

Résumé du colloque sur la mondialisation des marchés financiers et l'instabilité financière

Scott Hendry, département des Marchés financiers*

- *Le colloque annuel de la Banque du Canada, qui s'est tenu en octobre 2010, a réuni des chercheurs émérites venant d'universités et de banques centrales du monde entier afin qu'ils débattent sur le thème de la mondialisation des marchés financiers et de l'instabilité financière. Figuraient au nombre des sujets abordés les effets de cette mondialisation sur le risque, la liquidité et les prix des actifs; les causes et les incidences des crises; et les solutions réglementaires appropriées.*

Les dernières décennies ont été marquées par l'extension de la mondialisation financière, qui a vu les liens entre les économies de différents pays se renforcer avec le temps, grâce à l'élargissement des échanges qu'a permis la libéralisation des marchés des biens et services et des marchés des actifs financiers. Les flux financiers transfrontières ont augmenté prodigieusement, ce qui s'est traduit par une série d'avantages — illustrés dans la croissance découlant de nouvelles possibilités d'investissement et d'exportation — et par des coûts potentiels — montée de l'incertitude, accentuation de la volatilité des marchés, voire plus grande probabilité et ampleur des crises. Les caractéristiques ainsi que l'étendue des bénéfices nets de la mondialisation financière font encore largement débat.

Le texte qui suit récapitule les points saillants des communications présentées aux six séances de travail du colloque. Il résume également le discours du conférencier principal et les discussions des participants au débat de clôture.

Première séance : Mondialisation des marchés financiers et risque

Les flux financiers internationaux au sein des économies industrielles et entre ces dernières et les économies de marché émergentes ont enregistré une croissance tendancielle vigoureuse. Parallèlement, les économistes n'ont cessé de discuter entre eux des avantages et des coûts d'une telle mondialisation. Pour certains, les flux incontrôlés de capitaux sont un obstacle sérieux à la stabilité financière mondiale. D'autres affirment plutôt que l'ouverture accrue aux flux de capitaux s'est révélée un facteur indispensable à l'expansion des économies émergentes ainsi qu'au

* Je voudrais exprimer ma gratitude à Greg Bauer, Antonio Díez de los Ríos, Koralai Kirabaeva, Sermin Gungor, Teodora Paligorova, Jesus Sierra et Jun Yang pour l'organisation de cet excellent colloque et l'aide qu'ils ont apportée à la préparation du présent article.

développement de leurs marchés financiers et, en même temps, une source importante de stabilité pour les pays industrialisés. Les deux communications de cette séance enrichissent ce débat.

Charles A. Trzcinka et **Andrey D. Ukhov** (Université de l'Indiana) examinent tant les coûts de la mondialisation financière et du partage des risques que leurs bénéfices. Leur modélisation est novatrice en ce qu'elle autorise des agents hétérogènes à choisir de façon endogène d'investir ou pas sur les marchés financiers. Les auteurs étudient quelle incidence a sur le bien-être l'ouverture des marchés aux étrangers. Ils s'appuient pour cela sur un cadre qui formalise les forces antagonistes intervenant dans la prise de décision à l'intérieur d'une économie dont l'accès s'ouvre aux investisseurs étrangers. À l'instar d'autres travaux basés sur l'utilisation de modèles multinationaux d'évaluation des actifs financiers, cette recherche conclut que la mondialisation financière tend à réduire le coût du capital à l'échelle d'un pays. Mais à la différence des modèles précédents, ici, les raisons qui poussent les agents à commercer et à investir sont endogènes, et les auteurs parviennent à calculer la variation du bien-être des résidents. Leur modèle montre que la décision d'ouvrir les marchés a des conséquences pour le partage des risques au sein de l'économie nationale ainsi que pour les prix des actifs et le bien-être des agents. L'abolition des barrières change la répartition des divers types d'investisseurs, et donc les prix et le coût du capital. Elle peut également, en haussant le coût de la participation de certains résidents à la mise en commun des risques offerte par des actifs nationaux, conduire à une diminution du bien-être de ces agents. Contrairement à ce qui ressort des modèles précédents, les auteurs établissent que l'ouverture des marchés ne correspond pas à un optimum de Pareto : cette libéralisation réduit parfois le bien-être de certains des résidents, en particulier des demandeurs d'actifs risqués.

Ces conclusions ont des implications en matière d'économie politique ainsi que sur le plan des politiques. Il arrive que les barrières à l'investissement améliorent le bien-être des nations et que la décision de les maintenir soit un choix économique endogène et rationnel, plutôt que l'effet de coûts de délégation ou d'un échec politique. La libéralisation peut se justifier plus finement si l'on identifie le groupe d'agents qui ont un intérêt à assumer une part des risques après l'ouverture des marchés. La libéralisation n'est pas le fruit du hasard : le moment où elle survient dépend des ressources en présence, des prix et des expositions aux risques. Le modèle explique aussi de

manière logique les avancées et les reculs de la libéralisation mis en lumière par d'autres auteurs.

Gianni De Nicolò (Fonds monétaire international) et **Luciana Juvenal** (Banque fédérale de réserve de St. Louis) analysent l'incidence réelle de l'intégration financière sur la croissance économique au moyen de données portant sur l'évolution de nombreuses économies avancées et émergentes entre 1985 et 2009. Dans un premier temps, les auteurs étudient la dynamique de cette intégration. Les statistiques témoignent de façon éloquente d'une tendance baissière dans la dispersion internationale des primes de risque rattachées aux actions, signe d'une intégration plus poussée des marchés financiers internationaux. Ce phénomène est dû avant tout au renforcement des liens financiers des économies émergentes. De Nicolò et Juvenal s'intéressent ensuite à la relation entre intégration financière et croissance économique. Ils construisent de nouveaux indicateurs pour évaluer le degré d'intégration et les possibilités de croissance corrigées en fonction des risques. L'ampleur de l'intégration financière est mesurée par l'écart existant, à chaque date, entre la prime exigée sur les actions émises dans un pays et la prime moyenne exigée au sein d'un groupe de référence. Les possibilités de croissance corrigées sont mesurées, pour leur part, par un indicateur semblable à un ratio de Sharpe¹, qui compare le ratio cours/bénéfice d'un marché national à un ratio cours/bénéfice mondial. S'aidant de statistiques mensuelles, les auteurs cherchent à déterminer si le degré d'intégration financière permet de prédire les possibilités de croissance corrigées et vice versa, à l'échelle aussi bien mondiale que régionale. Ils concluent que l'intensification de l'intégration annonce avec une certitude confortable de meilleures possibilités de croissance, mais que l'inverse ne se vérifie pas forcément.

De Nicolò et Juvenal examinent également avec des données annuelles l'incidence prévisible de l'intégration financière sur la croissance effective et sur une variable reflétant la volatilité de la croissance. Une plus forte intégration financière laisse augurer une croissance plus rapide, une baisse de sa variabilité et un recul de la probabilité d'un risque réel systémique sur les marchés boursiers. Les auteurs étudient trois voies par lesquelles l'intégration financière est susceptible de stimuler la croissance. Cette intégration s'avère une source de développement pour le secteur financier

¹ Le ratio de Sharpe est obtenu en soustrayant le rendement d'un actif dénué de risque du rendement du portefeuille considéré et en divisant le résultat par la variance du rendement de ce portefeuille. Plus le ratio est élevé, meilleur est le rendement du portefeuille compte tenu des risques pris.

d'un pays, et de liquidité pour les marchés boursiers. Enfin, les progrès de l'intégration financière s'accompagnent d'un renforcement de la qualité des institutions et de la gouvernance des entreprises. Chacun de ces effets favorise l'expansion économique sur le long terme.

Deuxième séance : La liquidité

La liquidité des marchés de capitaux est un important facteur de stabilité et d'efficacité pour le système financier. Des variations rapides et considérables de la liquidité de marché peuvent amplifier une contagion et étendre le risque systémique à toute l'économie. Les deux études résumées ci-après analysent le rôle des chocs de liquidité dans la fragilité du système financier.

Maya Eden (Massachusetts Institute of Technology) examine comment l'intégration financière entre économies émergentes et développées influe sur la manière dont se répartit la volatilité de la production dans le monde. Son modèle permet de comprendre pourquoi les fluctuations du financement extérieur sont une cause majeure de crises dans les marchés émergents mais sont généralement sans conséquence pour les pays développés. L'auteure propose un lien inédit qui repose sur l'interaction entre les distorsions financières et le processus d'intégration financière, afin d'éclairer l'interdépendance entre, d'une part, la vulnérabilité des économies émergentes face aux variations du financement extérieur et, d'autre part, la modération des fluctuations que les chocs de liquidité engendraient dans la production des pays développés avant la récente crise. Le modèle génère par ailleurs des profils de volatilité compatibles avec l'aggravation de la crise des prêts hypothécaires à risque. Notamment, il semble indiquer que l'intégration financière entre économies émergentes et développées a peut-être entraîné des changements endogènes de la structure du système financier qui ont créé les conditions de la crise. Parmi ces changements, notons l'assouplissement des critères d'octroi du crédit, la hausse de la titrisation et la place accrue des produits titrisés dans les bilans bancaires.

Koralai Kirabaeva (Banque du Canada) analyse le rôle conjoint de l'antisélection, du risque de liquidité et des croyances concernant le risque systémique dans la détermination du degré de liquidité des marchés, des prix des actifs et du niveau de bien-être. L'auteure décrit comment les institutions financières répartissent leur portefeuille entre actifs sûrs et risqués lorsqu'elles anticipent un risque systémique, puis

évalue comment les croyances des investisseurs peuvent concourir à la paralysie des marchés. Lorsqu'elles sont confrontées à une information asymétrique et à des chocs de liquidité, les institutions financières n'internalisent pas intégralement les conséquences de leurs actions pour la liquidité de marché et surinvestissent dans des actifs risqués et peu liquides, créant ainsi des externalités à l'échelle du système. Kirabaeva montre comment la présence, même faible, d'antisélection sur le marché des actifs peut entraîner l'effondrement des prix de vente, voire la défaillance du marché si elle s'accompagne d'une ruée vers la liquidité, d'une sous-estimation du risque systémique ou d'une incertitude quant à la valeur des actifs. L'auteure évalue en outre l'efficacité des actions possibles des autorités, par exemple l'apport de liquidité et l'achat d'actifs de piètre qualité ou l'impératif de détenir au préalable plus d'actifs liquides.

Troisième séance : Titrisation et flux de capitaux

Les entrées de capitaux et leur volatilité ont joué un rôle important dans l'aggravation des récentes crises financières. Dans les deux recherches synthétisées ici, les auteurs examinent comment le comportement de ces flux a influencé le marché du logement et les taux de rendement des obligations du Trésor américain.

Filipa Sá (Université de Cambridge), **Pascal Towbin** (Banque de France) et **Tomasz Wieladek** (Banque d'Angleterre) étudient les effets des entrées de capitaux, de la politique monétaire et de l'innovation financière sur l'activité du marché du logement. Leur travail a été motivé par les débats récents sur le sujet.

Un des arguments mis en relief par Sá, Towbin et Wieladek est que les politiques monétaires expansionnistes ont maintenu les taux d'intérêt à de bas niveaux et nourri du même coup la demande de logements. D'autres observateurs attribuent la croissance du marché du logement aux déséquilibres internationaux : les pays jouissant d'un volume excessif d'épargne mais dotés de marchés de capitaux insuffisamment développés investissent dans des économies où ces marchés sont développés, y causant un recul du loyer de l'argent. D'autres pensent également que l'évolution des taux d'intérêt a des répercussions bien plus grandes sur l'activité immobilière dans les pays caractérisés par des marchés de titrisation actifs et un endettement élevé des consommateurs.

Sur la base de statistiques relatives à 18 pays de l'Organisation de coopération et de développement économiques concernant la période 1984-2007, l'étude offre une série de résultats. Les entrées de capitaux et les chocs de politique monétaire ont un effet positif significatif sur les crédits réels accordés au secteur privé, les prix réels des maisons et l'investissement résidentiel. Ces variables sont plus sensibles aux chocs dans les pays qui possèdent un marché hypothécaire développé. Pour les auteurs, la raison en est que dans ces États, les ménages ont la possibilité d'accroître leur recours au crédit en mettant en garantie une part plus importante de la valeur de leur maison, si bien qu'ils deviennent plus sensibles aux variations de la valeur de cette garantie. Autre constat : les entrées de capitaux influencent plus fortement et plus durablement l'activité immobilière des pays au marché hypothécaire développé.

Ces résultats éclairent le débat autour du rôle des déséquilibres mondiaux dans la genèse de la crise. Là où le marché hypothécaire est développé, les entrées de capitaux exposent le secteur du logement à leur volatilité.

Carol Bertaut, Laurie Pounder DeMarco, Steve Kamin et Ralph Tryon (Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale) se penchent sur le rôle des entrées de capitaux aux États-Unis dans la crise financière. Les auteurs établissent que les achats étrangers de titres de créance privés — notamment de titres adossés à des actifs (TAA) — étaient aussi importants que ceux de bons du Trésor américain et de titres émis par les organismes fédéraux. Ce sont les titres émis par le Trésor et les organismes fédéraux qui ont le plus bénéficié des capitaux venus du Moyen-Orient et des marchés émergents d'Asie, alors que les titres de créance des entreprises et les TAA trouvaient la faveur des investisseurs européens. Les pays non européens finançaient leurs placements avec les excédents de leur compte courant, tandis que les États européens augmentaient leurs engagements extérieurs.

Les auteurs soutiennent que les achats de titres du Trésor américain par les investisseurs étrangers ont tiré vers le bas le rendement des actifs sans risque, à tel point que l'appétit des intervenants pour les actifs risqués en général, et les prêts hypothécaires à risque en particulier, s'est vu fortement aiguïté. D'un autre côté, la demande d'actifs risqués de la part d'investisseurs extérieurs a contribué au repli relatif des taux des TAA par rapport aux taux d'intérêt des actifs sans risque. Au surplus, cette demande a provoqué une hausse de l'offre de TAA et a donc alimenté directement

le flot des ressources dirigées vers les emprunteurs hypothécaires à risque et vers d'autres emprunteurs fragiles.

Avec un modèle de portefeuille étalonné, les auteurs montrent que les entrées de capitaux en provenance de pays non européens ont nettement pesé sur les rendements des bons du Trésor américain. Les achats étrangers de TAA, principalement par les investisseurs européens, ont réduit les écarts de rendement sur les prêts hypothécaires qui constituaient le sous-jacent de ces titres.

Quatrième séance : Mesures de réglementation

L'histoire prouve que les systèmes financiers sont sujets à des périodes d'instabilité. La crise financière mondiale qui s'est amorcée au milieu de l'année 2007 a fait ressortir la pertinence des discussions entourant l'instauration d'une réglementation et d'une surveillance plus efficaces du secteur financier. Les travaux présentés à l'occasion de cette séance se proposaient de déterminer quelles orientations réglementaires permettraient le mieux d'éviter d'autres crises.

Javier Bianchi (Université du Maryland) et **Enrique G. Mendoza** (Université du Maryland et National Bureau of Economic Research) se servent d'un modèle d'équilibre général comportant une contrainte liant la capacité d'emprunt à la valeur des garanties pour analyser les crises financières sous l'angle du recours excessif à l'emprunt². Ils s'attachent à comparer l'affectation de ressources et le niveau de bien-être auxquels parviennent des agents privés soumis à une contrainte de cet ordre, dans un équilibre concurrentiel décentralisé, avec ceux auxquels aboutit un planificateur central subissant la même contrainte. Pour les agents privés, le prix des garanties est une donnée fixe. De cette conception découle une « externalité du crédit », car les agents n'intègrent pas l'impact que leurs projets d'emprunt individuels auront sur le prix de marché de leurs garanties et sur les coûts salariaux pertinents au titre de la détermination du fonds de roulement. À l'inverse, le planificateur central tient compte de toutes ces incidences ainsi que de la manière dont les décisions d'emprunt prises aujourd'hui influenceront les prix des actifs et les salaires de demain.

² Le recours excessif à l'emprunt correspond à la différence entre le montant des prêts qu'un agent parvient à obtenir à titre personnel au sein d'une économie où le marché du crédit comporte un certain nombre de frictions et le montant des crédits obtenus par un planificateur central qui est confronté à des frictions identiques mais qui prend en compte l'incidence de ses décisions d'emprunt sur l'équilibre général.

Même si le surendettement dérivant de cette externalité du crédit est faible comparativement au total des emprunts contractés par un planificateur central soumis à la contrainte d'une allocation efficiente des ressources, il génère des crises financières nettement plus graves et plus fréquentes qu'en situation d'équilibre allocatif contraint et accentue les fluctuations du cycle économique à long terme. Cette externalité est également à l'origine d'excédents de rendements, de ratios de Sharpe et de primes de risque beaucoup plus élevés que ce qui s'observe à l'équilibre. Les auteurs proposent d'établir un barème de taxation optimal des emprunts et des dividendes qui soit tributaire de la conjoncture. En d'autres termes, leur modèle conduirait à appliquer aux emprunts et aux dividendes une taxe qui serait relevée quand l'effet de levier s'élève et rend l'économie vulnérable à une crise financière — majoration qui surviendrait avant l'apparition d'une crise —, et réduite dans le cas contraire. Cela inciterait les agents privés à accumuler plus d'épargne qu'ils ne le feraient dans un équilibre concurrentiel sans taxe.

La communication d'**Alan D. Morrison** (Université d'Oxford et Centre for Economic Policy Research) et de **Lucy White** (Harvard Business School et Centre for Economic Policy Research) porte sur la stratégie optimale de réglementation du système financier que devrait adopter une autorité *commune* en vue de réduire le risque de contagion interbancaire. Les auteurs démontrent que la réputation de cette autorité commune peut être une source de contagion financière et qu'il peut par conséquent être socialement préférable que l'autorité cherche à gérer sa réputation a posteriori, au moyen d'interventions qui seront secrètes ou publiques selon la solidité initiale de sa réputation.

Dans le modèle mis en avant, la défaillance d'une banque peut saper la confiance du public dans la compétence de l'organisme de contrôle bancaire et, partant, dans d'autres établissements autorisés par ce dernier à exercer leurs activités. Les déposants peuvent ainsi être amenés à retirer leurs fonds d'autres banques même lorsque les rendements des actifs dans lesquels celles-ci ont investi ne sont pas corrélés avec ceux de l'institution en difficulté et qu'il n'existe pas de prêts interbancaires. Dans ce scénario de panique bancaire, la stratégie optimale pour l'autorité réglementaire peut consister à faire secrètement preuve de tolérance envers l'institution défaillante afin de préserver sa propre réputation, dans l'espoir que la banque — et les autres établissements vulnérables — en réchappe. Les sauvetages publics, à l'opposé, ne réussissent pas à éviter les ruées bancaires parce

que la réputation de l'autorité réglementaire finit par se trouver fragilisée. Quand la tolérance s'exerce au grand jour, elle peut donc commander l'adoption de mesures supplémentaires coûteuses, tel le renforcement du régime d'assurance-dépôts. Le caractère a priori optimal d'une intervention publique ou secrète dépend de la réputation initiale de l'autorité réglementaire et de l'importance probable des atteintes futures à cette réputation. La transparence a pour effet d'améliorer la confiance a priori, mais elle nuit à la capacité de l'autorité d'endiguer les paniques dans l'avenir. Agir en secret pourrait dès lors s'avérer socialement préférable pour les autorités réglementaires de solide réputation; ces dernières devraient toutefois jouer cartes sur table si leur réputation est particulièrement compromise au départ.

Cinquième séance : Crises et rendements attendus

La crise mondiale de 2007-2009 fournit un exemple éloquent de « cataclysme économique » et des répercussions que ces événements très rares ont sur les rendements réalisés par les investisseurs internationaux. Barro (2006) souligne à ce propos que, bien que peu probables, les cataclysmes économiques peuvent avoir une forte incidence sur les rendements attendus et même expliquer certaines énigmes touchant l'évaluation des actifs, comme la détermination complexe de la prime de risque rattachée aux actions. Les auteurs des deux communications présentées se demandent si les risques d'un désastre économique mondial peuvent aussi aider à élucider les énigmes observées sur les marchés d'actifs internationaux, comme la parité des taux d'intérêt sans couverture.

François Gourio et **Michael Siemer** (tous deux de l'Université de Boston) et **Adrien Verdelhan** (Massachusetts Institute of Technology) élaborent un modèle de cycles réels étoffé comportant deux pays. Dans leur modèle, le risque d'un cataclysme économique mondial (à savoir un recul prononcé de la consommation) est faible mais varie dans le temps et les deux pays ne sont pas exposés à ce risque au même degré. Les auteurs constatent qu'une modification de la probabilité d'un désastre mondial fait varier non seulement les primes de risque, mais aussi les grandeurs macroéconomiques. En l'occurrence, plus la probabilité d'un cataclysme augmente, moins investir est attrayant, d'où la chute de l'investissement et de la production. D'autre part, la demande d'épargne de précaution s'accroît, ce qui cause un repli des taux d'intérêt relatifs aux actifs sans risque

et une hausse des écarts de rendement sur les actifs risqués. Les investisseurs en quête d'un refuge retirent alors leurs capitaux du pays moins sûr, qui connaît une récession plus marquée. Le modèle parvient aussi à expliquer le comportement de la prime de risque associée aux opérations de portage, puisque, dans le schéma des auteurs, la monnaie du pays où les taux d'intérêt sont élevés se déprécie quand le risque d'une catastrophe mondiale se précise.

Alexandre Jeanneret (HEC Montréal) propose un modèle d'équilibre général où deux pays ont des échanges commerciaux entre eux et où les décisions des entreprises et des États en matière de défaillance sont endogènes. Dans son modèle, qu'il étalonne en fonction de données américaines, un choc économique négatif dans le pays étranger entraîne une détérioration des finances publiques de ce pays et en aggrave le risque de défaillance ainsi que le risque d'une contraction de la croissance aux États-Unis. Par ricochet, une hausse du risque souverain réduit la valeur attendue des recettes d'exportation futures des entreprises américaines du fait d'une dégradation des termes de l'échange et suscite un rééquilibrage des portefeuilles au profit de l'acquisition d'une obligation sans risque, ce qui pèse sur les prix des actions dans les deux pays. Le risque d'un ralentissement de la croissance à l'étranger amplifie, par ces deux voies, la chute initiale des capitalisations boursières et la volatilité des rendements boursiers aux États-Unis.

Sixième séance : Déséquilibres mondiaux et dynamique des prix des actifs

Les déséquilibres mondiaux ont été évoqués comme une cause possible de la récente crise financière. On croit en effet qu'ils peuvent avoir contribué au recul des taux d'intérêt à l'origine de l'appétit accru des acteurs de marché pour le risque. Cependant, les résultats empiriques ne permettent pas de conclure à ce jour que les achats étrangers nets d'actifs ont eu une incidence significative sur les prix des actifs nationaux. Par ailleurs, il est également possible que les variations des prix des actifs aient elles-mêmes provoqué des mouvements de capitaux, puisque, globalement, la position extérieure nette d'un pays intègre nécessairement des attentes au sujet de l'évolution future des prix des actifs. Les communications données au cours de cette séance tentent d'éclairer la relation de causalité entre les prix des actifs et les flux internationaux de capitaux.

Jesus Sierra (Banque du Canada) étudie l'incidence des flux internationaux de capitaux sur les taux d'intérêt sous l'angle des primes de risque. Les taux d'intérêt comportent deux composantes : les anticipations relatives aux taux à court terme et les excédents de rendement attendus (les primes de risque). Comme la banque centrale n'établit pas son taux directeur en réaction aux achats étrangers d'obligations à long terme, les flux de capitaux se répercutent obligatoirement sur les taux d'intérêt au travers des primes de risque. Si l'on suppose que les anticipations sont rationnelles, on peut mesurer l'effet des flux de capitaux sur les prix des actifs en calculant la corrélation entre le niveau futur des excédents effectifs de rendement et les flux actuels. Les entrées de fonds provenant des institutions officielles étrangères ont sur les primes de risque des retombées négatives et non linéaires analogues à celles de chocs d'offre relative. À l'inverse, les achats nets privés ont une incidence positive et linéaire, viennent absorber l'offre excédentaire et sont rémunérés à l'équilibre pour ce service. Les résultats n'étaient pas l'opinion selon laquelle les flux internationaux de capitaux ont été l'une des principales causes de la baisse accusée par les taux d'intérêt américains à long terme entre 1994 et 2007.

Dans la seconde étude, **Martin D. D. Evans** et **Alberto Fuertes** (Université de Georgetown) décortiquent les sources de la détérioration qu'a enregistrée la position extérieure nette des États-Unis depuis 35 ans. Ils constatent que la plupart des variations trimestrielles de cette position entre 1973 et 2008 sont imputables à l'arrivée de nouvelles (ou chocs) concernant les rendements futurs et, à un degré moindre, d'informations relatives aux flux commerciaux futurs. Aux horizons éloignés, toutefois, les variations reflètent les attentes quant à la manière dont les États-Unis allaient respecter leurs obligations financières internationales. D'après les résultats d'Evans et Fuertes, pour que la position extérieure de ce pays revienne à l'équilibre, il faudra à *la fois* que les différentiels de rendement évoluent de façon favorable et que des excédents commerciaux soient engendrés à l'avenir. En outre, ce retour à l'équilibre pourrait prendre plus de treize ans et nécessiter une importante dépréciation réelle du dollar américain.

Conférence commémorative John Kuszczak

Le conférencier principal du colloque, **Eswar Prasad** (Université Cornell et Brookings Institution), décrit

comment la mondialisation a ouvert la voie à une propagation internationale des chocs et examine les conséquences de même que les perspectives d'évolution des déséquilibres mondiaux. Il se penche sur les leçons apprises et les défis qui se posent à la politique monétaire dans un monde intégré où les comptes de capital sont ouverts. Il traite en particulier de la portée des objectifs de la banque centrale — en s'attachant notamment à savoir si les prix des actifs pourraient être pris en compte dans le cadre de conduite de la politique monétaire et, le cas échéant, de quelle manière — ainsi que du degré d'indépendance optimal de la banque centrale. Prasad trace également certaines pistes de recherche liées à ces enjeux. Par exemple, il souhaite que l'on approfondisse les relations entre la stabilité des prix et la stabilité financière et que l'on conçoive des régimes de politique monétaire plus robustes qui permettent aux marchés émergents de relever les défis de l'après-crise.

Séance de clôture : L'avenir de la mondialisation financière

Le colloque s'est terminé par un débat où les panélistes, **Timothy Lane** (Banque du Canada), **Stanley Zin** (Université de New York) et **Martin Evans** (Université de Georgetown), ont entretenu l'auditoire des perspectives d'avenir de la mondialisation financière.

Timothy Lane a lancé la discussion en présentant sommairement certains des coûts et avantages de la mondialisation financière et les crises financières qui ont récemment frappé l'économie mondiale. Dans les économies avancées, la mondialisation financière n'était pas perçue comme un réel problème jusqu'à tout dernièrement, et l'éclatement d'une crise était jugé fort improbable. On s'inquiétait davantage des difficultés dans lesquelles la mondialisation financière était susceptible de plonger les économies de marché émergentes en compliquant grandement la gestion macroéconomique. Au lendemain de la crise asiatique, peu d'indices attestaient la réalité des bienfaits de la libéralisation pour la croissance. La récente crise financière mondiale est surtout due à des déséquilibres macroéconomiques, à une quête de rendements élevés et aux faiblesses endémiques des systèmes financiers de nombreux pays. Maintenant que la crise est passée, certains sont d'avis qu'il convient de limiter les flux internationaux de capitaux, mais les efforts ont plutôt porté jusqu'ici sur le renforcement de la robustesse du système financier mondial. Des réformes ont été entreprises sur plusieurs fronts : réglementation des fonds propres, infrastructure des

marchés, résolution des défaillances et politiques macroprudentielles. Ces réformes doivent encourager la mise en commun de l'information aux fins de la réglementation des institutions financières actives à l'échelle mondiale et tenir compte des risques qui accompagnent les possibilités d'arbitrage réglementaire. La réglementation pourrait dans l'avenir susciter un mouvement de protectionnisme financier. La communauté internationale s'efforce de parer à cette éventualité afin de laisser la mondialisation stimuler la croissance.

Stanley Zin croit que les progrès rapides de la mondialisation financière se poursuivront peu importe les changements d'ordre réglementaire, car les forces qui sous-tendent le phénomène sont irrésistibles. Parmi les facteurs déterminants qu'il cite figurent les déséquilibres démographiques — le vieillissement, par exemple, couplé à la répartition actuelle de la population mondiale. La vocation des actifs financiers étant de permettre le transfert des capitaux dans le temps et l'espace ainsi qu'entre les générations, les flux financiers resteront élevés dans l'avenir. Zin formule quelques idées concernant le mode d'organisation des marchés financiers mondiaux. Il soutient qu'il est essentiel que les initiatives réglementaires fassent l'objet d'une concertation internationale et que les politiques élaborées reposent sur des règles plutôt que sur un pouvoir discrétionnaire. Les règles sont plus indiquées si l'on veut éviter que les autorités se mettent au service d'intérêts privés et favoriser aussi le maintien d'un environnement stable. Il faut mettre en place un cadre réglementaire solide, et le tenir à jour, afin que la prise de décisions puisse se faire dans un environnement financier moins incertain.

Martin Evans est lui aussi d'avis que le mouvement de mondialisation financière ne faiblira pas, en raison des puissants facteurs en présence : tendances démographiques, avancées continues dans le domaine des télécommunications, difficile coordination des initiatives réglementaires à l'échelle internationale (situation très propice à l'arbitrage réglementaire), etc. Il passe ensuite en revue certaines des lacunes qui restent à combler dans nos connaissances. Par exemple, il invite les chercheurs à approfondir les liens entre la finance et la macroéconomie, pour que les modèles macroéconomiques prennent mieux en compte le fonctionnement des marchés financiers, le rôle des teneurs de marché et des agents hétérogènes de même que la nature des problèmes d'information. La définition d'une politique réglementaire optimale passe par la modélisation conjointe de ces facteurs macroéconomiques et financiers.

Ouvrages et liste des communications présentées au colloque

Les communications citées peuvent être consultées dans le site Web de la Banque, à l'adresse http://www.banqueducanada.ca/fr/document_colloque/colloque_economique2010/document.html.

Barro, R. J. (2006). « Rare Disasters and Asset Markets in the Twentieth Century », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 121, n° 3, p. 823-866.

Bertaut, C., L. Pounder DeMarco, S. Kamin et R. Tryon (2010). *ABS Inflows to the U.S. and the Global Financial Crisis*.

Bianchi, J., et E. G. Mendoza (2010). *Overborrowing, Financial Crises and 'Macro-Prudential' Taxes*, document de travail n° 16091, National Bureau of Economic Research.

De Nicolò, G., et L. Juvenal (2010). *Financial Integration, Globalization, Growth and Systemic Real Risk*, document de travail n° 2010-012D, Banque fédérale de réserve de St. Louis.

Eden, M. (2010). *Financial Distortions and the Distribution of Global Volatility*.

Evans, M. D. D., et A. Fuertes (2010). *Understanding the Dynamics of the US External Position*.

Gourio, F., M. Siemer et A. Verdelhan (2010). *International Risk Cycles*.

Jeanneret, A. (2010). *Sovereign Default Risk and the U.S. Equity Market*.

Kirabaeva, K. (2010). *Adverse Selection, Liquidity, and Market Breakdown*, document de travail n° 2010-32, Banque du Canada.

Morrison, A. D., et L. White (2010). *Reputational Contagion and Optimal Regulatory Forbearance*.

Sá, F., P. Towbin et T. Wieladek (2010). *Low Interest Rates and Housing Booms: The Role of Capital Inflows, Monetary Policy and Financial Innovation*.

Sierra, J. (2010). *International Capital Flows and Bond Risk Premia*, document de travail n° 2010-14, Banque du Canada.

Trzcinka, C. A., et A. D. Ukhov (2010). *Financial Globalization and Risk Sharing: Welfare Effects and the Optimality of Open Markets*.