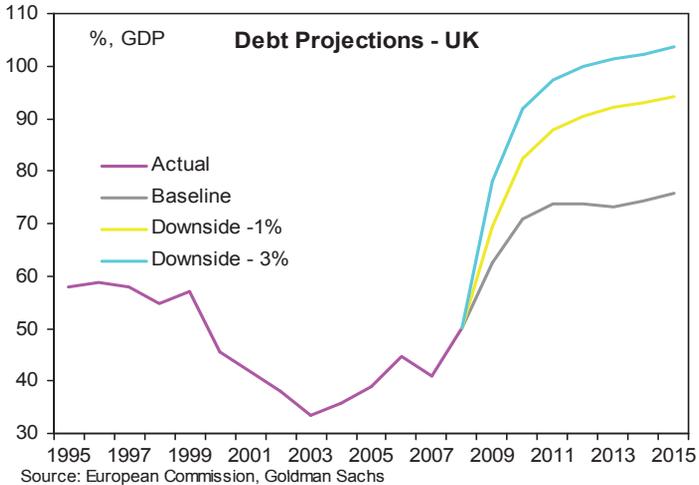
If we assume that 3 percent of assets in the European banks are non-performing, this would mean that the public debt would go up from around 65 to 100 percent of GDP. However, nobody defaults because debt to GDP is high; it is rather the inability to borrow more. If we look at the bond issuances, the 3 percent defaults would lead to new Eurozone issuance of bonds at the level of 1.8-1.9 trillion Euros, which is equivalent to what is happening in America, where bonds are planned to be issued worth around 2 trillion dollars. While this looks dramatic, it should be remembered that public debt issuance amounts to 15-20 percent of total debt issuance. And since in this environment, there is little private debt issuance, the money will probably be available.

Public debt projections after banking crisis work-outs



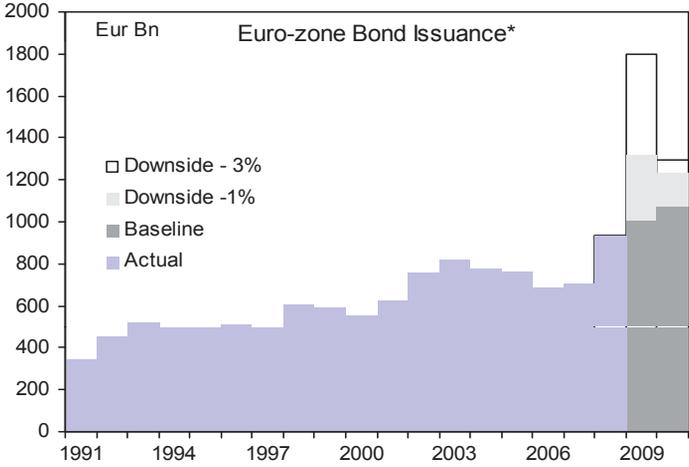
Source: Goldman Sachs Economics Research. All rights reserved.

Public debt projections after banking crisis work-outs



Source: Goldman Sachs Economics Research. All rights reserved.

Sovereign debt issuance in banking crisis work-out scenarios



Source: Goldman Sachs Economics Research. All rights reserved.

We are going to have six month of negative prices growth, which is not deflation according to my definition. Deflation is when negative price growth leads to negative wage growth and when purchases are delayed, which would lead to terrible spiral downwards. There are two companies in UK, where labour markets are more flexible, that imposed nominal wage reductions. In construction business, it amounted to 7.5 percent and in IT firm – about 2.5 percent. This is unprecedented, and we have only seen some of it in Japan and it took them 10 years to get out again. If this is the case, we need 1) fiscal easing, 2) quantitative easing and 3) weak exchange rate.

There is not much room for fiscal easing. The reasons are the development of spreads that we have seen, the lack of effect of solidarity announcements in the Eurozone, and the tightening of budgets in Central Europe due to currency depreciations. As to quantitative easing, there has not been enough done, but it involves a problem, because the purchase of assets has to be done in proportion to member states, but there is only one asset, government bond, that has issuances in all of the countries. For example, commercial debt is issued by 3 or 4 countries in the auto industry. But, then it is also unfair to extend credit to a few large companies. What about all the small and medium enterprises? And then there is an issue of weak euro, which is not necessary to be realized, taking into account the Japanese experience.

A proposal is that the G20 countries should announce a coordinated fiscal expansion of about 10 percent of GDP, which has to be all in cash, no investment in infrastructure. It can take form of tax cuts or, even better, transfers to the poor. The reason is that you will not get out of this crisis until you have demand, which will not come around until people feel money in their hands. In addition, this increase should be financed by money printing. Then ECB can buy it all out via purchases of sovereign debt on the secondary market, which is legal, even though perceived by the Germans as a breach of the spirit of the agreement. If it does not work this year, such fiscal easing should be extended to the next year. This should not be inflationary, because inflation picks up only if money printing exceeds money demand, but the ongoing deleveraging means that money demand is higher. However, if it does lead to inflation, the central bank can buy even more, because it cannot allow financial conditions to tighten. This is a proposal out of the box, but I think that this is the crisis that can potentially become the worst we have ever seen, and potentially, it can change society, in the sense that there will be political upheavals. This calls for extraordinary measures.

Debate

How do you see quantitative easing?

Until recently most central bankers thought that quantitative easing meant stepping over a very dangerous line, because it was difficult to control and to communicate. Traditionally, it was advised to cut interest rates down gradually, because by cutting them aggressively, you “use up your last bullet”. However, this is a fallacy. The central bank has no last bullet, because it can print money and do whatever it wants. Therefore, central banks should use their traditional tools, such as interest rates, as quickly as possible and then go into non traditional quantitative easing and the question is rather what to buy. Private or public debt? The initial reaction is to buy private debt, because central banks are uncomfortable with the idea of financing politicians. Besides, by targeting specific private markets, the central bank could unclog pipes with little resources (like a lazar). However, I am convinced that this is wrong for two reasons. First, this credit will be directed at big enterprises that have the clout with the government anyway. Second, this is an undemocratic process, so it would be more natural to give it to the government. In addition, banks have to be fixed, but if the government tells banks to increase lending by 5 percent, this is unlikely as there are very few viable projects, because nobody will invest unless there is a demand. So you have to create demand. Therefore, ECB has to buy sovereign bonds, which can be done in proportion to GDP or capital. The existence of single issuer of debt in the Eurozone would lower funding costs for all countries, but this is very difficult to organize within 16 members, particularly in the current crisis environment. My proposal would be to let countries issue bonds in their own name, but the community would underwrite the first two years to decrease moral hazard.

What is the cost of banks' nationalization or banks' bailout?

We do not know the value of balance sheets. But I think that we will eventually have to nationalize many of them one way or another and create good banks and bad banks. The five worst banking crises in history have added 13 percentage points to public debt. If we rely on our calculations, it would increase by 35 percentage points, which would mean that we have the worst banking crisis ever. On the other side, if you use taxpayer money to help banks, you need to have the upside, and the upside – owns the stocks that you can sell afterwards.

What will happen to households in Central Europe that have taken loans in foreign currencies?

Central Europe has the same type of legislation as Western Europe that makes it impossible for households to walk away from their house. There are various discussions in countries to help the indebted households in order to prevent the unrest. When politicians in Central Europe are asked about bailing out banks, they are not willing to do it, because ten years ago they have privatized their banking systems to western banks (at the advice of international institutions), so now they expect the shareholders to put up the money. On the other hand, politicians in Austria and Greece want to see the one to one relationship between money put into their banking sectors and new local lending. This creates space for international intervention by the World Bank and IMF.

Que peut-on attendre du G20 en termes de régulation et de gouvernance ?

Le 15 novembre 2008, le Groupe des 20 réuni à Washington a exprimé sa détermination à « travailler ensemble pour restaurer la croissance mondiale et réaliser les réformes nécessaires dans les systèmes financiers du monde ». Au-delà des grands principes, les chefs d'État et de gouvernement se sont entendus sur une longue liste de mesures à prendre « d'ici au 31 mars 2009 » et « à moyen terme ».

Le 2 avril 2009, le G20 se réunira de nouveau à Londres. Que peut-on attendre de cette réunion ? Les « actions immédiates » décidées en novembre 2008 ont-elles été menées ? Quelles pourront être les actions concrètes en matière de régulation financière et de gouvernance mondiale ? Quelles sont les intentions de la nouvelle administration américaine dans ce domaine ?

Depuis fin 2008, la crise macroéconomique s'est aggravée et la tentation protectionniste s'est précisée. Que peut apporter le G20 en termes de coordination internationale ?

Michel Aglietta, Pierre Jaillet, Patrick Allard étaient invités le 6 mars 2009 à répondre à ces questions.

Le G20 est un groupe étrange dans sa composition (ce n'est plus le G7 mais ce n'est pas non plus le G24) qui ne donne pas l'impression d'avoir une opinion marquée. Le Japon est absent de la scène ; l'Europe fait face à un manque de coordination ; tout le monde est en attente de ce que vont faire les Etats-Unis ; le Royaume-Uni est hyperactif, mais pas innocent, car il a une place financière à défendre.

Du Sommet de Washington en novembre 2008 est sortie une feuille de route assez détaillée dont les principaux points sont : la régulation financière ; l'économie réelle (et notamment les risques de protectionnisme) ; la réforme des institutions. Mais en attendant le Sommet de Londres, le 2 avril 2009, l'information sur les comités de travail est quasiment inexistante. Nous ne savons pas s'ils se réunissent, ni où ils en sont.

L'objet de cette séance est de faire le point sur l'avancement de la réflexion en matière de régulation et de gouvernance.

Les réponses d'urgence adoptées par les pouvoirs publics pour faire face à la crise n'ont pas toutes eu les mêmes effets.

Les mesures qui ont eu du succès ont favorisé le dégel du marché interbancaire (retour non pas à la normalité, mais à celles qui prévalaient avant la crise systémique de l'automne 2008), grâce aux différentes dispositions des banques centrales ; l'évitement de l'implosion du marché des CDS, grâce aux garanties apportées aux institutions *market makers* dans les transferts de gré à gré ; le marché du papier commercial remis en route par la Fed.

Les mesures qui ont échoué viennent du fait que l'on est tombé dans le « piège japonais », c'est-à-dire le traitement de l'insolvabilité bancaire au coup par coup et en réaction à l'événement. Mais aujourd'hui les pertes cumulées dépassent les 1000 milliards de dollars et tout le système se trouve touché (ex : Fortis, Hypo Real, RBS...). Par ailleurs, en faisant absorber des banques en faillite par d'autres qui ne valent pas mieux, des monstres bancaires ingouvernables (dont le City Group est emblématique) se sont constitués.

Les mesures qu'il reste à adopter doivent avoir pour objectif la constitution d'une *bad bank* financière et la sortie obligatoire des actifs toxiques après *stress test* conduit par les superviseurs. Pour cela il faut viser, selon la situation financière, la recapitalisation par apport de fonds publics et à travers des *swaps debt-equity*

avec les créanciers privés. Pour les banques insolvables, la seule solution réside dans la nationalisation temporaire et la restructuration sous administration de superviseur.

Les orientations majeures de la régulation financière et la réponse à la fragmentation de l'Europe s'articulent autour de trois axes principaux.

Les réformes financières qui vont être envisagées dans le cadre du G20 devraient s'orienter vers la régulation macro-prudentielle, laquelle doit permettre d'élargir le périmètre de la supervision à toutes les entités systémiques. Cela suppose qu'il faut identifier le risque systémique quand il se constitue et non pas lorsqu'il se développe.

Il faut par ailleurs renforcer la gouvernance dans la banque d'investissement et dans tout ce qui participe du transfert de risque de crédit aux investisseurs. La restructuration du système financier suppose notamment la prohibition des structures hors-bilan des banques d'investissement. Cela passe par une remise en cause de Bâle II. Les agences de notation sont totalement décrédibilisées, ce qui est lié au fait qu'elles ne notent que le risque anticipé et non pas le risque non-anticipé. Les modèles internes sont en effet inadéquats pour prendre en compte le risque endogène. C'est le problème de la régulation micro-prudentielle capable d'établir des contre-pouvoirs conduisant à des incitations qui maîtrisent la prise de risque et l'alignent sur les intérêts des investisseurs.

Il faut opérer des changements institutionnels pour surmonter la fragmentation de l'Europe. Le rapport Larosière mentionne un *first best* consistant en la centralisation de la supervision. Mais en raison de barrières politiques, il suggère un *second best* visant à surmonter les carences de législations hétéroclites et de crispations sur les prérogatives nationales par des dispositifs de coordination. La mise en place d'un Conseil européen du risque systémique sous la présidence de la BCE devrait permettre de définir une politique macro-prudentielle et de construire des indicateurs d'alerte du risque systémique grâce à la synthèse des informations fournies par les superviseurs nationaux. Le renforcement des collèges internationaux de superviseurs pour les banques, les compagnies d'assurance et les maisons de titres devrait pour sa part accorder plus d'attention aux répercussions transfrontières, aux positions hors bilan et aux pratiques de gestion du risque des institutions financières.

La régulation prudentielle doit reposer sur trois principes clés.

Afin de combattre le risque systémique dans la finance globalisée, il convient de repérer le risque endogène provoquant des dynamiques auto-renforçantes. Celui-ci est fondé sur : le pur mimétisme, engendré par l'incertitude à laquelle font face les opérateurs et qui se traduit par une polarisation des activités ; des exter-

nalités par interconnexions (risque de contrepartie) ; des ventes forcées d'actifs par évaporation de la liquidité de marché. Les *stress tests* des banques sont en effet incapables de mesurer les effets *boomerang* des dynamiques endogènes. Il faut donc adopter des mesures de risque des contreparties conditionnelles à l'hypothèse qu'une banque est en difficulté (mesures Co-Var prenant en compte la répercussion systémique des banques, c'est-à-dire les pertes qu'une banque provoque chez les autres banques et qu'elle reçoit en retour). Il faut par ailleurs tenir compte du problème crucial de la liquidité des entités de marché avec distorsions d'échéance. La liquidité de bilan (*funding*) dépend de la capacité de refinancer les positions, de l'importance des marges exigées (*haircut*), des obligations de rachat. Elle interagit avec la liquidité de marché qui s'évanouit avec les ventes d'actifs en masse qui font s'effondrer leurs prix. Il en résulte une spirale des pertes : les actions des institutions individuelles pour rester solvables poussent le système à la ruine, d'autant plus que les entités de marché ont des bilans *marked-to-market*. Enfin, le levier procyclique amplifie les dynamiques de prix d'actifs et d'alternance de sur et de sous liquidité : il en résulte que les mesures micro de risque de crédit sont totalement inadéquates ; les baisses des prix d'actifs sous la pression des ventes forcées élèvent les corrélations dans les pools de crédits reposant sur ces actifs et aggravent la détérioration des bilans des entités.

Il faut par ailleurs établir la géographie des entités à réguler, c'est-à-dire celles qui ont une capacité d'incidence systémique, soit de par leur activité propre, soit de par leur appartenance à un groupe mimétique (en cas de crise de liquidité, ces entités risquent de se précipiter sur les ventes massives d'actifs, comme cela a été le cas pour les *hedge funds*). Les règles micro prudentielles sont aussi à revoir. Il faut en particulier prohiber ou désinciter les entités systémiques à déplacer des actifs dans des structures hors bilan déconsolidées.

En ce qui concerne la macro régulation contra-cyclique, les banques centrales doivent disposer d'indicateurs d'alerte du risque systémique visant à modérer l'expansion du crédit dans la phase euphorique du cycle financier. Pour cela, elles doivent définir les entités systémiques à réguler, ce qui suppose une collaboration étroite entre les banques centrales (niveau macroéconomique) et les superviseurs (niveaux microéconomiques) visant à pallier le manque d'architecture d'analyse du risque systémique. Il faut faire du correctif précoce, ce qui implique la mise en place d'un collège de régulateurs, collège qui ait suffisamment de pouvoir (des « dents ») pour transformer de la dette en capital très rapidement (*debt-equity swaps*). La maîtrise de la liquidité passe par l'introduction d'une comptabilité *mark-to-funding*, qui consiste à couvrir des pools d'actifs par des pools de dettes sur lesquelles ils sont adossés. Il faut par ailleurs imposer une contrainte pour risque de liquidité de manière à inciter les entités systémiques à recourir au financement à long terme et à réduire leur levier. Il est possible soit

de moduler le capital réglementaire d'un coefficient d'autant plus grand que la maturité effective est courte, soit d'imposer des réserves marginales sur ces actifs modulés selon le même critère.

PIERRE JAILLET

Il convient tout d'abord de replacer ce sommet du G20 dans une perspective historique. Le choc lié à la chute de Lehman Brothers a entraîné une réaction politique forte. Le premier sommet en novembre a permis l'élaboration d'une feuille de route avant le deuxième sommet qui aura lieu le 20 avril à Londres. A l'heure actuelle, quatre groupes de travail sont en place : régulation et transparence ; coopération internationale et intégrité des marchés ; réforme du FMI ; réforme de la Banque mondiale et des banques régionales.

Le diagnostic en matière de régulation et transparence met l'accent sur la fragmentation des mécanismes de supervision et du caractère pro-cyclique des normes. Il faut donc une meilleure régulation des risques, ce qui implique un meilleur contrôle des agences de notation ainsi que des règles en matière de rémunérations afin de réduire les incitations à prendre des risques excessifs. Il faut aussi s'attaquer aux « trous noirs » de la finance, en particulier les *hedge funds*.

En ce qui concerne la coopération internationale et l'intégrité des marchés, la crise peut s'expliquer à la fois par un problème d'anticipation (incapacité des autorités à évaluer correctement le risque) et de coordination. Dans le domaine de la supervision bancaire, par exemple, cela justifie la mise en place de collèges de superviseurs réunissant des membres à la fois des pays d'origine et d'accueil des institutions financières ; il faut aussi privilégier l'échange d'informations et la gestion coordonnée des crises. Le renforcement de la coopération internationale doit aussi passer par une extension des prérogatives et du *membership* du Forum de Stabilité Financière (FSF), comme des organismes qui définissent les normes comptables. Le rôle du FMI dans la surveillance macroéconomique et macro-financière doit être affirmé et étendu. Il en va de même du Groupe d'Action financière (GAFI) et de l'OCDE, dans le domaine des juridictions non coopératives et de la lutte contre le blanchiment. Il faut aussi aller plus loin dans la transparence fiscale et la lutte contre le secret bancaire.

Le FMI a joué un rôle moteur du début des années 1980 au début des années 2000, avant de rentrer dans le creux de la vague. Avec la crise actuelle, le Fonds retrouve une nouvelle légitimité, mais il risque de ne pouvoir faire face à un excès de « clients ». Il faut donc accroître ses ressources, à l'image du Japon qui s'est engagé dans un prêt bilatéral de 100 Mds de dollars. L'Europe est elle

aussi prête à débloquer des ressources. Au-delà, on observe une vive pression politique internationale en faveur d'une réforme plus profonde du FMI ainsi qu'une remise à plat des quotes-parts, qui permettrait en particulier d'accroître le poids de certains pays émergents et de mobiliser une plus grande quantité de ressources. Enfin, la conditionnalité du FMI doit être à la fois plus souple et mieux adaptée à la gamme d'instruments de financement eux-mêmes capables de faire face à des problèmes de stabilité financière et de contagion bancaire.

La Banque mondiale doit pour sa part mener une action plus contra-cyclique et être à même de pouvoir débloquer rapidement des ressources pour compenser les fluctuations économiques et les à-coups des financements de marché. Elle doit elle aussi réviser sa conditionnalité.

On attend peut-être trop du G20. Il ne s'agit pas de refaire Bretton-Woods ; mais ce n'est pas de la cosmétique non plus. Il y a des lignes de fractures entre les pays qui veulent réformer tout le système et ceux qui veulent une gestion de la crise à court terme. Les marchés émergents, notamment, considèrent qu'ils ne sont pas les responsables de la crise, mais les victimes. En outre, il ne faut pas se tromper de cible. La crise n'a pas pour origine principale les paradis fiscaux ou les *hedge funds*, mais bien les institutions bancaires, *a priori* bien régulées et supervisées, qui se situent au cœur du système. Il faut aussi prêter attention aux propositions ambitieuses, comme celle de la France et de l'Allemagne, d'établir une liste de juridictions non-coopératives ne respectant pas les règles du jeu international. Dans ce domaine, un accord est aussi nécessaire que difficile à obtenir.

Se pose enfin un problème de gouvernance mondiale. Le G7 n'a pas disparu, mais il est peu probable que les pays du G20 acceptent de perdre leurs nouvelles prérogatives et de ne plus être prenantes de discussions sur les sujets à l'ordre du jour du sommet d'avril. La question se pose cependant de savoir si le G20 est le forum le plus adapté pour la coordination des politiques macroéconomiques en matière budgétaire ou de changes, qui pourrait rester encore quelque temps du ressort d'un G7 élargi.

PATRICK ALLARD 

1. Montée des menaces protectionnistes ?

La crainte d'une montée du protectionnisme comme réaction à la crise est dans tous les esprits. De fait, la prévention des menaces protectionnistes et la réforme de la gouvernance sont étroitement liées. La communauté internationale ne pourra endiguer les menaces à l'ouverture des marchés autrement qu'en

renforçant, complétant les règles de la gouvernance économique mondiale et en réformant ses institutions.

Tout le monde a en tête ce qui s'est passé après la crise 1929 : l'effondrement du commerce international aggravé et entretenu par le recours progressivement généralisé à des politiques monétaires ou économiques et commerciales non coopératives. Jusqu'ici, on observe des craintes, des mises en garde, des dénégations, mais guère de faits qui pourraient constituer une tendance. Quelques pays ont pris des mesures classiques d'augmentation des droits de douanes sur certains produits. C'est le cas de la Russie (sur les importations de voitures d'occasion), de l'Inde (sur les produits sidérurgiques). Ces mesures ne débordent pas le niveau de droits consolidés et restent conformes aux règles de l'OMC. Il n'est toutefois pas indifférent que ces pays aient signé l'engagement du G20, évoqué plus haut, à s'abstenir de telles mesures pendant 12 mois. Il y a aussi l'alerte que constitue la référence au *Buy American Act* de 1933 dans le programme de relance approuvé par le congrès américain, même s'il a été amendé par rapport à la rédaction initiale et si le Président Obama a rejeté l'option protectionniste.

Plus inquiétant, on constate que le protectionnisme d'aujourd'hui n'est plus seulement commercial. Mondialisation financière obligeant, il s'étend aux relations financières entre Etats. Avec un renversement, puisque la hantise n'est plus seulement celle du nationalisme économique, se traduisant par des restrictions aux investissements directs étrangers (IDE) mais également par la menace de repli des flux de crédit et de capitaux des centres financiers vers le reste du monde. C'est cette double crainte que ressentent les cercles dirigeants chinois.

On ne peut ignorer que le contexte est dangereux, propice comme rarement à la tentation protectionniste. La crise économique est violente et générale ; elle promet d'être profonde et risque d'être durable. Le commerce mondial a plongé. Par ailleurs, le cycle de Doha reste bloqué (là aussi en dépit de l'engagement des Etats au G20). La montée des émergents, dont le niveau de protection tarifaire et non tarifaire est généralement plus élevé que celui des pays établis, rend plus difficile la conclusion des négociations. Le « retour des Etats » présente lui aussi des risques en raison du renouveau de l'activisme budgétaire alors que l'incertitude règne sur la valeur des multiplicateurs et que la coordination des actions n'est qu'imparfaitement assurée. La tentation est grande d'amplifier le retour des mesures budgétaires en termes d'effets sur l'activité et l'emploi, en commençant par cibler les secteurs à faible contenu en importations. Enfin, les règles internationales présentent des lacunes considérables. Elles restent centrées sur les échanges de marchandises. Les accords sur les achats publics sont loin d'avoir une application universelle, soit que des Etats importants, comme la Chine, n'en soient pas signataires, soit que les Etats signataires aient signifié des vastes domaines d'exemption (Etats-Unis, Union européenne). La possibilité

existe en principe d'en compenser les effets en introduisant des droits compensatoire sur les marchandises bénéficiant d'un financement subventionné. Mais, la généralisation des interventions en faveur des banques ou de l'industrie automobile dans un grand nombre de pays devrait les inciter à tous s'abstenir d'agir, par crainte de représailles.

2. Réformer la gouvernance mondiale

La crise, dans sa dimension financière et économique, a rendu évident que les pays industrialisés et les pays émergents ont un intérêt commun à réformer le système économique mondial pour le préserver. Les puissances établies disposent d'une fenêtre d'opportunité pour associer les puissances émergentes à des réformes permettant de préserver et de consolider un système économique mondial ouvert mais régulé, notamment par la mise en œuvre de normes sociales et environnementales. En clair, le grand marché idéal se présenterait ainsi : les pays industrialisés acceptent de faire de la place aux pays émergents dans les institutions internationales ; ceux-ci acceptent alors de prendre leur part de responsabilité pour contribuer à la gouvernance selon nos règles adaptées.

Le G7 ou G8 doit conserver son rôle de pilotage politique et d'orientation mais doit être élargi à d'autres puissances économiques, pour des raisons de légitimité et de consensus international, mais aussi pour des raisons d'efficacité. Il n'y aura toutefois amélioration de l'efficacité de la gouvernance économique internationale que si les nouveaux venus acceptent de se comporter en acteurs responsables de l'ordre à la réforme duquel ils sont appelés à contribuer.

Le G20 n'est sans doute pas un format optimal. C'est un format de circonstances, hérité des crises de la fin des années 1990. Surtout, il paraît trop nombreux pour s'accorder avec l'idée d'un groupe doté de la légitimité nécessaire pour exercer un *leadership*. Il n'y a qu'à observer, pour s'en convaincre, l'insistance de pays ou régions (l'Espagne, les Pays-Bas, la Suisse, les pays de la zone-franc) qui n'en sont pas membres à y être intégrés, avec l'argument explicite que leurs intérêts ne sont pas représentés.

3. Conclusion

D'autres crises ont récemment secoué la communauté internationale : crise énergétique, crise climatique, crise alimentaire... Elles ont suscité des engagements et donné lieu à des sommets dont les priorités restent d'actualité dans de nombreux pays en dehors du G7, même élargi. Le cycle de Doha, centré sur le développement, ne peut être abandonné à un échec annoncé ; le sommet de-

vrait être une nouvelle occasion de le finaliser. L'idée est avant tout d'adresser sans relâche un message politique : que nous n'oublions pas les pauvres et que le reste de l'agenda ne passe pas à la trappe.

La notion de séquence de sommets est un moyen de gérer la multiplicité des sujets. Elle peut être aussi un moyen de gérer la multiplication du nombre des Etats concernés. On pourrait envisager un réseau participatif de conférences, dotées d'agendas différents et rassemblant des Etats différents, en fonction des sujets traités. De ce point de vue, une approche par les Biens publics mondiaux pourrait être pertinente en termes de substance et procurer la flexibilité nécessaire, en termes de format.

Perspectives économiques régionales pour l'Europe

L'Europe est en pleine récession et des politiques de relance sans précédent ont été mises en place pour faire face à la crise. Ont-elles des chances de réussir ? Sont-elles suffisamment coordonnées pour une région fortement intégrée ?

Marek Belka et Edda Zoli sont venus le 12 mai 2009 présenter aux membres du Club du Cepii la dernière version des perspectives économiques régionales pour l'Europe réalisées par le FMI. Ce rapport, sous embargo jusqu'à cette date, met en avant le cercle vicieux entre le secteur financier et l'économie réelle, cercle vicieux qui se trouve renforcé par les effets « trans-nationaux ». Cette spirale peut retarder la reprise et créer des risques de récession longue. Restaurer la confiance dans les marchés financiers et mener une action politique déterminée sera essentiel pour le retour de la croissance et le succès des plans de recapitalisation.

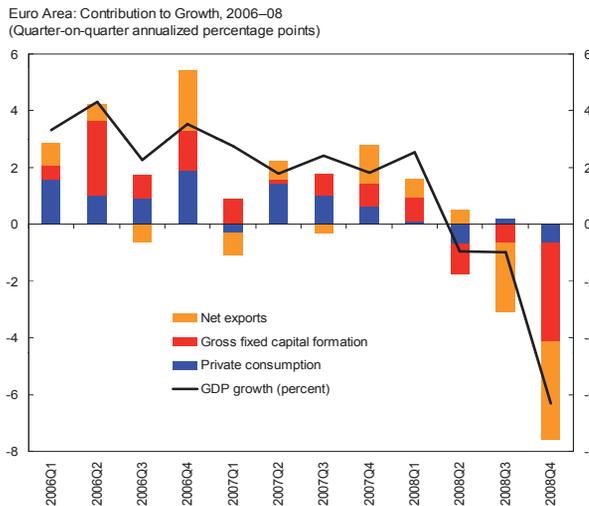
Les nouvelles dispositions adoptées en termes de politique budgétaire devraient aider à une reprise, notamment si la soutenabilité des finances publiques n'est pas remise en cause, grâce à des mesures permettant de renforcer les stratégies budgétaires de moyen terme.

Pour être efficaces, les actions de politique économique devront être fortement coordonnées entre les économies avancées et les économies émergentes.

Synchronized Recession

The recession in Europe has quickly become broad-based consisting of both domestic and foreign demand components. Although private consumption has held up in Europe better than in the United States, all components of demand have responded uniformly. Inflation has fallen rapidly reflecting partly movement in commodity prices. While concerns about inflation have given way to concerns about deflation, the risk of deflation is considered to be small at this stage.

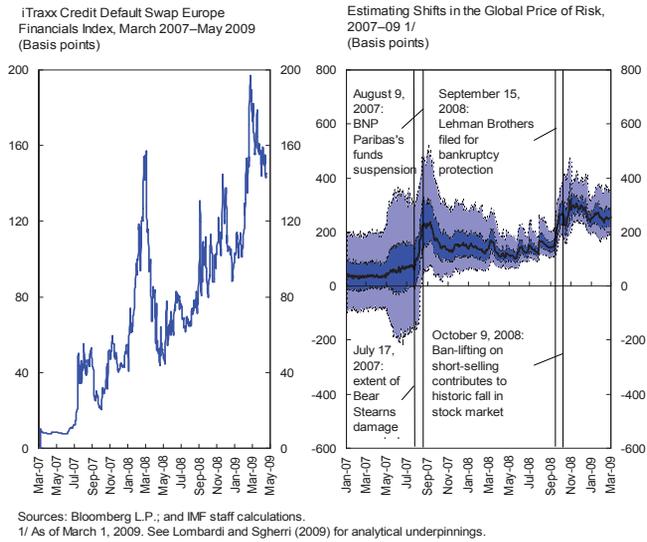
The recession is broad-based ...



Source : Eurostat, IMF, World Economic Outlook.

How did the crisis reach Europe? Europe is an open economy, highly integrated through financial and trade channels. The crisis directly affected European banks, which were holding a surprisingly large amount of toxic assets. But it also had an indirect effect on emerging Europe as the price of risk increased globally and capital inflows slowed down, resulting in tightening of financial conditions. European trade with US and Asia has been growing quite dynamically, so the impact of implosion of trade has been at least as strong or maybe even stronger than in other regions, Germany being a prime example.

Working through the financial channel...



What amplified the crisis is strong intra-European feedback loops due to high level of financial and trade integration in Europe. Moreover, Europe has its own homegrown problems, such as real estate booms and busts (Baltic States, Ireland, Spain, UK), financial mismatches (Iceland, Ireland, Latvia, UK), fiscal policy problems (Greece, Hungary), commodity dependence (Russia, Ukraine).

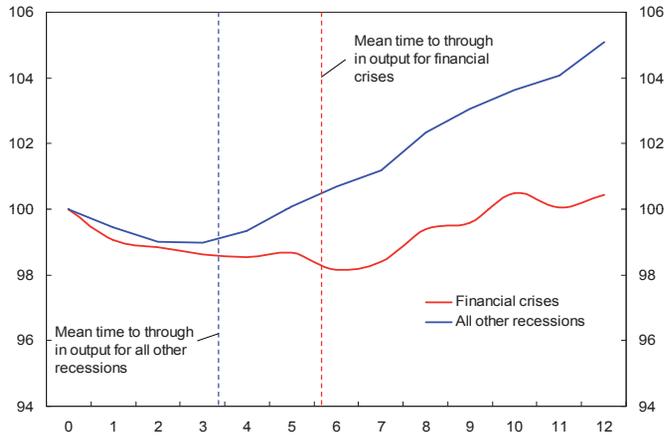
The IMF has stepped up its activities by lending to countries that were hit most by the crisis (Ukraine, Hungary, Romania and Latvia) helping them to fill financing gaps, ease the burden of fiscal adjustment, and repair their banking systems (Ukraine). The IMF has also provided insurance to so called “innocent bystanders” like Poland that benefits from the new Flexible Credit Line. In addition, the IMF offers policy advice to countries that do not need financial support.

The current recession might be longer and deeper than previous ones because it has been triggered by a financial crisis and it is global in its nature. GDP will not resume growth before 2010. We predict growth rates of minus 4 percent for advanced economies for 2009 and -0.4 percent in 2010. Emerging Europe will record a 4.9 percent decline in 2009 and a tepid recovery of 0.7 in 2010. However, there are downside risks in particular on the policy side and our forecast is conditional on continued macroeconomic support and additional action in the financial sector. The unemployment rate is expected to increase to 10 percent

in advanced economies by 2010, opening a risk for a new spell of prolonged structural unemployment.

Road to recovery may be long

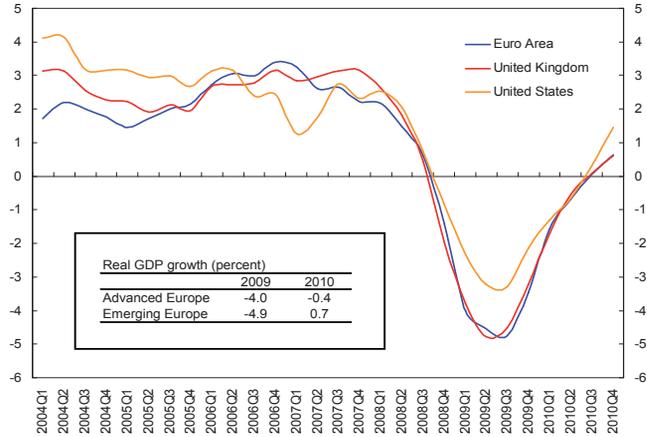
Output During Recessions and Recoveries Associated with Financial Crises and Other Shocks
(Median=100 at t=0; peak in output at t=0; quarters on the x-axis)



Source : IMF, World Economic Outlook.

GDP will decline through 2010...

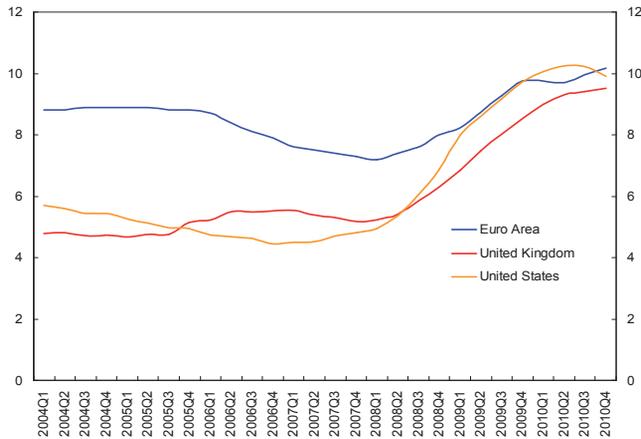
Euro Area, United Kingdom, and United States: Real Quarterly GDP Growth, 2004:Q1-2010:Q4 (Percent)



Source : IMF, World Economic Outlook.

...increasing unemployment

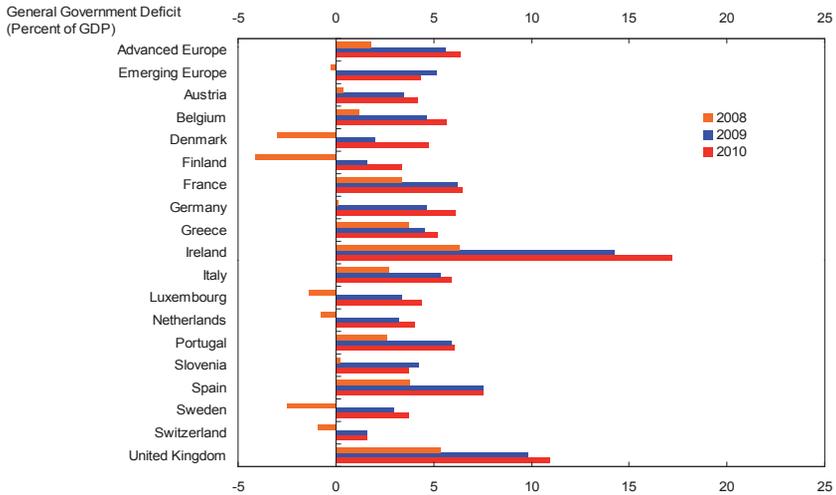
Euro Area, United Kingdom, and United States: Unemployment, 2004:Q1-2010:Q4 (Percent)



Source : IMF, World Economic Outlook.

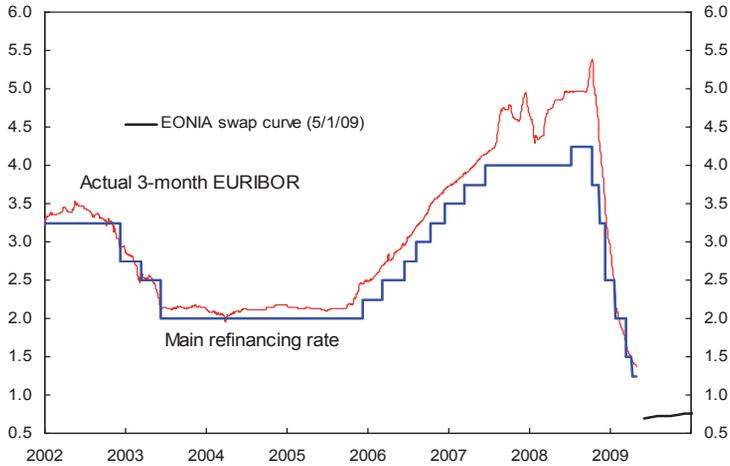
Fiscal policy has been supporting demand by discretionary stimulus and automatic stabilizers, with the latter being more important in Europe than in the US. The overall impact of fiscal policy in both regions is comparable. Advanced economies have more space for discretionary action than emerging economies. The European Central Bank (ECB) has so far provided decisive liquidity support by lowering its main refinancing rate and a range of non-standard measures.

Fiscal policy is supportive...



Source: IMF, World Economic Outlook; IMF, staff calculations.

...as is monetary easing



Source : Datastream; IMF, staff calculations.

Intervention in the financial sector has differed from country to country, particularly in its treatment of bad assets. For instance, the UK introduced an insurance scheme while Switzerland followed the bad bank model. Another example of diversity is swift but mostly uncoordinated action in deposit insurance which took place at the beginning of the crisis. This has cross border implications. Another implication is the increase in sovereign spreads in emerging Europe in October 2008 during the EU summit, indicating concerns that measures taken in advanced countries could have adverse consequences across borders. But it should be added that this reaction proved to be only temporary, so little weight should be given to this particular incident.

As to policy requirements, coherent and comprehensive action in advanced and emerging economies is needed. More forceful action in the financial sector is key. One of the important issues is to ensure full home-host coordination for cross-border banks, particularly in Emerging Europe. It is also important to improve cross border financial stability framework.

There is need for continued but also sustainable macroeconomic support into 2010, which will be more efficient when the financial sector is functioning well. Moreover, a better coordination of policies is needed, which does not imply uniformity but rather taking into account commonalities, spillovers, policy arbitrage and regional feedback loops. For example, fiscal policy can have different

effects depending on initial conditions and so it is necessary to do more when space is available and less when it is not.

Monetary policy will have to be as supportive as possible and unconventional measures will be needed. It should be noted that many emerging markets have fewer options, constrained, for example, by fixed exchange rates or foreign currency debt. For countries with sound policies, a consensual clarification of the roadmap to the Euro would be helpful.

EDDA ZOLI

Fiscal Policy in Advanced Countries: Effectiveness, Coordination and Solvency Issues

There has been unprecedented fiscal policy response to the crisis. The governments have supported the financial sector and they have also extended fiscal stimulus through discretionary spending and automatic stabilizers.

The most important issue is the effectiveness of fiscal policy which can be measured by the size of fiscal multiplier. The type of fiscal stimulus matters and, for example, infrastructure investment are expected to be more important than tax cuts for stimulating the economy, because it impacts directly on aggregate demand and there is no need to rely on the agents' response to the stimulus. In case of tax cuts, agents might save the additional income because consumption depends on their life-time income.

Some economists argue that in current circumstances fiscal policies can be more effective because the share of credit constrained consumers is going to increase and planning horizon of consumers is going to shorten. To test this hypothesis, two scenarios are analyzed: "normal circumstances" and distressed financial markets. The results show that fiscal multiplier, measured as cumulative GDP divided by the cumulative deficit, in the financial distress scenario is expected to be higher than in normal times.

There are some skeptics that say that any fiscal stimulus is going to leak abroad. Therefore, there is need for fiscal coordination, which is particularly important in highly integrated Europe. Indeed, the simulation results support this argument by showing that fiscal multipliers are higher when stimulus measures are coordinated.

Finally, fiscal policy has to be sustainable. Simulation results show that fiscal expansion undertaken in high-debt countries has a smaller impact on output than in low-debt economies.

Due to expansionary fiscal policy, large increase in debt is expected in the next years averaging 9.4 percentage points, the largest increase since the 80s. Markets are concerned about this development, which can be seen from widening sovereign bond spreads relative to German bonds. Until 2007, spreads were very low and there has been very little variance between countries. However, there has been a large increase in both since the Lehman Brothers bankruptcy, proving that markets differentiate across countries.

One of the things that drive these spreads is the repricing of risk and lower willingness and ability of investors to bear risk – common component in sovereign spreads. This common component has increased in the wake of the crisis. Among other determinants of spread behavior, projected increased debt (Ireland, Greece, Portugal, Austria and Italy) and concerns about the solvency of the national banking systems (Austria and Ireland) are also significant factors.

In order to ensure fiscal sustainability, a credible medium-term strategy should be adopted, which should consist of fiscal consolidation, growth-enhancing reforms and transparency. Fiscal framework, such as stability and growth pact, will need to be strengthened.

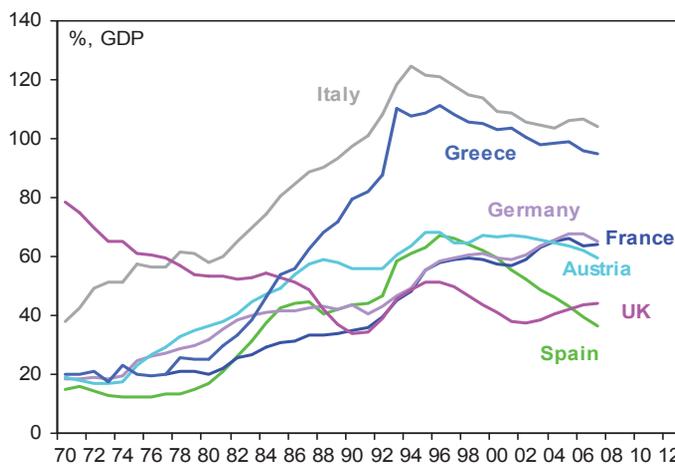
NATACHA VALLA

discussant

The main message taken from the report is the fact that with the crisis, current EU arrangements, both institutional and political, have shown their limits despite the successful integration of markets. Moreover, the policy responses to the crisis lack coordination, are often “nation-centric” and can jeopardize the process of integration. This message can be fully subscribed to. There are some additional views on public finances and bank exposures in Europe.

Starting with public finances, initial conditions were very heterogeneous across European countries when the crisis broke through. Countries like Greece with the highest level of public debt to GDP have had therefore less leeway to stimulate their economies than countries like Spain. However, the fiscal response has been overall non-negligible. Automatic stabilizers in Europe have been quite powerful, whereas discretionary measures were a bit less important but still substantial. When the discretionary fiscal response is compared to the size of the output gap, the European response has been comparable to what is being spent in the US.

Public Finances: initial conditions were very heterogenous: Debt/GDP ratios

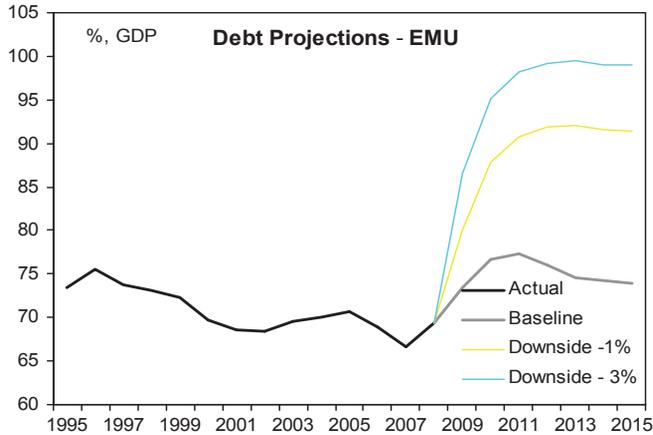


¹Source: Eurostat, OCDE, Goldman Sachs Economics Research. All rights reserved.

The exposure of public finances to the financial sector has to be put in perspective. Starting with the size of the banking system compared to GDP, Ireland stands out with a ratio of 955 percent. To that respect, other countries that have problems with their banking systems, such as Belgium and Austria, do not necessarily stand out relative to average, and sometimes exhibit a solid liability side (e.g. deposit base and capitalization ratio). This notwithstanding, it is worth stress-testing aggregate balance sheets to see how vulnerable these countries would be to a fully-fledged banking crisis.

Let us assume a dramatic scenario, when net losses to the financial sector would amount to three percent of GDP, which is higher than a historic scenario of one to two percent. Under this scenario, the issuance of the sovereign debt to finance the bail-out of the financial sector would almost double in 2009 in the Eurozone. We obtain public debt projections that stabilize at 90-100 percent of GDP, much above the Maastricht criteria, however not on an explosive path.

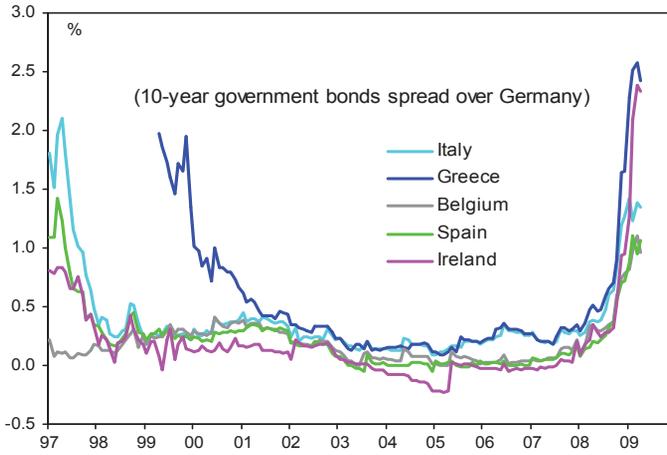
Scenario analysis (continued)
Public debt trajectories at the 2015 horizon



Source: European Commission, Goldman Sachs Economics Research. All rights reserved.

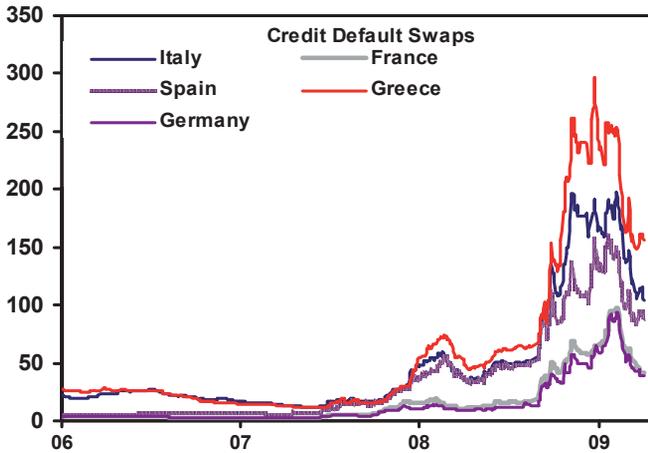
Sovereign vulnerability to financial sector developments is also reflected in market prices. Sovereign interest rate spreads sprang back to their high pre-EMU levels. This could put additional pressure on public finances because as a result of higher spreads, interest payments could increase by 0.2-0.5 percent of GDP depending on the country. Stepping back, sovereign spreads have probably been too low since the start of Stage III of EMU. We estimate EMU membership alone to have lowered spreads by a substantial 70 basis points. It is therefore difficult to imagine that spreads could come back to their pre-crisis “honeymoon” level. Nonetheless, some downward correction relative to current highs would make sense (and has, to some extent, already started).

Refinancing conditions: sovereign spreads came back to pre-EMU levels



Source: Datastream, Goldman Sachs Economics Research. All rights reserved.

10-year sovereign CDS are also very wide in some countries - have they humped?



Source: Goldman Sachs Economics Research. All rights reserved.

As to expected gross losses of Eurozone banks, we project them to stand around 922 billion Euros, of which 346 billion have been already recognized. Therefore, plenty of adjustment lies ahead of us – in this context, the issues raised in the report are extremely timely and relevant.

Debate

In April, the Financial Times reported that IMF recommended a fast track entry to Eurozone for Eastern European countries. Could you share with us more information?

The IMF article quoted an internal analysis that was never published. It discussed different options in the context of IMF programs, including conceptual euroization. It never discussed unilateral euroization. Taking an example of Latvia, it needs a very harsh adjustment but, at the same time, authorities have unshaken belief in the need to maintain the peg. This is understandable, but we have to be prepared for a black scenario of unraveling of the peg, and only in this context euroization was discussed as a possible exit strategy.

The IMF admitted that external financing requirement of the Eastern Europe were substantially overestimated. Could you comment on this?

The IMF deplores its mistakes that were partially related to double counting and partially to wrong data entry. As to real external financial requirements, the exposure of Western European banks to Eastern Europe is overwhelming. However, this investment is treated as regional or almost domestic and there is willingness of Western banks to stay. Moreover, part of this exposure is financed via deposits. To reverse the situation, it should be mentioned that Eastern European subsidiaries have been the most profitable units of Western banks. Some of the Western European banks have difficulties (like Commerzbank) and there is pressure to divest, which poses threats to some subsidiaries because there are no serious buyers. This is a problem that can affect Eastern Europe but can also backlash due to high degree of integration.

Which policies do you advice to strengthen the fiscal framework?

More role should be given to medium term objectives, which are country specific. This has not had much impact in the past due to lack of sufficient sanctions and incentives. One way of doing this would be to abrogate excessive deficit procedures only when medium term objectives have been reached. Additionally, we could improve transparency in the definition of these objectives.

Fiscal sustainability means that debt should not grow in percent of GDP forever, but we do not know the limit of the debt. For example in Japan debt amounts to 170 percent of GDP but it is sustainable. So what are policy recommendations for Europe in this context?

To achieve fiscal sustainability, Europe has to undergo social security reform, as well as continue with structural reforms (e.g. labor flexibility) that can be growth enhancing.

Poland has a goal of euro adoption in 2012. Given its fiscal position, should the government stick to its decision and consolidate its public finances or should it postpone the entry?

The membership in ERM2, theoretically, is not linked to its immediate ability of meeting Maastricht criteria. So the issue of ERM2 should be separated from fiscal policy. Given that there is not IMF program in Poland, IMF has no view on this country. However, in case of Hungary, the IMF believes that as long as financing permits, the country should allow automatic stabilizers to work. The same applies to Poland.

Notation : comment retrouver la confiance ?

Les agences de notation sont souvent accusées d'avoir contribué à la crise actuelle. Comment ont-elles pu noter AAA des tranches de CDOs émises sur des pools de subprimes ? Quel est leur rôle dans la titrisation des crédits ?

De même, comment se positionnent-elles dans le fonctionnement du système financier ? Y a-t-il un consensus entre les économistes sur l'efficacité de la notation ? Quels sont les problèmes structurels des agences de notation en termes d'efficacité, de structure du marché, de conflits d'intérêt, de besoin de régulation ?

Quelle est la conception opérationnelle du métier de la notation ? A quoi une notation sert-elle ? Jusqu'à où une agence s'engage-t-elle quand elle émet une notation ? Comment les agences de notation voient-elles leur métier : opinion, certification ou probabilité de défaut estimée ?

Gunther Capelle-Blancard et Michel Aglietta ont été invités le 19 juin 2009 par la Coface et le Club du Cepii à répondre à ces nombreuses questions.

1. Problématiques et débats autour de la notation

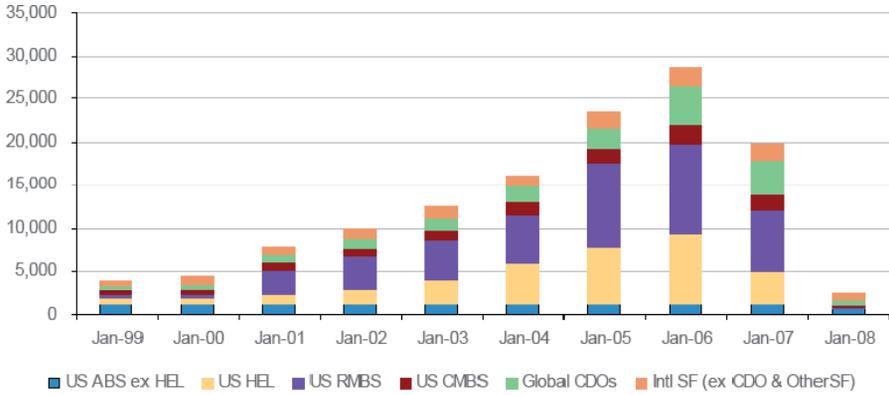
1.1. Titrisation et financements structurés : quelques rappels

La titrisation est un terme général qui désigne la transformation des crédits (immobiliers, hypothécaires, obligataires...) en actifs négociables. En particulier, la titrisation *off-balance sheet* consiste à céder à une entité spécifique, le SPV (*Special Purpose Vehicle*), les créances qu'il souhaite mobiliser. Le SPV finance l'acquisition de ces créances par l'émission de titres, dénommés de manière générale ABS (*Asset-Backed Securities*). Deux techniques sont envisageables : celle du *pass-through* où un seul type d'actif est enregistré au passif et celle du *pay-through* avec plusieurs tranches d'actifs plus ou moins risqués.

La technique *pay-through* permet de structurer le passif du SPV de manière à offrir aux investisseurs des titres avec différents niveaux de risque ; c'est le principe de la subordination avec plusieurs tranches : senior, mezzanine, equity (la plus exposée, mais aussi la plus rémunératrice). L'intérêt pour la titrisation *pay-through* est double : théorique au sens où il permet de réduire les asymétries d'informations, et réglementaire en permettant à certains acteurs d'avoir accès à des actifs qui leur sont normalement interdits.

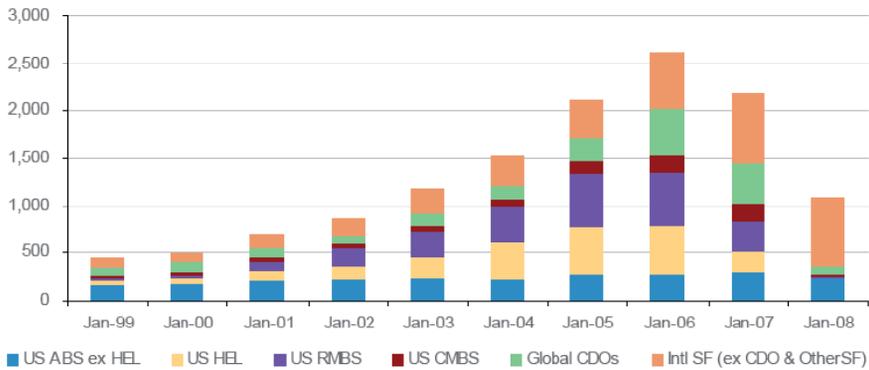
Le marché de la notation a explosé avec la titrisation. L'essor est à la fois quantitatif et qualitatif. Il existait ainsi sur le marché, en 2008, plus de 100 000 financements structurés notés. L'activité de notation relative aux financements structurés a été multipliée par 8 entre 1998 et 2008. En outre, les produits sont de plus en plus complexes. La notation des financements structurés représentait à la veille de la crise, plus de la moitié du chiffre d'affaires global des agences de notation. A noter aussi, la moitié des financements structurés était notés AAA !

Évolution du nombre de financements structurés notés chaque année

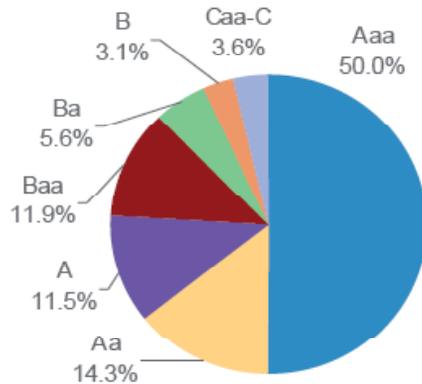


Source : Moody's.

Émission de produits structurés (en milliards de \$)



Source : Moody's.

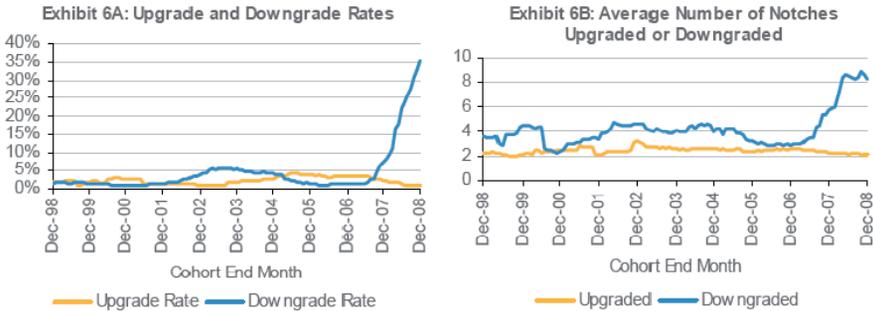


Source : Moody's.

1.2. L'efficacité de la notation

La plupart des études concluent que les notations ne constituent pas des indicateurs de faillites aussi précis que ceux construits à partir des prix de marché. Mais la précision n'est pas le seul objectif. La stabilité des notes est aussi un critère à prendre en compte pour juger des performances des agences et il est bien sûr contraire à l'objectif de précision. Par ailleurs, les marchés boursiers réagissent à l'attribution ou aux changements de notations, signe que ces derniers véhiculent des informations considérées comme utiles par les investisseurs.

Quoiqu'il en soit, si l'on prend l'exemple de Moody's – pour laquelle les données sont facilement disponibles – l'agence a déclassé plus de 37 000 tranches en 2008. Cela représente plus d'un tiers du total des notes attribuées aux financements structurés (contre 7% en 2007 et 2,6% entre 1999 et 2007). Le taux de déclassement dépasse 50% pour les tranches associées aux prêts *subprimes* ou aux CDOs synthétiques. A titre de comparaison, Moody's a déclassé, en 2008, 18% des notes attribuées aux entreprises. Le nombre de crans perdus est de 8 en moyenne.



Source : Moody's.

Les dégradations de notes par les agences ont suivi, avec un décalage de plusieurs mois, l'ajustement à la baisse des prix sur les marchés. Certes, il est toujours difficile de prévoir les crises. Ni les agences de notation, ni les régulateurs, ni les économistes ne s'attendaient à une crise d'une telle ampleur. Toutefois, on ne peut nier la responsabilité des agences de notation. Elles ont à la fois : i) masqué la fragilité intrinsèque du système ; ii) alimenté la titrisation ; iii) favorisé les prises de risque.

Quel a été le rôle des agences de notation dans la crise financière ? Dell'Ariccia, Igan & Laeven (2008) ou Mian & Sufi (2008) montrent que l'assouplissement des critères d'attribution est lié à l'essor de la titrisation. D'après Keys, Mukherjee, Seru & Vig (2008), la probabilité de défaut est supérieure de 10 à 25 % pour les prêts susceptibles d'être titrisés¹.

1.3. Réglementation ou auto-régulation des agences de notation ?

Le modèle des agences de notation est fondé quasi-uniquement sur l'auto-régulation. La seule incitation pour les agences de notation est liée à l'éventuelle perte de réputation². Cette position se heurte à de sérieuses limites.

The bad luck hypothesis. Comment évaluer globalement la qualité des agences de notation ? Impossible *ex ante*... et tout aussi impossible *ex post* ! "Let's not forget that ratings are not guarantees. The rating agencies possess no crystal ball

1 Reiss, D., 2006, Subprime Standardization: How Rating Agencies Allow Predatory Lending To Flourish In The Secondary Mortgage Market, Florida State University Law Review, 33, pp.985-1066.

2 Steven L. Schwarcz, Private Ordering of Public Markets: The Rating Agency Paradox, 2002, U. ILL. L. REV. 1, 12-21: "reputational motivation is sufficient (...) Additional regulation of rating agencies thus would impose unnecessary costs and thereby diminish efficiency".

and no time machine."¹. Ce problème structurel est incompatible avec l'idée d'une (auto-)régulation fondée uniquement sur les effets de réputation.

Les aspects dynamiques. Supposons tout de même que l'on puisse juger *ex post* de la qualité des ratings. Rochet et al. (2008) montrent que les effets de réputation ne sont pas suffisants pour éviter une crise. Ils distinguent 3 phases : phase 1 : *reputation building* ; phase 2 : *cashing on reputation* ; phase 3 : *crisis*. Cela peut prendre un certain temps avant de pouvoir détecter les comportements opportunistes !

Réputation et nouveaux produits. Supposons que le mécanisme de réputation soit efficient (i.e. les agences de rating fournissent l'effort optimal). Cette hypothèse ne garantit pas que, face à de nouveaux produits, les agences continuent d'adopter le même comportement. Cela pose un problème d'aléa moral : les investisseurs ne peuvent contrôler l'effort réalisé par les agences de rating. Considérons en effet deux classes d'actifs : des actifs standardisés, sur lesquels les agences ont construit leur réputation ainsi qu'une nouvelle classe d'actifs complexes. Les agences n'ont pas intérêt à fournir l'effort optimal pour la nouvelle classe d'actifs, dès lors que les atteintes à la réputation ne sont pas corrélées entre les deux classes d'actifs.

1.4. Les conflits d'intérêts

*"The inherent conflict facing the credit rating agency has been aggravated by their recent marketing of advisory and consulting services to their clients. Today, the rating agencies receive one fee to consult with a client, explain its model, and indicate the likely outcome of the rating process; then, it receives a second fee to actually deliver the rating (if the client wishes to go forward once it has learned the likely outcome). The result is that the client can decide not to seek the rating if it learns that it would be less favorable than it desires; the result is a loss of transparency to the market."*²

Les conflits d'intérêts au sein des agences de notation conduisent à des comportements opportunistes des émetteurs. La littérature empirique parle à ce propos de *rating shopping*.

*"The banks pay only if [the ratings agency] delivers the desired rating . . . If Moody's and a client bank don't see eye-to-eye, the bank can either tweak the numbers or try its luck with a competitor like S&P, a process known as ratings shopping."*³

1 S&P, The Fundamentals of Structured Finance Ratings, Aug. 23, 2007, at. 8

2 Coffee, John C., Jr. "Turmoil in the U.S. Credit Markets: The Role of the Credit Rating Agencies," Testimony Before the U.S. Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, April 22, 2008.

3 New York Times Magazine, Triple-A-Failure, April 27, 2008

Benmelech & Dlugosz (2009a,b)¹ montrent que les tranches notées par une seule agence ont été davantage déclassées. C'est encore plus vrai lorsqu'il s'agit de S&P...

Un autre problème est celui de la comparabilité des notes². Et cela vaut pour toutes les agences.

- *"Do ratings have the same meaning across asset classes? The simple answer is yes."*³
- *"[Structured finance ratings] are calibrated to the Moody's Corporate Scale"*⁴
- *"Our role in the structured finance market is fundamentally the same as the role Moody's has played over the last hundred years in the corporate bond markets. Moody's rating processes are very similar in the two sectors and, across a range of aggregate measures, our ratings performance reveals a high degree of consistency between structured finance and corporate ratings."*⁵
- *"It is Fitch's aim that creditworthiness should be broadly comparable by category across all major sectors of debt."*⁶

Dernier problème, celui de la complexité des produits qui conduit à l'opacité.

*"The complexity of a typical securitization is far above that of traditional bonds. It is above the level at which the creation of the methodology can rely solely on mathematical manipulations. Despite the outward simplicity of credit-ratings, the inherent complexity of credit risk in many securitizations means that reasonable professionals starting with the same facts can reasonably reach different conclusions."*⁷

Skreta et Veldkamp (2009)⁸ montrent en outre qu'une plus grande complexité des actifs se traduit par une sur-évaluation des ratings. Supposons que les agences de notation fournissent une information non biaisée. Même dans ce cas, les ratings (annoncés) sont biaisés à la hausse. En effet, les émetteurs peuvent solliciter plusieurs agences. Et ils ont le choix de divulguer ou non leurs notes ;

1 Benmelech, Efraim & Jennifer Dlugosz, The Alchemy of CDO Credit Ratings, NBER Working Paper No. 14878, April 2009. Benmelech, Efraim & Jennifer Dlugosz, The Credit Rating Crisis, NBER Working Paper No. 15045, June 2009.

2 Manns, Jeffrey, Rating Risk After the Subprime Mortgage Crisis: A User Fee Approach for Rating Agency Accountability, North Carolina Law Review, 2009.

3 S&P, The Fundamentals of Structured Finance Ratings, Aug. 23, 2007, at. 10

4 Moody's Investors Service, Structured Finance Long-Term Ratings.

5 Request for Comment: Should Moody's Consider Differentiating Structured Finance and Corporate Ratings?, Feb. 2008, at. 2.

6 Fitch, Inside the Credit Ratings, at. 8.

7 Mark Adelson, Director of structured finance research at Nomura Securities. Testimony before the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, September 27, 2007.

8 Skreta, Vasiliki, & Laura Veldkamp, Ratings Shopping and Asset Complexity: A Theory of Ratings Inflation, NBER Working Paper No. 14761, 2009.

ils ne divulguent donc que la meilleure. Plus les actifs sont complexes, plus les évaluations sont susceptibles de différer d'une agence à l'autre et plus le *ratings shopping* est profitable. A noter que le processus est endogène ! Les émetteurs ont intérêt à proposer des produits de plus en plus complexes afin de maximiser la variabilité des ratings, et au final le rating lui-même.

1.5. Aperçu des principales propositions de réforme

La notation des financements structurés. La proposition de la SEC serait d'utiliser une échelle de note différente pour les agences de notation (SEC, June 16, 2008, at. 36,235-36). La réaction des agences de notation a été immédiate : *" We do not believe that a different symbol for structured finance ratings makes sense "* Comments of Fitch Ratings on SEC Release No. 34-57967, July 25, 2008. *' Special reports or symbols will not benefit investors and will dissuade investors from investing in structured products... '* Comments of Realpoint LLC on SEC Release No. 34-57967, July 14, 2008.

La concurrence entre les agences. Favoriser la concurrence (ou la contestabilité) : certes mais comment ? La concentration est en effet une tendance naturelle du marché de la notation, difficile à inverser. Les utilisateurs n'ont pas intérêt à confronter trop de notes concurrentes La concurrence comporte aussi des risques (*race to the bottom*). Il est possible que cela nuise aux efforts pour promouvoir la réglementation.

Le label européen. Créer un label européen des agences de notation, à l'image du label américain NRSRO. Ne risque-t-on pas de construire de nouvelles barrières à l'entrée ? Ne risque-t-on pas de sacrifier encore un peu plus les agences de notation ?

Le modèle économique. L'indépendance de jugement des agences de notation est régulièrement mise en doute : l'émetteur est avant tout un « client » qu'il faut à ce titre ménager. Cela implique-t-il un retour au système « Investisseur-Payeur » ? Pour le moment cette question n'est pas vraiment tranchée. Va-t-on dès lors vers une agence publique ? Envisagée (un temps au moins) par la SEC car cela limiterait les conflits d'intérêt (quoique...). En revanche, cela pose des problèmes de lourdeur administrative et de possibles disparités entre les pays.

Les conflits d'intérêt. Les émetteurs paieraient les services de la notation à un « pool » mis en place par les agences mais géré indépendamment d'elles, qui choisirait lui-même l'agence de notation affectée à chaque émetteur. L'intermédiation ainsi créée par le pool atténuerait la relation commerciale directe entre l'agence et le client, donc les conflits d'intérêts. Mais deux inconvénients :

- éloigne le client de l'agence de notation ;

- alourdit les coûts de la notation, par l'intervention du niveau supplémentaire constitué par le pool.

La tarification et la transparence. Faut-il passer à une formule par abonnement ? Cela reviendrait à exiger que les émetteurs paient avant de connaître la note (Bolton, Freixas & Shapiro, 2009)¹. Autre option : les notes pourraient être systématiquement rendues publiques. Faut-il alors imposer aux agences de divulguer des informations concernant la dynamique de la certification (Farhi, Lerner & Tirole, 2009)² ?

MICHEL AGLIETTA

2. Le rôle des agences de notation dans la titrisation des crédits

2.1. Buts de la titrisation et intérêts des agences

Dégager un « *excess spread* » qui est la différence entre le rendement du pool d'actifs et les commissions (fees) et les intérêts payés sur les tranches de titres. Les *fees* arrosent toutes les parties prenantes. La valorisation et le rehaussement sont cruciaux pour dégager le « *excess spread* ».

Exemple : bilan et revenu d'un CDO

Bilan		Revenu et paiements		
Encours pool (mil \$)	Tranches de titres (mil\$ et %)	Paiements et commissions	Montants (mil\$)	Notation et rendement (pb > Libor)
720	Supersenior	Fee	10,8	
	et senior 504 (70%)	super senior	30,24	AAA et AA (25)
		et Senior		A (75)
	Mezzanine 201 (28%)	Mezzanine	15,3	BBB (180)
				BB (475)
	Equity 14 (2%)	Equity	1,8	Non noté
		Excess spread	3,7	
720	Total 720	Revenu pool	61,9	BBB (200)

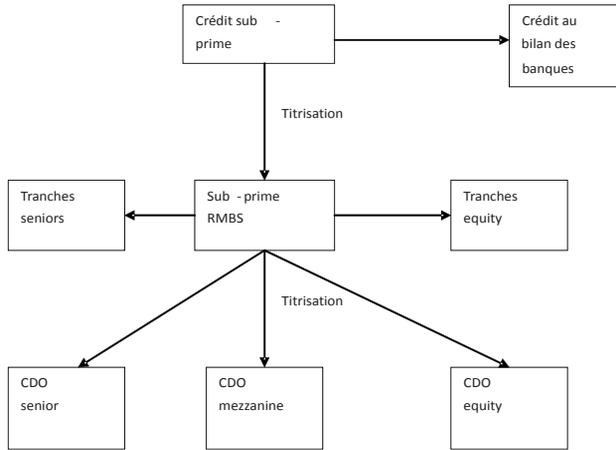
Source : M. Aglietta.

Pour dégager un maximum de commissions, les banques d'investissement empillent de la titrisation sur la titrisation dans des processus de plus en plus inextricables à valoriser.

1 Bolton, Patrick, Xavier Freixas & Joel Shapiro, The Credit Ratings Game, NBER Working Paper No. 14712, Feb. 2009.

2 Farhi, Emmanuel, Josh Lerner & Jean Tirole, Fear of Rejection? Tiered Certification and Transparency, NBER Working Paper No. 14457, Oct. 2008.

Un processus en cascade



Source : M. Aglietta.

Ce processus provoque un dépérissement d'informations sur les crédits au fur et à mesure qu'il devient plus complexe et plus opaque. Les investisseurs qui achètent les titres dépendent entièrement des notations.

Les banques d'investissement peuvent vendre jusqu'à 77% de tranche super senior dans les CDO (voire 85% dans les CDO²). Cela veut dire que la protection procurée par la subordination est faible si les pertes augmentent fortement sur le pool et que, par conséquent, la tranche super senior doit être dégradée. Pour l'éviter on recourt à un rehaussement par la garantie des assureurs « *monoline* ». Cela provoque la détérioration de la situation financière des *monolines* qui aggrave la crise (janvier 2008). En situation normale la structure des rendements est particulièrement non linéaire.

Mécanique de la titrisation

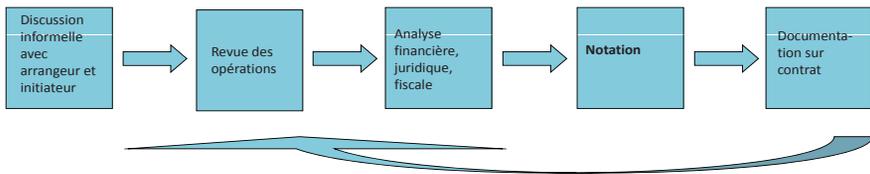
Classe d'actifs	Notation	Proportion (%)	Rendement
Super senior	AAA ou AA	77	Libor +26
Senior	A	9	Libor +75
Mezzanine	BBB	2,75	Libor +180
Mezzanine	BB	2,75	Libor + 475
Equity	Non notée	8,5	Cash flow résiduel

Source : M. Aglietta.

En finance structurée les agences prennent une part active dans l'élaboration des contrats qui formalisent la titrisation. Ces contrats ne peuvent devenir échangeables que par la notation. Les agences sont nécessairement juge et parti. Il y a dès lors une exacerbation des conflits d'intérêt.

Agences et banques d'investissements entrent dans une démarche interactive pour parvenir aux ratings prédéterminés des tranches qui maximisent le « excess spread ».

Le rôle des agences (et leur profit) est donc une fonction croissante de la vente des produits : les agences sont des co-arrangeurs.



Source : M. Aglietta.

2.2. Les pièges de l'évaluation

La méthode pour noter les obligations des firmes n'est pas justifiée pour les MBS. Dans le cas des obligations d'entreprise : la notation est *a posteriori* et extérieure aux facteurs de risque, les actifs des firmes sont variables et les profits ne sont pas limités vers le haut, les pertes probables qui fondent la notation sont indépendantes du temps dans une classe de notes et l'incertitude sur les pertes est aussi bien à la hausse qu'à la baisse. En revanche, pour les MBS, la notation *a priori* transforme le profil de risque, les actifs du pool de crédit sont pré spécifiés et le rendement est limité vers le haut, les pertes probables s'accumulent au cours du temps jusqu'à la maturité du pool, enfin le pool d'actif n'a pas de latitude pour sur performer mais peut sous performer avec paiements anticipés et baisse du collatéral.

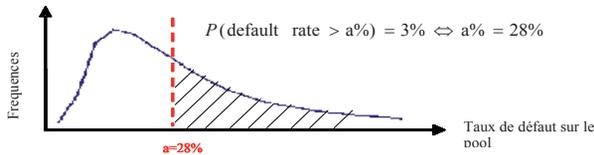
La détermination des tranches de rating. Les tranches sont considérées comme des options associées au risque de défaut sur le pool sous-jacent : acheter une tranche equity – vendre une option put, acheter une tranche mezzanine – vendre une option à barrière

Pour déterminer la subordination, il faut fixer les points d'attachement et de détachement qui délimitent les tranches : le point d'attachement d'une tranche

est tel que le taux de défaut associé est égal à la valeur déduite des matrices de migration historique calculées sur les obligations « corporate ».

Distribution des pertes et tranchage

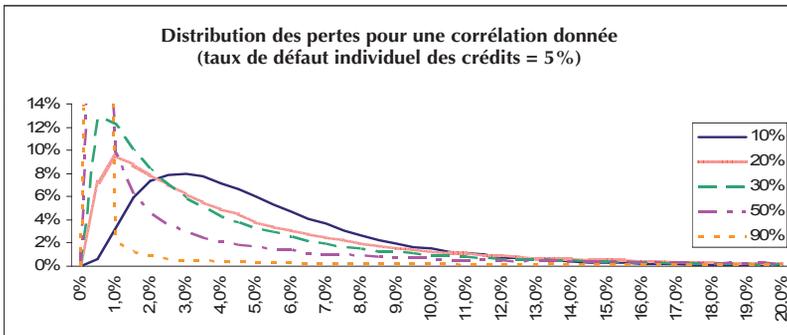
Point d'attachement pour une tranche de rating A (taux de défaut de 3%)



Source : M. Aglietta, L. Moreau, A. Roche.

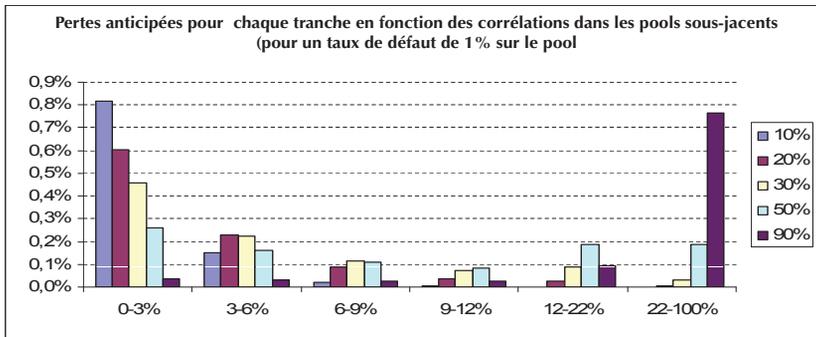
2.3. Les conséquences de l'optimisme indu des hypothèses

Il y a eu une sous-estimation grossière des corrélations entre les crédits formant les pools structurés en RMBS. Tous les crédits dépendent du même facteur de risque systématique X (le prix immobilier) dont le retournement élève les taux de défaut sur les pools, parce que les corrélations entre les pertes sont des fonctions décroissantes très non linéaires de X (exemple : CDO théorique de 125 ABS). Par conséquent, les probabilités de 40 défauts simultanés augmentent de 0,06 à 1,88% lorsque la corrélation passe de 5 à 15%. Des simulations sur un pool de 1 000 crédits homogènes de la déformation de la distribution des pertes lorsque la corrélation augmente : la queue de distribution s'épaissit ce qui impacte les tranches senior.



Source : M. Aglietta, L. Moreau, A. Roche.

Pour une corrélation de 10%, 80% des pertes du portefeuille sont concentrés dans la tranche equity. Pour une corrélation de 90%, 75% des pertes sont concentrés dans la tranche senior.



Source : M. Aglietta , L. Moreau, A. Roche.

Le problème se trouve dans l'énormité du levier des tranches subordonnées pour des corrélations basses. Pour une corrélation égale à 10%, le levier de la tranche equity est de $(0,82/1) / (3/100) = 27,26$

Pour une corrélation égale à 30%, la VaR est de -10,70 pour la tranche equity et -5,24 pour la première tranche mezzanine pour une épaisseur de tranche de 3. Elles sont donc balayées.

Pour une corrélation égale à 90%, les pertes de la tranche AAA sont égales à $17,76 / 78 = 23\%$ de la position.

Levier de risque des tranches par niveau de corrélation

		Corrélations				
		10%	20%	30%	50%	90%
Tranches	0-3%	27,26	20,17	15,33	8,62	1,22
	3-6%	5,09	7,61	7,50	5,40	1,00
	6-9%	0,65	3,00	3,78	3,68	0,88
	9-12%	0,11	1,23	2,37	2,73	0,93
	12-22%	0,01	0,28	0,89	1,85	0,93
	22-100%	0,00	0,01	0,04	0,24	0,98

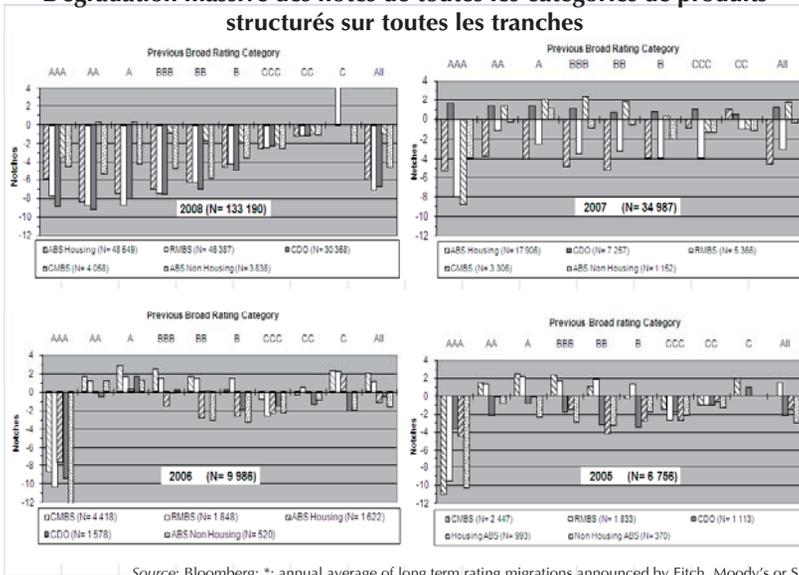
Source : M. Aglietta , L. Moreau, A. Roche.

VaR paramétrique à 99% de confiance

Tranches	Corrélations				
	10%	20%	30%	50%	90%
0-3%	-19,03	-14,08	-10,70	-6,02	-0,85
3-6%	-3,55	-5,31	-5,24	-3,77	-0,70
6-9%	-0,45	-2,10	-2,64	-2,57	-0,62
9-12%	-0,08	-0,86	-1,65	-1,90	-0,65
12-22%	-0,03	-0,64	-2,06	-4,30	-2,16
22-100%	0,00	-0,11	-0,74	-4,38	-17,76

Source : M. Aglietta , L. Moreau, A. Roche.

Dégradation massive des notes de toutes les catégories de produits structurés sur toutes les tranches



Source: Bloomberg; *: annual average of long term rating migrations announced by Fitch, Moody's or S&P

2.4. Conclusion : Produits toxiques et intoxication des acteurs

Les produits structurés contiennent de fortes non linéarités qui les rendent très délicats à évaluer et à gérer. Les empilements de titrisations en cascade dans le seul but de maximiser les commissions sont à proscrire.

La responsabilité des agences est lourde :

- Collusion avec les banques d'investissement pour gonfler les tranches AAA
- Assimilation impropre de la méthodologie à celle des titres « corporate »

- Utilisation d'historiques courts pour justifier que les prix immobiliers ne peuvent pas baisser au niveau national
- Rétention d'informations aux investisseurs sur la structure des pools, sur les leviers des tranches subordonnées et sur les hypothèses concernant les facteurs de risque, empêchant les investisseurs de gérer dynamiquement leurs risques

Au-delà, un aveuglement collectif au désastre avec la passivité des investisseurs, satisfaits de la certification que leur donnaient les notes, et avec l'opinion collective que la liquidité des marchés était parfaite.

Le G20 : que peut-on en attendre ?

La crise mondiale a fait du G20 le principal forum de coopération économique internationale, en place du G7. Cependant ses membres n'ont pas tous les mêmes priorités. Les pays développés s'attachent principalement au renforcement de la supervision financière tandis que les pays émergents cherchent avant tout à éviter un nouveau protectionnisme et, en tant que nouveaux venus, se préoccupent de la répartition des pouvoirs au sein des institutions internationales. Or, l'agenda du G20 a jusqu'ici été dominé par la gestion de la crise. En revanche, la question des déséquilibres mondiaux, un sujet G20 par excellence, n'a pas été abordée. À l'avenir, il est nécessaire que le G20 devienne autre chose qu'un G7 à vingt.

Agnès Bénassy-Quéré, Olena Havrylchuk, Rajiv Kumar, Jean Pisani-Ferry font le point sur la conférence organisée par le Cepii, Bruegel et l'Icrier qui s'est tenu sur le sujet à New Delhi en septembre 2009.

AGNÈS BÉNASSY-QUÉRÉ, OLENA HAVRYLCHYK, RAJIV KUMAR, JEAN PISANI-FERRY

1. Le paradoxe du G20

La crise mondiale a fait prendre conscience que la coordination internationale devait être assurée par un groupe de pays plus large que le traditionnel G7. À plusieurs occasions, le monde en développement avait déjà été admis à la table des discussions, mais uniquement sur des sujets touchant au développement. Cette fois, il a acquis une place permanente et a été invité à participer à la résolution de problèmes mondiaux. Le G20 est particulièrement symbolique, mais ceci vaut aussi pour d'autres enceintes où s'élabore la régulation financière : le comité de Bâle ou le Conseil de stabilité financière. C'est un changement radical dans la gouvernance mondiale¹ dont les membres n'ont peut-être pas encore pris toute la mesure. Le G20 n'est pas un G7 à vingt. Jusqu'ici, son agenda, dominé par l'urgence des mesures à prendre pour endiguer la crise née aux États-Unis, s'est concentré sur la supervision financière, qui concerne peu les pays émergents. Ceci s'explique en partie par le fait que les pays émergents n'ont pas encore de véritables propositions sur la façon dont ils comptent utiliser leurs nouvelles responsabilités dans la gouvernance mondiale sur les thèmes du commerce, des déséquilibres mondiaux ou sur la réforme des institutions financières. D'ailleurs, les communiqués du G20 sont remarquablement peu précis sur ces thèmes.

Les membres du G20 devront aussi reconnaître que son format n'est pas immuable. L'Afrique, par sa population, va dépasser la Chine, et aussi l'Inde, vers 2030 (sa population jeune approche déjà celle de ces deux pays), et dispose d'abondantes ressources naturelles². Le G20 ne compte pourtant qu'un seul pays africain : l'Afrique du Sud. Son périmètre devra évoluer pour mieux représenter cette région du monde.

2. Les nouvelles règles de la finance globale

Les réunions du G20 de novembre 2008 et d'avril 2009 ont souligné l'urgence d'un renforcement de la régulation de la finance. Alors que de nombreux travaux académiques et rapports officiels ont été produits aux États-Unis, en Europe et au sein des organisations internationales, les contributions émanant des membres non-G7 du G20 sont peu nombreuses. Ceci reflète notamment leur moindre développement financier : l'essentiel des stocks d'actifs et de dettes

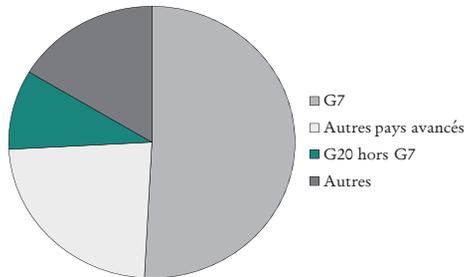
1 Montek Singh Ahluwalia (Vice-Président de la Commission de Planification indienne).

2 Jean-Joseph Boillot (Club du CEPIL et Euro-India Economic Business Group).

dans le monde sont détenus par des pays du G7, les pays non-G7 du G20 représentant à peine 10% du stock mondial.

Répartition des avoirs et engagements extérieurs*, 2007

* Avoirs totaux plus engagements totaux. G20 hors Pays-Bas et Espagne.



Source : Calculs des auteurs à partir des données de Lane et Milesi-Ferretti.

Tandis que les pays du G20 hors G7 sont désormais membres à part entière des organes chargés d'établir les règles de la finance globale, ils n'ont pas encore clarifié leurs priorités. Certains voudraient que ces règles soient adaptées «aux Nanos plutôt qu'aux Ferraris»¹. Mais certaines institutions financières des pays émergents sont des acteurs de la globalisation. Dès lors, si une distinction doit être faite, ce n'est pas entre pays, mais entre institutions financières, selon qu'elles sont globales ou locales.

À l'heure actuelle, les règles sont élaborées par le G20, mais à l'initiative des pays avancés. L'ordre du jour porte d'abord sur les règles de capitalisation et les normes comptables, dont la pro-cyclicité a aggravé la crise financière. Sur ce sujet, le G20 envisage le relèvement des ratios de capital des institutions financières «systémiques», et l'introduction de matelas contra-cyclique de capital ou de réserves. Pour ce qui est de la comptabilité en valeur de marché, certains, notamment en France, ont réclamé une réforme des normes comptables, insistant sur la différence entre valeur de marché et «juste» valeur. De nombreux économistes considèrent toutefois préférable de conserver une comptabilité en valeur de marché, tout en recourant à des filtres pour corriger leur pro-cyclicité et à des stress tests pour donner une vision de plus long terme des comptes.²

Ensuite vient la question du champ de la régulation financière et de la surveillance. Se sont révélées hors champ des institutions opaques comme les hed-

1 Andrew Sheng (Université de Malaya, Kuala Lumpur).

2 Nicolas Véron (Bruegel, Bruxelles).

ge funds mais, plus grave encore, de nombreuses activités des banques elles-mêmes¹ ! Le fait que le système bancaire parallèle ait échappé à toute régulation a clairement été à l'origine de la crise.

L'arbitrage réglementaire existera toujours et les banques pourront toujours trouver des failles pour échapper à la régulation. Combattre ces arbitrages réclame une coordination étroite des superviseurs au sein des pays et au niveau international. À cet égard, le G20 constitue un forum bien mieux adapté que le G7.

Une possibilité consisterait à ne pas seulement réguler les institutions, mais aussi les activités, de sorte que du capital soit mis en face du risque de crédit, que ce crédit figure ou non au bilan de la banque. Une autre option serait d'appliquer la régulation et la surveillance non plus (ou non seulement) au pays d'origine de l'institution, mais au pays où s'exerce l'activité financière. Ceci réclamerait des banques qu'elles opèrent à travers des filiales plutôt que des succursales, chacune étant sous le contrôle des autorités du pays hôte. Pour ce dernier, cette disposition aurait l'avantage de lui donner les moyens d'exercer une surveillance macroprudentielle en liaison avec son propre cycle du crédit.

Une troisième question microprudentielle à l'ordre du jour du G20 est celle des institutions «trop grandes pour faire faillite». Une façon de traiter cette question, proposée par le Trésor américain, est d'appliquer à ces institutions des normes plus strictes, en termes de ratios de capital et de liquidité comme en termes de gestion du risque. Une autre possibilité, proposée par la Financial Services Authority britannique (FSA), serait d'obliger les plus grandes banques à prévoir la résolution de leur propre faillite en écrivant leur «testament». Ce dispositif faciliterait la résolution des faillites, et inciterait les banques à mieux suivre l'évolution de leurs expositions en les conduisant à simplifier leurs structures juridiques.

Le problème est toutefois que ces différentes mesures se heurtent au souhait des États d'attirer les activités financières et de promouvoir des champions nationaux.

3. Quelle supervision macroprudentielle ?

Le débat sur la supervision macroprudentielle a pris véritablement une nouvelle dimension avec la crise. De part et d'autre de l'Atlantique, la question n'est pas de savoir s'il faut, ou non, se doter d'une politique de supervision macroprudentielle, mais plutôt quelles mesures adopter.

¹ Viral Acharya (NYU, avec Matthew Richardson).

Les dirigeants du G20 sont tous d'accord sur le principe : les exigences de fonds propres doivent être contra-cycliques de manière à ce que les banques puissent constituer, en périodes fastes, un matelas de réserves dans lequel puiser lorsque les conditions économiques se dégradent. Le Conseil de Stabilité Financière, le Comité de Bâle sur la Supervision Bancaire et le Comité sur le Système Financier Mondial ont été chargés de concevoir un tel cadre pour la fin 2009. Mais cela pose au moins deux problèmes pratiques.

Comment déterminer les périodes «fastes» et «déprimées» ? De nombreuses méthodes ont été proposées, parmi lesquelles : l'utilisation de notations internes «tout au long du cycle» (suggérée entre autres par la FSA et recommandée par le Comité Européen des Superviseurs Bancaires), l'élaboration d'une mesure d'ajustement du capital autorégressive, ou bien fonction d'un multiplicateur qui pourrait dépendre de la croissance du crédit, des taux d'intérêt, du PIB ou des variations de prix d'actifs¹.

Ensuite, qui sera chargé de cette tâche ? Les institutions les mieux placées pour définir les phases du cycle seraient les banques centrales. Le problème est toutefois que les interactions entre la supervision macroprudentielle et le sauvetage des banques en difficulté (qui a de fortes implications budgétaires) pourrait mettre en péril leur indépendance.

Au-delà des différends qui peuvent exister sur l'ampleur et le détail des mesures, il convient de noter que le G20 n'a pas vraiment tenu compte des économies émergentes. Les mesures précédentes auront certainement pour effet d'augmenter le coût de l'intermédiation financière. S'il se justifie pour les pays qui disposent d'un système financier perfectionné, cela n'est pas forcément le cas pour les économies émergentes – où souvent une part importante de la population est exclue du secteur bancaire. Les économies émergentes auraient, sur cette question, préféré une approche différenciée. D'autant que les politiques de crédit contra-cycliques ne sont pas toujours efficaces dans les petites économies ouvertes où le resserrement du crédit en période haute du cycle est souvent plus que compensé par des entrées massives de capitaux.

4. Les déséquilibres mondiaux

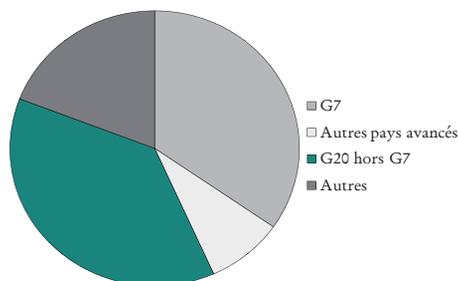
Les déséquilibres de balances de paiements sont un sujet G20 par excellence. Bien que les flux bruts de capitaux circulent essentiellement entre pays développés, les flux nets sont pour beaucoup dirigés des pays émergents vers les

¹ Avinash Persaud (Capital Intelligence, Londres), ainsi qu'Olena Havrylchuk (CEPII)

pays développés. Ainsi, 35% des excédents et déficits extérieurs courants sont attribuables aux pays du G7 et 38% aux treize autres pays membres du G20.

Répartition des déséquilibres de soldes courants* 2012 (projections FMI)

* Somme des valeurs absolues des balances courantes. G20 hors Pays-Bas et Espagne.



Source : Calculs des auteurs à partir des projections du FMI d'avril 2009.

Il n'y a pas de consensus parmi les économistes sur le rôle des déséquilibres mondiaux dans la crise. Pour certains, l'excès d'épargne dans les pays est-asiatiques est responsable du bas niveau des taux d'intérêt qui a alimenté le crédit, nourri la bulle immobilière aux États-Unis et incité les gérants d'actifs à rechercher des produits à haut rendement¹. D'autres mettent l'accent sur des problèmes internes à l'économie américaine – sans pour autant nier le poids des arguments précédents. D'ailleurs, observent-ils, le déficit américain exprimé en pourcentage du PIB mondial a diminué entre 2005 et 2008².

Pour tous, en revanche, la situation actuelle est source d'inquiétudes. Premièrement, les déséquilibres mondiaux ont incontestablement joué un rôle dans la transmission internationale de la crise : les économies émergentes sont celles qui ont le plus souffert de la chute du commerce mondial³ et du reflux des capitaux. Ensuite, la persistance de déséquilibres est toujours le reflet de problèmes internes tels qu'une mauvaise couverture sociale, des problèmes de gouvernance d'entreprise et des contraintes financières (comme en Chine) ou un faible taux d'épargne privée (comme aux États-Unis). Troisièmement, ces déséquilibres peuvent faire obstacle à la reprise économique alors qu'il va falloir trouver un relai à la consommation américaine comme moteur de la croissance mondiale ; cette dernière va dépendre de la capacité des pays d'Asie à rééquilibrer leurs

1 David Vines (Université d'Oxford et CEPR).

2 Maria Milesi-Ferretti et Olivier Blanchard (FMI), ainsi que Ted Truman (Peterson Institute for International Economics, Washington).

3 Paradoxalement, les hausses de droits de douane ont été, pour la plupart, le fait des pays émergents. Peter Draper (South African Institute of International Affairs) ; Min Tang (China Development Research Foundation, Beijing), ainsi que Natalya Volchkova (Center for Economic and Financial Research, Moscow).

modèles de développement. Enfin, dans la mesure où les déséquilibres sont financés par des capitaux très mobiles, des ajustements brutaux sont à craindre.

Tout le monde s'accorde sur la nécessité de réduire les déséquilibres mondiaux. Pour autant la question du « comment ? » reste en suspens. C'est sans doute ce qui explique la réticence du G20 à rédiger un communiqué clair à ce propos. Il est en particulier difficile d'envisager une double recomposition de la croissance – du secteur public vers le secteur privé d'une part, des pays à excédents vers les pays à déficits d'autre part – sans ajustements significatifs des taux de change réels. Les américains souhaitent une plus forte appréciation du renminbi, mais les experts chinois restent perplexes : la décision, en 2005, de réévaluer graduellement le renminbi s'est, en fait, accompagnée d'une augmentation des excédents commerciaux chinois¹ ! La Chine redoute, en outre, une perte de change massive sur son stock de réserves en dollars. Une appréciation progressive du renminbi pourrait aussi déclencher des entrées de capitaux spéculatifs en Chine. Finalement, la Chine va devoir mener de conserve des réformes monétaires (convertibilité de la monnaie, flexibilité du change, libéralisation des flux de capitaux) et structurelles (renforcer l'indépendance des banques vis-à-vis du pouvoir politique, accélérer la mise en place d'assurances sociales, supprimer les subventions aux exports...).

5. La réforme du Fonds Monétaire International

Pour certains pays, l'accumulation de réserves de change tient lieu d'auto-assurance contre une éventuelle crise de balance des paiements – une motivation forte pour plusieurs pays en Asie qui manifestent une grande défiance vis-à-vis du FMI depuis la crise asiatique à la fin des années 1990². À cet égard, on peut considérer que l'attitude plus souple adoptée récemment par le FMI dans les PECO va dans le bon sens. Mais cela peut aussi s'interpréter – et c'est l'interprétation que retiennent certains – comme la conséquence directe du poids plus important de l'Europe, relativement à l'Asie, dans la gouvernance du Fonds.

L'accumulation de réserves de change à des fins assurantielles est inefficace, tant du point de vue des pays qui accumulent les réserves – ils immobilisent en effet des ressources qui pourraient être investies de manière plus productive – que d'un point de vue global – puisque les pays qui accumulent des réserves doivent épargner davantage au détriment de la demande mondiale. Des dispositifs tels que l'établissement de lignes de crédits, la mise en commun de réserves, des accords de swaps ou d'autres formes d'assurance, sont donc préférables. La décision du G20 en avril 2009 d'augmenter les ressources du FMI à 750 milliards de dollars conforte le rôle du Fonds comme prêteur en dernier

1 He Fan (CASS, Pékin).

2 Shigeo Kashiwagi (Policy Research Institute, Ministère des finances japonais).

ressort. La création des nouvelles lignes de crédit flexibles peut, en outre, s'interpréter comme la volonté de faire aussi du FMI un «prêteur en premier ressort». Mais c'est peut-être encore insuffisant pour convaincre les pays asiatiques du bienfondé des intentions du FMI, à moins d'une réforme en profondeur de sa gouvernance. C'est ici que les réformes macroéconomiques sont indissociables de celles des institutions de Bretton Woods.

Une seconde raison de réformer la gouvernance du FMI est d'améliorer sa capacité de surveillance. Une évaluation efficace des politiques économiques requiert à la fois indépendance et légitimité. Une manière de renforcer l'indépendance du Fonds pourrait être de décharger le Conseil d'administration de la tâche de surveillance ; il se consacrerait alors exclusivement à la stratégie globale. Consolider la légitimité du Fonds nécessite des changements plus fondamentaux. Il faut pour cela modifier sensiblement les droits de vote et le pouvoir exécutif en faveur des économies émergentes et en développement¹. Ces changements pourraient aller de pair avec une réduction du seuil de majorité (actuellement fixé à 85%) qui offre implicitement aux États-Unis un droit de veto et avec une consolidation, au moins partielle, des sièges accordés aux pays européens.

À cet égard, la création du G20 peut avoir des implications profondes. Les pays émergents et en développement se doivent désormais de jouer un rôle plus important au sein des institutions de Bretton-Woods. Ils ne peuvent pas non plus se satisfaire de changements mineurs en attendant mieux. Le gradualisme des réformes était une stratégie envisageable dans le monde pré-crise. Ce n'est désormais plus une option.

¹ Louis Pauly (Toronto University), ainsi que Stormy-Annika Mildner (German Institute for International and Security Affairs, SWP) et Shigeo Kashiwagi (Policy Research Institute, Japanese Ministry of Finance).

A-t-on définitivement évité le pire ? La politique économique intérieure et internationale de la reprise

For Jeffry Frieden, invited by the Cepii and IFRI in October 2009, global macroeconomic imbalances were a major cause of the current crisis, and attempts to deal with them are certain to create powerful national and international tensions.

What are those tensions likely to be, and what do they tell us about prospects for the future?

Rebalancing of growth, then, raises again the problem of winners and losers. The structure of interests in the large countries is changing as their economic orientation changes. Can governments facilitate positive changes and strengthen international environment through increase cooperation among them?

Can a global economy survive a global crisis? It can be useful to look back to historical precedents to better understand the strengths and weaknesses of crisis response in a globalized international economy.

1. Lessons from history

From the middle of the 19th century to 1914, the world was deeply economically integrated and experienced the fastest growth rate in history. This era of economic success – even confronting several crises – was characterized by macroeconomic stability, convergence of developing countries and important transfers of technology between countries. However, when the economy collapsed after World War I, the first wave of globalization was followed by great domestic hostility toward the world economy in the 1920s and 1930s. During this period all the attempts to restore economic cooperation failed. Looking back to history also shows that the global imbalances, which are an underlying cause of the financial crisis of 2008, are not unprecedented. Global imbalances were indeed central to the global economy of the 1920s. Germany ran large deficits and borrowed around 5% of its GDP – a figure comparable with the US current account deficit in recent years – while the United-States ran large surpluses and was the biggest creditor country in the world. One of the consequences of the crisis was that the American public rejected any official involvement of the United-States in European political or economic affairs after the crisis.

This stresses first that international economy is not self regulating but requires systematic purposive governments cooperation – especially in times of crisis – and that the willingness and ability of governments to cooperate depends on their having domestic political support for an open world economy. The United-States is now in the midst of a classic debt crisis as the current crisis follows a trajectory that is very similar to the capital flow cycles of the past. The United-States has indeed borrowed around half a trillion dollars a year from the rest of the world during the years preceding the crisis. This had positive impacts on some sectors like finance or real estate but now that the bubble has burst, we have to deal with the aftermath of the debt crisis.

2. The aftermath of the crisis and the willingness to cooperate

Prof. Frieden pointed out that “in the short term we have definitely avoided the worst” as the response of governments has been generally appropriate. However the global imbalances that were at the core of the crisis will have in his view to

be rebalanced in the medium to long term as he considers that it is not sustainable any more to rely on enormous surpluses or on financing enormous deficits.

On the one hand, it implies for borrowing countries (like the United-States, the United Kingdom or Spain) to change their patterns of growth, which entails:

- reducing consumption and increasing production,
- reducing investment and increasing saving,
- reducing government spending and increasing government revenue.

On the other hand, it requires for lending countries (like China, Japan, Germany or East Asia) no longer to depend on exports as the engine of growth, which implies increasing:

- domestic consumption,
- the production of non-tradable goods and services (like infrastructure, real-estate, healthcare or education).

There is no economic or technical obstacle to the unwinding of global imbalances but it is politically difficult to achieve what Prof. Frieden calls the “domestic political economy of rebalancing”. It will be difficult for two main reasons. The first one comes from the fact that austerity is never popular. Until now the United-States for instance has been able to keep high living standards but the necessary measures of austerity will result in a reduction of real wages, that is to say a reduction of Americans’ living standards. The second reason why it will be difficult is that this rebalancing will inevitably create winners and losers, therefore potential political conflicts. It will imply a complete reversal of the economic patterns of the last ten years. It is particularly the case in China where many firms have invested in exporting manufacturing sectors.

3. The challenge to sustain globalization

Recent surveys showed that the attitude of Americans toward globalization has changed in the last decade. The global euphoria of the 1990s was followed by a turnaround in public opinion at the beginning of the 21st century since most Americans now regard globalization as largely responsible for the increasing gap between rich and poor in the United-States. The last 30 years were indeed characterized by a decrease in the real wages of American unskilled workers, while in the last 15 years the wages of the top 10% income increased much more rapidly than the other 90%.

Since the previous growth patterns are no longer sustainable, the recovery will require a rebalancing in the 5 to 10 years to come. As a consequence of this rebalancing, there will be social tensions in many countries that could result in

potential political backlash. The prospects for rebalancing thus imply the challenge for the major economies of the world to sustain cooperation.

PATRICK ALLARD

discussant

Our ability to maintain an opened global economy will clearly be a challenge and economic cooperation should not be taken for granted. There are indeed two forces shaping the world: the globalization forces (which stem from the benefits for states from having international trade or financial interrelations with the rest of the world in a cooperative manner) and the nationalistic forces. There could be a strengthening of nationalistic forces in the years to come if governments come to think that they would be better off by pushing protectionist policies and closing themselves from the global market. There is now a strong risk for de-globalization. There is however a major difference between the world after World War I and the world today. The 1920s and 1930s were characterized by massive global imbalances but also by a lack of a system of collective security. Economic direness could foster nationalistic and aggressive policies that went well beyond the economic sphere.

This historical parallel shows that today the authorities did not repeat the mistakes of the 1930s: the central banks provided liquidity very rapidly and there was no massive trend toward protectionism. Another difference between the world today and the world of the 1930s is that there is no rigid international monetary system today that can put a symmetric constraint on macro-economic policies both on countries with current account deficit and countries with current account surplus, while there was one in the 1930s – the gold standard, for the best or the worst. And since there is no credible possibility to come back to such an international rule in terms of monetary policy, what we can expect at best is a policy-based system, a system of cross-checking through the International Monetary Fund for example. This type of system is very demanding and may not work at all. The example of the European Union shows that constraining the fiscal policy of the member-states is very difficult.

GUNTHER CAPELLE-BLANCARD

discussant

The G20 and the reforms of international institutions

One of the immediate consequences of the crisis was the replacement of the G7 by the G20 as the key forum for international economic cooperation. It seems to be an improvement in economic cooperation. However, G7 members and non-G7 members of the G20 had different priorities. On the one hand, developed

countries had taken a direct hit on their financial systems as a result of the crisis; accordingly, they give priority to financial supervision. On the other hand, emerging economies had been primarily affected by the collapse of trade and the outflow of capital. Their priority was to ward off the reemergence of protectionism. So far, the G20 agenda has been dominated by the global turmoil and the rebuilding of financial regulation; in other words, it is very close to a traditional G7 agenda. Meanwhile, it has been silent on the issue of global imbalances, where it could have made a difference. In September, the CEPII organized a conference in Delhi about the G20. And our main conclusion was that “the G20 should not be just a G7 with 20 members”¹. In the future, the agenda will have to evolve and better reflect the variety of concerns of its members.

In fact, reforms of international institutions are necessary to improve international economic cooperation. Global imbalances are harmful..., but they are rational. Admittedly, large accumulation of reserves can be considered inefficient both from the point of view of the country that accumulates reserves and from a global macroeconomic standpoint. But it is rational for Asian countries to accumulate foreign-exchange reserves as an insurance – a self-insurance – against balance-of-payment crises. It is a major motivating factor for many countries, especially in Asia, since trust in the International Monetary Fund was severely injured by the experience of the late 1990s. The IMF recently adopted a softer and more flexible conditionality in central and Eastern Europe. It is widely regarded as resulting from a change in the IMF’s approach to crises. But it is also interpreted as resulting from Europe having a greater stake than Asia in the governance of the Fund. In depth reform of the IMF governance is therefore necessary to convince Asian countries to return to the Fund. This is where macroeconomic reforms meet reforms of the Bretton Woods institutions.

The case of Europe

The political economy of rebalancing might be even more difficult in Europe. Of course, the rebalancing of capital flows needs some adjustments: the United-States will have to reduce their deficit and the surplus countries will have to reduce their dependence on exports. When Prof. Frieden suggests: “This process might be driven by stronger national currencies – almost certainly the case in China, probably the case in Germany”, it shows that the problem is particularly difficult within Europe. For example, an exchange rate of 1€ for 1.5\$ is already considered in France to penalize French firms. And it is the same in Spain where the current account deficit is much greater than in France. This stresses that the necessary political support to achieve this rebalancing will be particularly fra-

1 Le G20 n’est pas un G7 à vingt, *La Lettre du CEPII*, n° 292, 21 septembre 2009

gile in Europe. All the more since the situation is not the same among countries of the Eurozone.

Debate

Patrick Allard: is this rebalancing easier or harder today than in the 1930s when there was an international monetary rule – the gold standard?

Under the gold standard, deficit countries had to adjust. This had very serious implications on the distribution of the adjustment burden. It was possible in the past partly because countries were more flexible but especially because the majority of people who were primarily affected did not have any political voice. It had terrible impacts on the middle classes, and on farmers and workers, but they were not represented in the political system. Coming back to an international monetary rule similar to the gold standard would be totally unsustainable politically in a democracy.

Gunther Capelle-Blancard: what is your opinion about the G20 and the reform of international institutions?

One of the main political questions is how the adjustment burden is going to be distributed among countries. Almost all the discussions have simply assumed so far that after the G7 work out their deals among themselves, the remaining burden would be imposed on developing countries. This is the case concerning discussions over international finance but also on discussions over the IMF or the Doha round. There is no recognition that the current trading regime is clearly biased against developing countries and that really nothing has been done to redress that bias. People are talking about getting financial flows going again within the United-States or between the United-States and Western Europe or Japan, but nobody has said anything about getting financial flows going again between rich countries and poor countries which is where they should go flowing.

Institutions are the results of policy, not their cause. Governments have to be willing to undertake institutional reforms on the base of some meaningful changes in their policy. It is clear that we need a much enhanced IMF or BIS surveillance of developed countries but there is no political will for that.

Gunther Capelle-Blancard: what is your opinion about the intra EU problem?

This is a good example of how difficult the problem can be. The problem in Europe is exemplified clearly by the Germany-Spain problem with a huge sur-

plus country and a huge deficit country. Spain has exactly the same pathologies as the United-States. At the high of the housing boom, there were more houses being built every year in Spain than in Germany, Italy and France combined. It was obvious that at that point, ECB policy was completely inappropriate for Spain. The distribution burden of adjustment within Europe has the same difficulties it has at the international level. The difficulties are even greater in the Eurozone since Eurozone countries have given up one instrument which is monetary policy.

What should be the dollar renminbi rate? On this issue, is collaboration between China and the United-States possible?

The dollar needs to weaken substantially against the renminbi and the renminbi needs to strengthen against the dollar. Current estimates are around 25-30%. And the reason why it is important is that it would help to redress some of the imbalances within the United-States but also within China. Is that politically feasible? It is not clear. Chinese monetary policy is maybe very good for Chinese exports industries but it is not necessarily good for the majority of Chinese people. However it is the policy which is almost universally supported by the Chinese elites as it is associated with the economic success of China. Collaboration between China and the United-States is possible. It will be extremely difficult. But the current renminbi rate is untenable both politically and economically.

Is there a real danger of a surge of protectionism?

In my view, the danger is not protectionism. The main danger is externalities. The problem is national government policies that are undertaken in all honesty and with serious attempts to deal with national problems but which impose costs on trading and financial partners.

Les économies en développement et la crise

Les pays en développement ont été affectés de multiples manières par la crise financière : recul du commerce mondial, baisse des prix du pétrole et des matières premières, reflux des capitaux, réduction des remises migratoires, incertitudes sur l'aide internationale...

Alors que les premiers signes de reprise se font sentir, l'OCDE et le Club du CEPII se sont associés, avec le soutien du Centre de développement de l'OCDE, pour co-organiser le 27 novembre 2009 leur V^{ème} conférence commune afin de faire le point sur les objectifs du millénaire et les réformes de la gouvernance mondiale nécessaires pour favoriser le développement.

1. New and old regulations: facing the crisis and beyond

“New international regulations” can be interpreted in a broad sense as the regulatory framework characterizing the world economy after the crisis. There is a lot of evidence pointing to significant effects of ill-conceived regulations on long-run growth, while the crisis has just been a powerful reminder of how they can contribute to aggravate cyclical downturns. It is estimated that the crisis will cost a permanent 3% cut in OECD GDP (with a lot of variation across countries), but the speed of recovery and future potential growth will ultimately depend on how structural policies (including regulations) will be changed during the crisis and beyond. In other words, “New international regulations” (domestic, at border and cross-jurisdictional) are such as old ones. For good or bad they will affect performance of the world economy and, especially, in developing and emerging economies.

So we better get them right! Now, developments in these regulations should be seen in the context of two major challenges facing the world economy:

- the short-term challenge of exiting the crisis rapidly and on a high potential growth path
- The long-term challenge of ensuring that growth is environmentally sustainable (Green Growth).

In this short intervention I will focus on regulations in product markets, including environmental ones. Indeed, as with other structural policies, how much potential growth will be allowed by green growth again depends on how cost-effective and efficient is the design of environmental policies.

2. Challenges and opportunities...

Crisis and environmental challenges offer opportunities to policy-makers

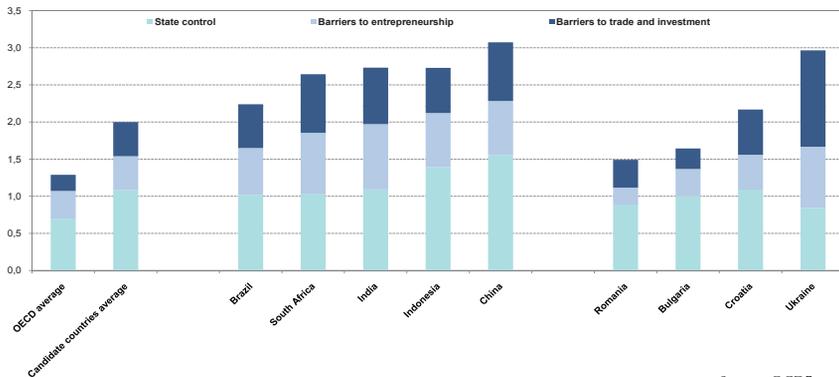
Analyses by the OECD and other international for a (such as the G20) show that crisis exit strategies can be supported by continuing pre-crisis market-oriented reforms. These include two main elements. First, unnecessary restrictions to competition in product market should be lifted. These are still sizeable especially in emerging economies. For instance, new data on anticompetitive regulations provided by the OECD show that in these economies there are large

¹ The opinions expressed in this article are the author's own and do not reflect necessarily those of the OCDE or its member countries

gaps to be filled in state control, barriers to entrepreneurship and barriers to trade and investment relative to the position of the average OECD country (Figure 1). At the same time, restrictions to services trade remain tight in both OECD and non-OECD countries. Easing these restrictions would increase both short-run activity levels and the long-run potential of the world economy. For instance, data by the OECD suggests that restrictions to trade remain important even among OECD countries in crucial sectors such as telecoms, professional services, construction and computer services.

Second, adequately pricing pollution can help alleviate the post-crisis debt burden and stimulate growth. The use of tax instruments to price environmental externalities is still relatively limited even in OECD countries and revenues from environmental taxes and/or auctioning of CO2 emission permits could help many of them pursue the necessary fiscal consolidation in the medium term, even if part of these revenues were to be used to lower the burden of other taxes that inhibit employment and growth (e.g. excessive taxation of labour income). For instance, OECD estimates suggest that as much as 3% of OECD GDP and 6% of world GDP could be raised in global emission reduction scenarios (with auctioned permits or carbon taxes). OECD analysis suggests that the mere rebalancing of tax structures from income to consumption taxes would be beneficial to growth.

Figure 1
Emerging economies are far from regulatory best practice



Source: OCDE.

Reforms (domestic and global) can help sustain a “Green Growth” strategy. This involves both further deregulation and new rule:

Clearly, Green Growth strategies will have to be growth-enhancing to succeed. But the extent to which this is actually possible depends on the design of policies. A basic requirement is that market failures that generate tensions between the economic and natural systems are addressed in a cost-effective way. It makes sense therefore to implement first win-win policies such as the removal of fossil fuel subsidies and barriers to trade and investment in clean goods and technologies.

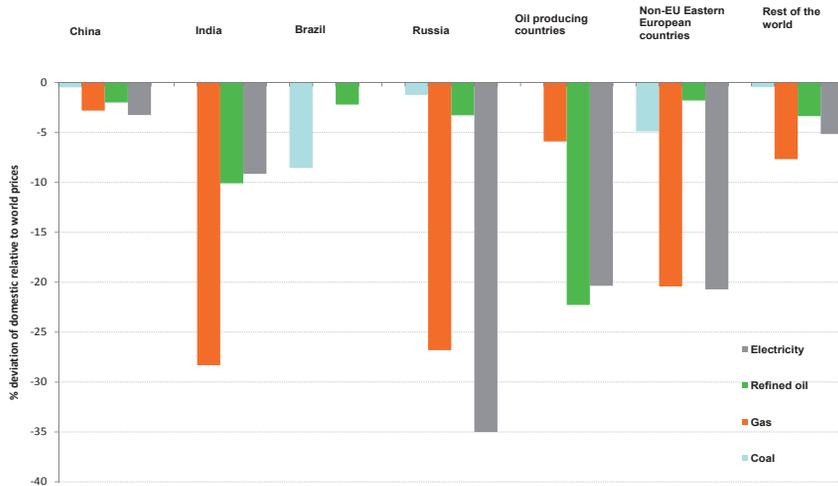
OECD estimates suggest that the mere removal of existing fossil fuel subsidies in non-OECD countries, which are substantive in many cases (Figure 2), would curb GHG emissions by 10% to 15% globally by 2050 (depending on whether leakages are allowed), with most OECD and emerging countries simultaneously experiencing gains in GDP per capita. Obviously, the distributional implications that such actions would have especially in developing economies should also be addressed by means of targeted social transfers.

On the trade side, applied MFN tariffs on bioethanol currently exceed 20% on an ad valorem basis in many OECD economies (including Australia, the European Union and the United States). Partly as a result of this, trade in such goods represents less than 10% of world consumption and the cost of curbing CO₂ emissions in transport through biofuels is inflated. Also, tariff and non-tariff barriers on energy-efficient electrical appliances are high, especially in non-OECD countries: on average MFN ad valorem tariffs amount to around 15% in developing countries and trade is made difficult by heterogeneous and inconsistent standards in both OECD and non-OECD countries. It is desirable that the Doha Round could help remove or lower such hindrances to trade.

Finally, a number of proactive policies could put world economies on a greener growth path, including:

- pricing environmental externalities and coherently designing and linking national and/or regional emission trading schemes.
- improving framework conditions for environmentally-friendly R&D and clean technology adoption and deployment.
- imposing energy-saving standards in some sectors (construction) and discouraging fossil fuel use in international transport (air, maritime) e.g. through global industrial agreements.

Figure 2
Fossil fuel subsidies are high in non-OECD economies



Notes: Average over total demand for fossil fuels. Subsidies are larger on subcategories of demand, e.g. household consumption. Rest of the World excludes the OECD area.

Source: OCDE.

3. ...but also risks ahead

The potential contribution of reforms to recovery and growth can be derailed by a number of dangers. First, the post-crisis “deregulation backlash” can lead to a slowdown in structural reforms. In other words, there is a risk that the political economy of the reform process may become more difficult as electorates amalgamate the revealed flaws of financial deregulation that contributed to the global recession with deregulation of markets tout court, thereby leading to reluctance towards continuing reforms in product markets. Even though it is too early to judge whether such slowdown in reforms will be observed, it is encouraging to see that the G20 countries continue to envisage structural reforms as an engine of recovery and growth.

Second, policy responses to the crisis have included measures that could amplify expected output losses. For instance, state intervention in financial markets that was necessary during the crisis could harm competition, distort pricing of risk and delay required restructuring if it were to be maintained for too long. It is desirable therefore that such support be phased out as soon as banking health is restored. Moreover, public interventions should privilege prudential regulatory measures that strengthen financial stability without stifling competition and be

to the extent possible coordinated across countries. Similarly, while support to other sectors (e.g. automobile) may have been inevitable in the very short run, such support should be temporary, should not be aimed at delaying industry adjustment and should not curb new entry, e.g. through buy national provisions or price distortions. Indeed, delaying restructuring and preventing exit of inefficient firms or entry of new firms can significantly slow down productivity growth.

Third, the policy response to the crisis may include mercantilist or protectionist measures. For the moment and on the whole, openly protectionist reactions have been few. Both OECD and non-OECD countries have remained committed to open markets. Only a few OECD governments have taken direct protectionist measures, but such measures have been more substantial in non-OECD countries. Indirect measures (behind the border) were more common as part of stimulus packages while antidumping actions and use of safeguards have increased since 2008. Thus, fortunately the evidence so far is by and large that the commitment to openness has been maintained, with the G20 process holding promise of increased coordination among world economies. There is widespread awareness that creeping protectionism could lead to trade losses that would make the exit from crisis more difficult and would create premises for low potential growth in the future.

Fourth, new green regulations can be ill-conceived. For instance they could generate costs in excess of their benefits, lack cost-effectiveness and curb domestic and/or international competition. This in turn would tend to inhibit recovery and curb future growth. Indeed, environmental regulations have direct and indirect effects on plant location decisions, the structure of production and the resulting costs of market goods, the patterns of technological innovations and industrial productivity rates, and ultimately macro-economic activity and a nation's long-run potential for growth. Examples of potentially ineffective or harmful environmental policies are numerous: use of regulation and standards where market mechanisms (e.g. pricing) would provide better incentives to green development; use of technology standards that may lock in cost ineffective technologies where instead performance standards would work better; use of inappropriately overlapping instruments (e.g. caps and renewable energy targets; etc.) to pursue multiple economic and/or other policy objectives; provision of subsidies that confer competitive advantage to certain firms or industries; grandfathering of or exemptions from emission caps for certain industries (possibly with no coordination across countries). Moreover, OECD has estimated that use of border tax adjustments could have very modest effects on carbon leakage and would not prove very effective in addressing competitiveness issues raised by asymmetric climate policies in different countries, while increasing GDP losses (with even larger losses to be expected if such measures were to set off retaliation).

4. Looking forward

In sum, the post crisis climate and the rising environmental concerns do not change key structural reform priorities. On the contrary, the need to exit the crisis and resume sustained growth has made many structural reforms more urgent and desirable in view of their potential effects on activity levels, productivity and potential output. But to be growth-enhancing and environmentally effective, new green regulations must address market failures in a way that is both efficient (cost-minimizing) and non-distortive of competition. Recent research, including by the OECD and the IMF, echoed in G20 documents, points to significant productivity and GDP per capita gains from product market reforms. Admittedly, the feasibility and the gains from reforms, both in the product market and environmental areas, may also depend on countries' institutional capabilities and on their position relative to the technological frontier. Accordingly, reform priorities may need to be adjusted to reflect that. Nonetheless continuing the reform process can bring sizeable benefits even to emerging economies and developing countries. The challenge ahead is to tailor the sequencing of reforms and the implementation new green growth policies to country specificities, especially those of non-OECD countries, so that enough political support is gathered to "make reforms happen".

RODOLPHE BLAVY

5. Un vieux débat, une urgente nécessité

La rapide propagation de la crise a rappelé l'impératif de réforme de la régulation internationale. Les carences de la réponse internationale (i) à l'accumulation des déséquilibres mondiaux et (ii) à la crise elle-même reflètent un décalage croissant entre la rapide globalisation des marchés et celle beaucoup plus lente des institutions.

Après une construction largement *ad-hoc* d'un système de réponse (le G-20 s'imposant comme l'instrument de coordination des politiques au niveau international), l'ensemble des institutions doit évoluer.

On peut distinguer quatre grandes faiblesses de l'architecture internationale :

- un système de surveillance morcelé et des messages vagues sans engagement des politiques au plus haut niveau ;
- un manque de coordination des politiques économiques au niveau international en l'absence de mécanismes institutionnels légitimes ;

- un système fragmenté de régulation et de résolution pour les institutions financières internationales ;
- un « *global financial safety net* » incomplet.

6. Le FMI dans la nouvelle architecture internationale

L'enjeu pour le FMI est double : légitimité et efficacité. En effet, la réforme va au-delà de la seule question de gouvernance et inclut trois composantes essentielles :

- revoir le mandat de l'institution (surveillance) ;
- renforcer la capacité financière pour un « *global financial safety net* » plus solide ;
- réformer le système de gouvernance pour améliorer la représentativité et la coordination internationale.

Le FMI se voit ainsi doter de nouvelles responsabilités pour mieux prendre en compte les risques systémiques et l'articulation macro-financière : le FMI doit à la fois contribuer à l'exercice d'évaluation mutuelle des politiques des pays du G20, fournir une assurance contre des flux de capitaux volatiles et réfléchir aux politiques de sortie de crise et aux modalités de soutien public à un secteur financier fragilisé. Ces nouvelles responsabilités répondent un ensemble d'initiatives :

- l'« *early warning system* » en collaboration avec le *Financial Stability Board* (FSB), et l'exercice de vulnérabilité étendu aux pays développés ;
- un programme d'évaluation du secteur financier (FSAP) renforcé et affiné ;
- une contribution active aux réformes de régulation financière en lien avec le FSB.

Un « *global financial safety net* » renforcé. Les objectifs sont simultanément de diminuer le motif de précaution dans les politiques d'accumulation de réserves, réduire l'incertitude liée à un système dominé par le dollar, et contribuer à la résolution des déséquilibres internationaux. Il est aussi question de transformer les facilités de prêt : une conditionnalité mieux adaptée aux besoins des pays, des plafonds de prêt relevés, et la création d'une ligne de crédit contingente (« *Flexible Credit Line* »). Cela passe enfin par un renforcement de la capacité financière de l'institution (triplément des ressources prêtables à 750 milliards de dollars) et une augmentation des réserves au niveau de chaque pays membre par une large allocation de DTS (283 milliards de dollars), allouée sans conditionnalité.

Un FMI plus représentatif et stratégique. Réformer la gouvernance de l'institution est indispensable pour renforcer la crédibilité du FMI et l'engagement des

politiques au plus haut niveau. Pour cela, il convient de suivre deux principes directeurs : i) un poids plus important en termes de quotes-parts pour les pays émergents ; ii) une protection de la représentation des pays membres les plus pauvres. L'institution doit aussi se doter d'une structure chapeau pour l'orientation stratégique et revue du rôle et de la composition du Conseil d'Administration.

7. Réformer la régulation financière internationale: au-delà des consensus

La crise a permis d'engager de nombreux chantiers, unissant les autorités en un même objectif d'enrayer ses effets négatifs. Il y a certains consensus sur les grands axes de réforme. Des principes clefs se sont imposés devant les limites du système de régulation financière qui prévalait avant la crise :

- la nécessité de resserrer la régulation financière et d'en étendre le champ ;
- la mise en place d'une supervision macroprudentielle ;
- la coordination de l'environnement réglementaire et de supervision au niveau international ;
- une meilleure prise en compte des risques systémiques.

Il est impératif de mettre rapidement en place les règles qui permettront d'éviter une prise de risque excessive par des banques encore fragiles sans entraver la reprise. Il faut trouver le juste équilibre entre une réforme ambitieuse qui réduit les risques de crises sans handicaper le système financier par une régulation excessive. Cela soulève de nombreux défis conceptuels : définition du risque systémique, gestion du risque de hasard moral, mise en place d'instruments contra-cycliques de régulation. Cela pose aussi des problèmes institutionnels : prise en compte par les banques centrales des risques financiers (prix des actifs et croissance du crédit), définition du pouvoir des instances supranationales de régulation et de supervision vis-à-vis des instances nationales, création d'institution dédiées à la surveillance du risque systémique.

Au niveau européen, cela se traduit par un équilibre entre une réforme ambitieuse et faisable :

- création d'un « *level-playing field* » entre les Etats membres pour éviter l'arbitrage réglementaire avec une régulation harmonisée au niveau européen ;
- mise en place d'un réseau de superviseurs, où la mise en œuvre quotidienne de la supervision est à la charge des instances nationales, avec une autorité centrale (ESFS) chargée d'arbitrer les disputes ;
- renforcement de la supervision macroprudentielle avec la création du « European Systemic Risk Board ».

Attention toutefois : le risque est grand de voir diminuer l'esprit de collaboration aux premiers signes d'une reprise économique.

Présidents de séances et intervenants

Titres et fonctions en vigueur aux dates des séances.

AGLIETTA MICHEL, CONSEILLER SCIENTIFIQUE, GROUPAMA AM & CEPII ; PROFESSEUR, UNIVERSITÉ DE PARIS X

ALLARD PATRICK, CONSEILLER, DIRECTION DU CENTRE D'ANALYSE ET DE PRÉVISION, MINISTÈRE DES AFFAIRES ÉTRANGÈRES ET EUROPÉENNES

ARTUS PATRICK, DIRECTEUR, DIRECTION DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES ET DE LA RECHERCHE, NATIXIS

BELKA MAREK, ANCIEN MINISTRE DES FINANCES POLONAIS ; DIRECTEUR, DÉPARTEMENT EUROPE, FMI

BÉNASSY-QUÉRÉ AGNÈS, DIRECTRICE, CEPII ; VICE-PRÉSIDENTE, CLUB DU CEPII

BLAVY RODOLPHE, ÉCONOMISTE PRINCIPAL, FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL (FMI)

CAPELLE-BLANCARD GUNTHER, PROFESSEUR, UNIVERSITÉ PARIS I PANTHÉON-SORBONNE ; DIRECTION-ADJOINT, CEPII

CHANÉY ERIC, CHEF ÉCONOMISTE, AXA INVESTMENT MANAGER

CHAVAGNEUX CHRISTIAN, RÉDACTEUR EN CHEF ADJOINT, ALTERNATIVES ÉCONOMIQUES

DE BOISSIEU CHRISTIAN, PROFESSEUR, UNIVERSITÉ PARIS I PANTHÉON SORBONNE ; PRÉSIDENT DÉLÉGUÉ, CONSEIL D'ANALYSE ÉCONOMIQUE

FASTEN ERIK, PROFESSEUR, DÉPARTEMENT D'ÉCONOMIE, UNIVERSITÉ HUMBOLDT, BERLIN

FRIEDEN JEFFRY, PROFESSEUR, DÉPARTEMENT DU GOUVERNEMENT, HARVARD UNIVERSITY

GROS DANIEL, DIRECTEUR, CENTRE FOR EUROPEAN POLICY STUDIES (BRUXELLES)

GROSSO GUILLAUME, CHEF DES OPÉRATIONS, CENTRE DE DÉVELOPPEMENT, OCDE

HAVRYLCHYK OLENA, ÉCONOMISTE, CEPII

JAILLET PIERRE, DIRECTEUR GÉNÉRAL, DIRECTION GÉNÉRALE DES ÉTUDES ET RELATIONS INTERNATIONALES, BANQUE DE FRANCE

KOOTH S STEFAN, COLLABORATEUR SCIENTIFIQUE, DÉPARTEMENT ANALYSE MACROÉCONOMIQUE ET RÉVISIONS, DEUTSCHES INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG (DIW, BERLIN)

KUMAR RAJIV, DIRECTEUR, ICRIER (DELHI)

MARCUSSEN MICHALA, HEAD OF STRATEGY AND ECONOMIC RESEARCH, SOCIÉTÉ GÉNÉRALE ASSET MANAGEMENT

MENTRÉ PAUL, ANCIEN ADMINISTRATEUR POUR LA FRANCE AUPRÈS DU FMI ET DE LA BIRD ; RAPPORTEUR DU GROUPE DE TRAVAIL «L'ALLEMAGNE ET LA FRANCE FACE À LA CRISE FINANCIÈRE» DU CONSEIL D'ANALYSE ÉCONOMIQUE FRANCO-ALLEMAND (CAEFA)

MISTRAL JACQUES, HEAD OF ECONOMIC STUDIES, IFRI

NICOLETTI GIUSEPPE, CHEF DE DIVISION, ANALYSE DES POLITIQUES STRUCTURELLES, OCDE

NIELSEN ERIK, MANAGING DIRECTOR & CHIEF EUROPEAN ECONOMIST, GOLDMAN SACHS

PISANI-FERRY JEAN, DIRECTEUR, BRUEGEL (BRUXELLES)

REYNIER HUBERT, SECRÉTAIRE GÉNÉRAL ADJOINT, DIRECTION DE LA RÉGULATION ET DES AFFAIRES INTERNATIONALES, AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS (AMF)

SÈVE RENÉ, DIRECTEUR, CENTRE D'ANALYSE STRATÉGIQUE (CAS)

STOFFAËS CHRISTIAN, PRÉSIDENT DU CONSEIL, CEPII

VALLA NATACHA, DIRECTEUR DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES EUROPE, GOLDMAN SACHS

ZLOTOWSKI YVES, ÉCONOMISTE EN CHEF, COFACE

ZOLI EDDA, ÉCONOMISTE, DÉPARTEMENT EUROPE, FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL (FMI)

Rédaction des actes de conférences

CARTON BENJAMIN, ÉCONOMISTE, CEPII (CHAPITRES 1, 2, 3)

CHAPUIS THOMAS, MASTER, SCIENCES PO ; ÉCOLE NATIONALE DES PONTS ET CHAUSSÉES (CHAPITRE 9)

HAVRYLCHYK OLENA, ÉCONOMISTE, CEPII (CHAPITRES 4, 6)

KHOUDOUR-CASTÉRAS DAVID, ÉCONOMISTE, CEPII (CHAPITRE 5)

NAYMAN LAURENCE, ÉCONOMISTE, CEPII (CHAPITRE 3)

Dates des séances

- **CONJONCTURE ET MARCHÉS FINANCIERS : PERSPECTIVES 2008-2009, LA FIN D'UN CYCLE**
20 février 2008, sous la présidence d'Agnès Bénassy-Quéré
- **CRISE DES *SUBPRIMES* ET RÉVÉLATIONS DES RISQUES BANCAIRES ET FINANCIERS**
12 mars 2008, sous la présidence d'Agnès Bénassy-Quéré
- **CRISE ET RESTRUCTURATION DE LA FINANCE MONDIALE : POINTS DE VUE FRANCO-ALLEMANDS**
12 janvier 2009, sous la présidence d'Agnès Bénassy-Quéré & Christian Stoffaës
- **L'EUROPE FACE À LA CRISE**
4 mars 2009, sous la présidence d'Agnès Bénassy-Quéré
- **QUE PEUT-ON ATTENDRE DU G20 EN TERMES DE RÉGULATION ET DE GOUVERNANCE ?**
6 mars 2009, sous la présidence d'Agnès Bénassy-Quéré
- **PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES RÉGIONALES POUR L'EUROPE**
12 mai 2009, sous la présidence d'Agnès Bénassy-Quéré
- **NOTATION : COMMENT RETROUVER LA CONFIANCE ?**
19 juin 2009, sous la présidence d'Yves Zlotowski
- **LE G20 : QUE PEUT-ON EN ATTENDRE ?**
22 septembre 2009, sous la présidence d'Agnès Bénassy-Quéré
- **A-T-ON DÉFINITIVEMENT ÉVITÉ LE PIRE ?**
30 octobre 2009, sous la présidence de Jacques Mistral
- **LES ÉCONOMIES EN DÉVELOPPEMENT ET LA CRISE**
27 novembre 2009, sous la présidence de Guillaume Grosso & Christian Chavagneux

PUBLICATION

Sous la direction de :
Gunther Capelle-Blancard & Chantal Bartholin

Conception graphique et réalisation PAO
Pascale Dieu

Impression
Centre d'analyse stratégique

*Les documents de cet ouvrage restent la propriété de leurs auteurs
et sont diffusés avec leur autorisation.*

Le Club du CEPII
113, rue de Grenelle - 75700 Paris SP 07
www.leclubducepii.fr

Imprimé en décembre 2010