

Déséquilibres mondiaux : le point de vue de la Banque d'Angleterre

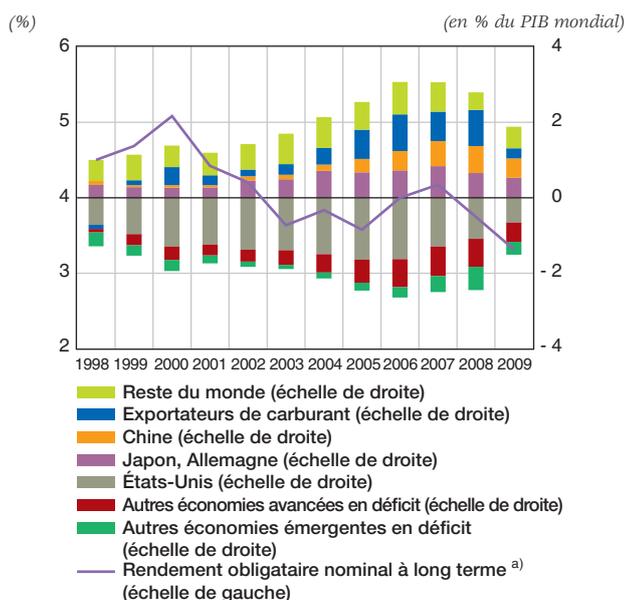
MERVYN KING
Gouverneur
Banque d'Angleterre

En 2009, la demande dans les principales économies mondiales a fléchi de quelque 2 500 milliards de dollars, soit 5 % du PIB, par rapport à la tendance observée avant la crise. Pratiquement aucun pays n'a été épargné par la tourmente financière. Les déséquilibres financiers qui ont contribué à l'attiser menacent à présent la soutenabilité de la reprise de la demande mondiale. Les déséquilibres mondiaux sont le reflet de la nature décentralisée du système monétaire et financier international actuel. En effet, les principaux acteurs mondiaux cherchent tous, rationnellement, à servir leur propre intérêt. Mais la crise financière a révélé que ce qui était justifié pour chaque acteur considéré isolément ne l'était pas toujours au niveau global : ces actions individuelles ont eu des conséquences collectives. La principale leçon à tirer de la crise est qu'il est nécessaire de trouver de meilleurs moyens de garantir un résultat collectif satisfaisant. L'amélioration de la régulation financière favorisera l'intermédiation des flux liés aux déséquilibres mondiaux. Toutefois, l'économie mondiale restera vulnérable face aux risques associés aux déséquilibres si ces derniers ne sont pas traités à la source. À l'avenir, il convient d'appliquer deux principes. Premièrement, les débats doivent être axés sur le désaccord sous-jacent relatif à la vitesse appropriée de l'ajustement au profil d'évolution réel de la dépense et donc à la réduction de ces déséquilibres. La teneur des débats dépend de la capacité des pays à maintenir ce cap sur la durée. Deuxièmement, de nombreuses mesures seront nécessaires, outre les modifications des taux de change, pour réduire les déséquilibres. Faute d'un accord sur ces deux principes, au mieux, on observera une faible reprise mondiale, et au pire, les germes de la prochaine crise financière auront été semés.

En 2009, la demande dans les principales économies mondiales a fléchi de quelque 2 500 milliards de dollars, soit 5 % du PIB, par rapport à la tendance observée avant la crise. Pratiquement aucun pays n'a été épargné par la tourmente financière. Des mesures sans précédent ont certes permis au monde d'échapper à une deuxième Grande Dépression, mais la reprise mondiale a été jusqu'ici irrégulière et elle demeure fragile.

Le présent article examine le rôle joué par les déséquilibres mondiaux dans la crise financière, et l'importance d'un rééquilibrage de la demande mondiale pour favoriser une reprise soutenable. Il cherche essentiellement à montrer que dans l'économie mondiale actuelle, fortement interconnectée, la principale priorité des autorités nationales doit être de trouver des moyens de rééquilibrer la demande mondiale. Il est important (i) d'assurer un niveau de demande mondiale suffisant pour permettre la poursuite de la reprise et (ii) de prévenir la survenue de futures crises.

Graphique 1
Déséquilibres du compte de transactions courantes et taux d'intérêt à long terme



a) Économies avancées

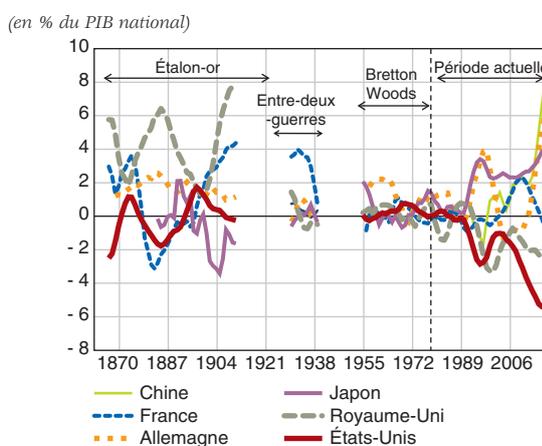
Source : FMI, Perspectives de l'économie mondiale

1 | LES DÉSÉQUILIBRES ONT CONTRIBUÉ À LA CRISE FINANCIÈRE

Depuis l'effondrement du système de Bretton Woods au début des années soixante-dix, les arrangements monétaires internationaux ont évolué vers un système décentralisé. Les pays sont libres de faire des choix en toute indépendance en matière de politiques monétaire, de change et de stabilité financière. Une plus grande mobilité des capitaux constitue également une des caractéristiques majeures du régime actuel. Sur la période qui a précédé la récente crise financière, les flux nets de capitaux ont plus que doublé en moins de dix ans (graphique 1) et les déséquilibres mondiaux se sont creusés pour atteindre des niveaux pratiquement sans précédent (graphique 2).

L'augmentation des flux de capitaux peut entraîner un accroissement de la production mondiale, dans la mesure où les investisseurs sont à la recherche des meilleures opportunités en matière d'investissement productif, et transfèrent l'épargne des pays où le produit marginal du capital est faible vers ceux où il est élevé. Toutefois, dans le système actuel, certaines économies avancées comme les États-Unis et le Royaume-Uni enregistrent des déficits importants et persistants des comptes de transactions courantes, alors que des économies de marché émergentes, en particulier en Asie et parmi les pays exportateurs de pétrole, affichent des excédents. Le fait que ces flux de

Graphique 2
Soldes du compte de transactions courantes ^{a)}



a) Moyenne mobile sur cinq ans

Sources : FMI, Perspectives de l'économie mondiale ; Taylor (2002) ; calculs de la Banque d'Angleterre

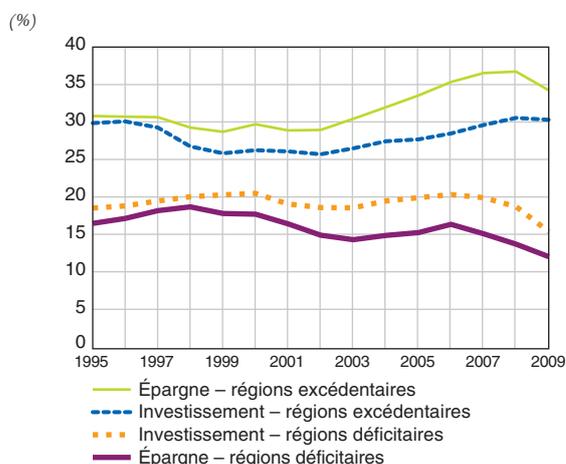
capitaux en provenance des économies émergentes dynamiques et à forte intensité en main-d'œuvre se soient dirigés vers les économies avancées constitue, au moins dans certains cas, une énigme. Par conséquent, des facteurs autres que les différences en termes de produit marginal du capital ont dû être à l'œuvre (Lucas, 1990). Il convient de noter que les achats d'actifs étrangers ont davantage été le fait des secteurs publics des marchés émergents que de leurs secteurs privés, ce qui a entraîné une multiplication par plus de dix des réserves de change des pays considérés au cours des quinze dernières années. Les gouvernements des pays émergents ont joué un rôle d'intermédiation, détournant l'épargne nationale de l'économie locale pour l'orienter vers les marchés financiers internationaux. De plus, leur choix s'est porté essentiellement sur des actifs sûrs, typiquement des actifs financiers souverains.

Ces déséquilibres croissants en termes de *flux* se sont accompagnés de déséquilibres croissants en termes de *stocks*. La position extérieure nette débitrice des États-Unis a quadruplé en dix ans, atteignant 3 500 milliards en 2008 (25 % du PIB). À l'inverse, les positions extérieures nettes créditrices du Japon et de l'Allemagne ont augmenté de, respectivement, 1 700 et 800 milliards (environ 35 % et 25 % du PIB de 2008) sur la même période, alors que les avoirs extérieurs nets de la Chine ont atteint 1 500 milliards de dollars, soit un tiers du PIB, en 2008.

Comment s'explique cette réorientation des flux nets de capitaux ? Le graphique 1 montre qu'ils ont été associés à une baisse des taux d'intérêt à long terme, témoignant soit d'une diminution du niveau d'investissement *souhaité* soit d'une augmentation du niveau d'épargne *souhaité* au niveau mondial. Si ces évolutions se produisaient dans un pays donné, elles tendraient à améliorer le solde de son compte de transactions courantes, entraînant soit une baisse du déficit soit une hausse de l'excédent. Mais le fait que les déséquilibres des comptes de transactions courantes au niveau mondial aient augmenté au cours de cette période indique que ces modifications des soldes épargne-investissement se sont produites dans des pays qui enregistraient déjà des excédents.

Le graphique 3 montre que l'augmentation des soldes épargne-investissement dans les pays en excédent a résulté pour l'essentiel d'une augmentation de l'épargne plutôt que d'une diminution de l'investissement. Même si le niveau d'investissement

Graphique 3
Taux d'épargne et d'investissement des régions dont le compte de transactions est déficitaire ou excédentaire ^{a)}



a) Les régions excédentaires sont celles affichant un excédent courant supérieur à 1 % du PIB en 2008 et comprennent la Communauté des États indépendants et la Mongolie, les pays asiatiques en développement, le Japon, le Moyen-Orient et les pays asiatiques nouvellement industrialisés ; les régions déficitaires sont celles affichant un déficit courant supérieur à 1 % du PIB et recouvrent l'Europe centrale et orientale, l'Afrique subsaharienne, le Royaume-Uni et les États-Unis.

Note : Le pourcentage du PIB correspond au pourcentage du PIB des régions excédentaires et à celui du PIB des régions déficitaires.

Source : FMI, Perspectives de l'économie mondiale

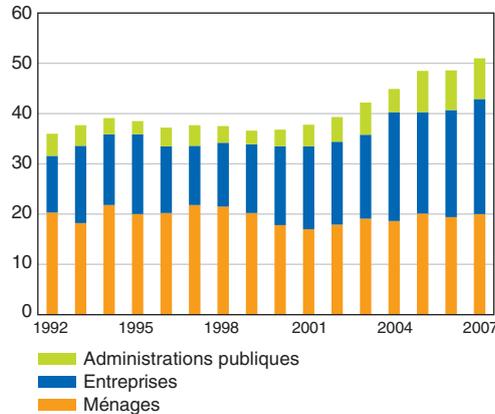
a été important et s'il a progressé dans les pays en excédent, celui de l'épargne a été encore plus élevé et a augmenté à un rythme plus rapide. L'excès d'épargne observé dans les pays en situation d'excédent a entraîné des sorties nettes de capitaux toujours plus importantes qui ont permis aux États-Unis et aux autres pays en déficit de continuer à financer de nouveaux emprunts.

Au sens comptable, l'augmentation de l'épargne des marchés émergents en pourcentage du PIB mondial a reflété deux facteurs. Si l'on prend l'exemple de la Chine, le graphique 4 montre que dans ce pays, l'épargne nationale a progressé en pourcentage du revenu national disponible à partir de 2001. Il ressort du graphique 5 que la part du PIB de la Chine dans le PIB mondial a doublé depuis 2001, ce qui a accentué l'accroissement de l'épargne chinoise en pourcentage du PIB mondial.

Trois raisons, qui sont liées entre elles, peuvent expliquer l'accroissement de l'épargne domestique dans les économies émergentes. Premièrement, nombre de ces économies ont adopté une stratégie de *développement des exportations de produits manufacturés pour créer des emplois*, qui nécessitait le maintien du

Graphique 4 Épargne nationale en Chine

(en % du revenu disponible national)



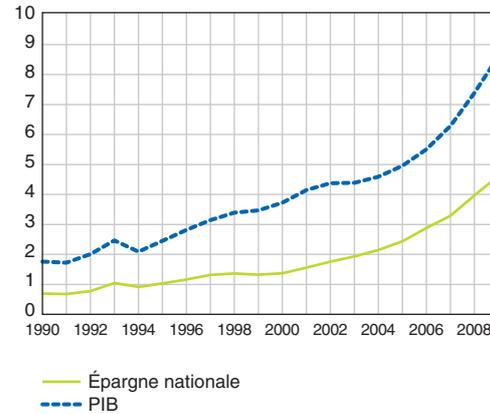
Source : Discours du gouverneur Zhou Xiaochuan, 3 juillet 2009, [http://www.pbc.gov.cn/image_public/UserFiles/english/upload/File/AddressattheGlobalThink-tankSummit\[1\].pdf](http://www.pbc.gov.cn/image_public/UserFiles/english/upload/File/AddressattheGlobalThink-tankSummit[1].pdf)

taux de change à des niveaux hautement compétitifs et a entraîné une importante accumulation de réserves de change. Deuxièmement, dans le sillage de la crise asiatique, les gouvernements ont décidé d'accumuler des réserves pour des motifs de précaution. Et troisièmement, le faible développement des systèmes financiers peut avoir joué un rôle important via un certain nombre de canaux comprenant (i) le choix des ménages de s'auto-assurer en raison des carences des marchés domestiques de l'assurance (Mendoza *et al.*, 2007) ; (ii) une offre insuffisante d'actifs financiers « sûrs » dans leur pays qui a incité les investisseurs des marchés émergents à accumuler des actifs « sûrs » provenant des marchés financiers des économies avancées (Caballero *et al.*, 2008) ; (iii) la réduction des dispositifs de protection sociale et de la fourniture de services de santé et d'éducation, qui a incité les ménages à accumuler une épargne de précaution (Chamon et Prasad, 2010) ; et (iv) une fourniture insuffisante de services financiers, qui a contraint les entreprises à mettre les bénéfices en réserve pour financer les investissements futurs.

Parallèlement, les autorités des économies avancées ont suivi une stratégie visant à maintenir la demande globale à un niveau compatible avec une inflation faible et stable. Dans certains cas, cela impliquait d'enregistrer des déficits importants des comptes de transactions courantes. À l'époque, toutes les économies semblaient être gagnantes : celles qui épargnaient beaucoup créaient des emplois et celles qui épargnaient peu bénéficiaient d'une croissance

Graphique 5 Épargne nationale et PIB de la Chine

(en % du PIB mondial)



Source : FMI, Perspectives de l'économie mondiale

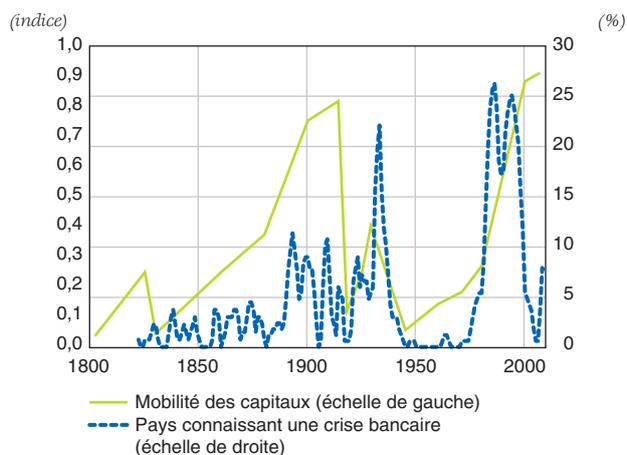
plus rapide de la consommation réelle sous l'effet de la baisse des prix des produits manufacturés importés.

En elles-mêmes, toutes ces actions étaient rationnelles. Tous les grands acteurs — pays, régulateurs, banques centrales et banques commerciales — poursuivaient rationnellement leur propre intérêt. Mais ce qui était justifié pour chaque acteur considéré isolément ne l'était pas au niveau global. Ces actions individuelles ont eu des conséquences collectives.

En particulier, l'excédent d'épargne a contribué à faire baisser les rendements des emprunts publics : ainsi, selon Warnock et Warnock (2009), en l'absence d'acquisitions de titres d'emprunt public des États-Unis par des entités publiques étrangères au cours des douze mois s'achevant en mai 2005, le rendement des obligations à dix ans du Trésor américain aurait été supérieur de quelque 80 points de base. Pour essayer de maintenir la rentabilité de leurs placements aux niveaux précédents, plus élevés, d'autres investisseurs se sont lancés dans une « quête de rendement » qui a encouragé la prise de risques, pour une grande part sous couvert « d'innovation financière », ce qui a entraîné une sous-évaluation du risque. Cette évolution s'est traduite par une distinction moins nette entre des actifs présentant des qualités de signature différentes et par le développement d'instruments financiers de plus en plus complexes ayant recours à l'effet de levier pour générer de meilleurs rendements. Ces prises de risque ont été rendues possibles par les insuffisances de la régulation et de la surveillance financières.

Un tel profil de croissance, avec les déséquilibres et l'évaluation incorrecte du risque qui y étaient associés, n'était pas soutenable : la crise financière qui s'en est suivie a menacé la stabilité de l'ensemble du système financier. En effet, comme illustré au graphique 6, les crises financières constituent une caractéristique essentielle du système monétaire et financier international actuel, la réapparition de l'instabilité financière mondiale coïncidant avec le rapide accroissement de la mobilité du capital. Le graphique 7 montre que l'évolution du taux de créances douteuses des pays entre 2007 et 2009 et celle du solde de leur compte de transactions courantes en 2007 présentent une corrélation, bien que, naturellement, la relation de cause à effet puisse s'exercer dans les deux sens. En comparaison, la relation entre l'évolution des taux de créances douteuses des pays et les ratios de fonds propres des banques n'est pas significative. Le tableau 1 montre également que par rapport au système de Bretton Woods, le système monétaire et financier international actuel a été durable, mais qu'il a également coexisté, *en moyenne*, avec une croissance mondiale plus lente et plus volatile, des récessions plus fréquentes, une inflation plus forte et volatile, des déficits courants plus importants, et une plus grande fréquence des crises bancaires, des crises de change et des défauts de paiements extérieurs. Certes, ces mesures établies en moyenne sur une période masquent les améliorations importantes

Graphique 6
Mobilité des capitaux ^{a)} et incidence des crises bancaires ^{b)}



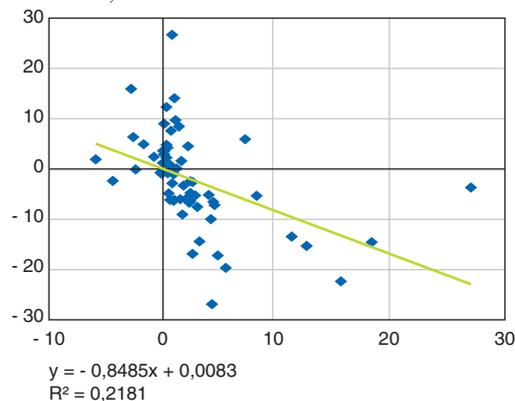
a) L'indice d'Obstfeld et de Taylor relatif à la mobilité des capitaux est arbitraire et prend une valeur comprise entre 0 et 1.

b) Moyenne sur trois ans

Sources : Bordo et al. (2001) ; Obstfeld et Taylor (2004) ; Reinhart (2010) et calculs de la Banque d'Angleterre

Graphique 7
Solde du compte de transactions courantes et taux de créances douteuses ^{a)}

(abscisses : hausse du taux de créances douteuses ; ordonnées : compte de transactions courantes/PIB en %)



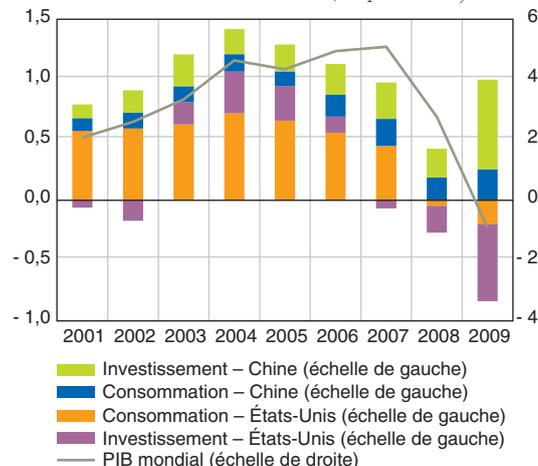
a) Solde du compte de transactions courantes en pourcentage du PIB en 2007 et variation du taux de créances douteuses entre 2007 et 2009

Sources : FMI, Rapport sur la stabilité financière dans le monde et Perspectives de l'économie mondiale

observées actuellement, la « grande modération » d'après 1990 étant associée à des résultats nettement supérieurs à ceux qui avaient été obtenus dans les années soixante-dix et quatre-vingt. Néanmoins, à l'exception notable de l'inflation, les résultats obtenus sur la période de Bretton Woods ont été supérieurs à ceux atteints depuis 1990. Si, bien entendu, il n'existe pas de lien de causalité, cela donne à penser que des améliorations sont possibles.

Graphique 8
Contributions de la Chine et des États-Unis à la croissance mondiale

(contributions à la croissance annuelle du PIB, en points de %)



Source : FMI, Perspectives de l'économie mondiale

Tableau 1
Sélection d'indicateurs permettant de mesurer la performance des SMFI au fil du temps

GROUPE A :		PIB mondial (par habitant) ^{a)}		Inflation mondiale ^{b)}	
		Croissance Moyenne annuelle %	Volatilité Coefficient de variation	Moyenne %	Volatilité Écart type Points de pourcentage
Avant l'étalon-or	(1820-1869)	0,5	–	–	–
Étalon-or	(1870-1913) ^{c)}	1,3	1,2	0,6	3,0
Entre-deux-guerres	(1925-1939) ^{c)}	1,2	3,3	0,0	4,6
Bretton Woods	(1948-1972) ^{d)}	2,8	0,3	3,3	2,1
	<i>pour mémoire : 1948-1958</i> ^{d)}	2,7	0,4	3,1	2,9
	<i>1959-1972</i>	3,0	0,3	3,5	1,3
Période actuelle	(1973-2008)	1,8	0,7	4,8	3,5
	<i>pour mémoire : 1973-1989</i>	1,4	0,8	7,5	3,4
	<i>1990-2008</i>	2,2	0,6	2,3	0,9

GROUPE B :		Récessions		Déséquilibres des comptes de transactions courantes
		Années de croissance négative du PIB mondial Part de la période %	Années de croissance négative pour un échantillon de pays ^{e)} Part de la période, pays médian %	Excédents et déficits en % du PIB mondial ^{f)}
Avant l'étalon-or	(1820-1869)	–	–	–
Étalon-or	(1870-1913) ^{c)}	7	19	2,4
Entre-deux-guerres	(1925-1939) ^{c)}	21	27	1,2
Bretton Woods	(1948-1972) ^{d)}	0	4	0,8
	<i>pour mémoire : 1948-1958</i> ^{d)}	0	0	0,8
	<i>1959-1972</i>	0	0	0,8
Période actuelle	(1973-2008)	0	13	2,2
	<i>pour mémoire : 1973-1989</i>	0	18	1,6
	<i>1990-2008</i>	0	11	2,8

GROUPE C :		Incidence des crises		
		Crises bancaires ^{h)} Nombre par an	Crises de change ⁱ⁾ Nombre par an	Défaut extérieur ^{j)} Nombre par an
Avant l'étalon-or	(1820-1869)	0,6	–	0,7
Étalon-or	(1870-1913) ^{g)}	1,3	0,6	0,9
Entre-deux-guerres	(1925-1939)	2,1	1,7	1,5
Bretton Woods	(1948-1972)	0,1	1,7	0,7
	<i>pour mémoire : 1948-1958</i>	0,0	1,4	0,3
	<i>1959-1972</i>	0,1	1,9	1,1
Période actuelle	(1973-2009)	2,6	3,7	1,3
	<i>pour mémoire : 1973-1989</i>	2,2	5,4	1,8
	<i>1990-2009</i>	3,0	2,4	0,8

a) Libellé en dollars internationaux constants, d'après la définition de Maddison (2006)

b) Moyenne pondérée du PIB nominal de 12 pays

c) Quand les données au niveau mondial ne sont pas disponibles, on utilise un sous-ensemble de pays déclarants.

d) Les données relatives au PIB mondial sont disponibles à partir de 1950.

e) Échantillon des pays actuels du G20 (y compris pays de l'UE), quand les données sont disponibles.

f) Somme des valeurs absolues des excédents et des déficits. Sur la base des données disponibles pour un échantillon de pays du G20 et de l'UE.

g) Les données relatives aux crises de change sont disponibles à partir de 1880.

h) Sur la base d'un échantillon de 56 pays, en utilisant des données fondées sur une méthodologie établie par Bordo et al. (2001)

i) Sur la base d'un échantillon de 56 pays, en utilisant des données fondées sur une méthodologie établie par Bordo et al. (2001) et complétée par Reinhart (2010), Mecagni et al. (2009) et Hutchinson et Noy (2006)

j) Sur la base d'un échantillon de 45 pays. Les défauts extérieurs correspondent à la définition de Reinhart (2010).

Sources : Bordo et al. (2001) ; Global Financial Data ; Hutchinson et Noy (2006) ; Perspectives de l'économie mondiale du FMI ; Maddison (2006) données mises à jour disponibles à l'adresse suivante : <http://www.ggdc.net/MADDISON/oriindex.htm> ; Mecagni et al. (2009) ; Reinhart (2010) ; Taylor (2002) et calculs de la Banque d'Angleterre

En effet, la principale leçon de la crise est qu'il est nécessaire de trouver de meilleurs moyens de garantir un résultat collectif satisfaisant. La régulation financière et la structure du système bancaire doivent être réformées pour prévenir la survenue d'une nouvelle crise financière. Nombre des réformes nécessaires sont déjà en cours. L'amélioration de la régulation financière permettra d'assurer l'intermédiation des flux liés aux déséquilibres mondiaux. Toutefois, il ne faut pas trop attendre de la régulation : elle pourrait bien être contournée ou se diluer au fil du temps, et l'on observera des fuites, tant d'un pays à l'autre que *via* le système bancaire parallèle (*shadow banking system*). Par conséquent, l'économie mondiale restera vulnérable face aux risques associés aux déséquilibres si ces derniers ne sont pas traités à la source. Il faudra pour cela faire en sorte que les politiques suivies par les pays donnent des résultats soutenables.

2 | LE RÉÉQUILIBRAGE DE LA DEMANDE GLOBALE EST LA CLÉ D'UNE REPRISE SOUTENABLE

Tous les pays s'entendent sur la nécessité d'un rééquilibrage mondial. Toutefois, il existe une nette différence entre la trajectoire d'ajustement *ex ante* qu'appellent de leurs vœux les pays excédentaires, qui doivent opérer une réorientation structurelle de leur stratégie tirée par les exportations, et l'ajustement *ex ante* préconisé par les pays en déficit, soumis à de plus fortes pressions pour réduire la charge de la dette des secteurs privé et public. Les débats sur la guerre des changes sont le symptôme d'un désaccord plus profond quant au calendrier de l'ajustement réel. Ce point a son importance parce que les excédents et les déficits devant s'annuler au niveau mondial, les différences entre ces trajectoires d'ajustement souhaité *ex ante* sont réconciliées *ex post* par les modifications du niveau de la production mondiale. Il existe donc un risque qu'à défaut d'accord sur une trajectoire commune d'ajustement, des politiques conflictuelles n'entraînent une trajectoire *ex post* à un niveau trop faible de production mondiale.

Le fonctionnement actuel du système monétaire et financier international présente des distorsions. Les principaux pays en excédent et en déficit poursuivent des stratégies économiques qui sont

en totale opposition, et ceci fait un certain nombre de victimes innocentes. En effet, les économies de marché émergentes qui ont opté pour un régime de flottement du change pâtissent désormais des efforts d'autres pays pour maintenir leur taux de change à un bas niveau, enregistrant des taux préoccupants d'entrées de capitaux et d'appréciation de leur monnaie. Par conséquent, le problème ne se limite pas à un conflit bilatéral entre la Chine et les États-Unis.

Les tensions actuelles sur les changes illustrent la résistance aux modifications des prix relatifs, lesquels sont nécessaires à la réussite d'un rééquilibrage. La nécessité d'agir dans l'intérêt collectif doit encore être reconnue, faute de quoi, le recours d'un ou plusieurs pays au protectionnisme, perçu comme le seul instrument disponible au niveau national pour soutenir le nécessaire rééquilibrage, ne sera plus qu'une question de temps. Cette évolution risquerait d'entraîner, comme dans les années trente, un effondrement désastreux de l'activité dans le monde entier. Tous les pays en subiraient les ruineuses conséquences. Néanmoins, pour lutter contre le protectionnisme, il nous faut également lutter contre ses causes.

Que faut-il faire ? Je suggère de fonder nos actions futures sur deux principes. Premièrement, il faut axer la discussion sur le désaccord sous-jacent relatif à la vitesse appropriée de l'ajustement au profil d'évolution réel de la dépense. La teneur du débat dépend de la capacité des pays à maintenir ce cap sur la durée. En l'absence d'un accord sur ce point, les politiques suivies entreraient inévitablement en conflit. En revanche, une fois qu'un accord global aura été atteint, il devrait être plus facile de s'entendre sur les instruments à utiliser. Deuxièmement, en termes d'instruments, il faudrait considérer un grand nombre de mesures potentielles, et ne pas se limiter à la question des taux de change. Outre les taux de change, la palette d'instruments devrait inclure des règles du jeu pour le contrôle des entrées de capitaux, des moyens plus efficaces pour permettre aux pays de s'auto-assurer, des programmes visant à accroître l'épargne dans les pays en déficit, des réformes structurelles pour stimuler la demande dans les pays en excédent et même le rôle et la gouvernance des institutions financières internationales.

Il faut conclure une « grande négociation » entre les principaux acteurs de l'économie mondiale. Une négociation qui reconnaîtra les avantages

d'un compromis relatif à la trajectoire réelle d'ajustement économique afin d'éviter les conséquences dommageables d'une évolution vers le protectionnisme. Les taux de change devront en faire partie, mais ils s'inscrivent logiquement dans le cadre d'un accord de plus haut niveau sur le rééquilibrage et le maintien d'un niveau élevé de demande mondiale.

Le forum naturel pour conclure cette négociation est le cadre du G20 pour une croissance forte, durable et équilibrée. Jusqu'ici, le processus n'a pas permis d'avancer sur la voie d'un meilleur résultat. Si nous ne réussissons pas à coopérer volontairement, un système automatique pourrait être envisagé pour restaurer la demande mondiale et préserver, dans le futur, la stabilité économique et financière mondiale.

Les déséquilibres mondiaux ont contribué à la crise financière et il est impératif de rééquilibrer la demande globale pour parvenir à une reprise soutenable. L'amélioration de la régulation financière permettra certes d'assurer l'intermédiation des flux liés aux déséquilibres mondiaux, mais elle a ses limites. Si nous ne traitons pas ces problèmes au niveau collectif, nous enregistrons, au mieux, une faible reprise mondiale, et au pire, nous sèmerons les germes de la prochaine crise financière. Les solutions pour éviter ces deux écueils sont entre nos mains.

BIBLIOGRAPHIE

Bordo (M.), Eichengreen (B.), Klingebiel (D.) et Martinez Peria (M. S.) (2001)

"Is the Crisis Problem Growing More Severe?", *Economic Policy*, 16(32), p. 51-82

Caballero (R.), Farhi (E.) et Gourinchas (P.) (2008)

"An equilibrium model of 'global imbalances' and low interest rates", *American Economic Review*, vol. 98(1), p. 358-393

Chamon (M.) et Prasad (E.) (2010)

"Why are savings rates of urban households in China rising?", *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 2(1), p. 93-130

Feldstein (M.) et Horioka (C.) (1980)

"Domestic saving and international capital flows", *Economic Journal*, vol. 90(358), p. 314-329

Hutchison (M.) et Noy (I.) (2006)

"Sudden stops and the Mexican wave: Currency crises, capital flow reversals and output loss in emerging markets", *Journal of Development Economics*, 79, p. 225-248

Lucas (R.) (1990)

"Why doesn't capital flow from rich to poor countries?", *American Economic Review*, vol. 80(2), p. 92-96

Maddison (A.) (2006)

"The world economy", *OECD Publishing*, vol. 2

Mecagni (M.), Atoyán (R.) et Hofman (D.) (2009)

"The persistence of capital account crises", *FMI Working Paper*, 09/103

Mendoza (E.), Quadrini (V.) et Rios-Rull (J.) (2009)

"Financial integration, financial deepness and global imbalances", *Journal of Political Economy*, vol. 117(3), p. 371-416

Obstfeld (M.) et Taylor (A.) (2004)

"Global capital markets: Integration, crisis, and growth", *Cambridge University Press*

Reinhart (C.) (2010)

"This time is different chartbook: country histories on debt, default, and financial crises", *NBER Working Paper*, n° 15815

Taylor (A.) (2002)

"A century of current account dynamics", *Journal of International Money and Finance*, vol. 21(6), p. 725-748

Warnock (F.) et Warnock (V.) (2009)

"International capital flows and US interest rates", *Journal of International Money and Finance*, vol. 28, p. 903-919