

2 ACTUALITÉS

1. «Vers un renforcement de la stabilité financière globale : leçons de la crise pour l'Europe»	72
1 Causes de la crise	73
2 Réactions politiques	76
3 Objectifs à plus long terme	77
3.1 Un secteur financier sain	77
3.2 Défis budgétaires	79
2. Is Inflation back?	81
The good scenario: the hump scenario is the most benign	81
The bad scenario: the complexity of inflation forecast	82
The ugly scenario: the threat of a plateau	83
Concluding remarks: Credible and effective alertness	84

1. « VERS UN RENFORCEMENT DE LA STABILITÉ FINANCIÈRE GLOBALE : LEÇONS DE LA CRISE POUR L'EUROPE »

Institut d'Etudes Européennes et Internationales du Luxembourg
Quatrième Norbert von Kunitzki Memorial Lecture

par

Yves Mersch

Président de la Banque centrale du Luxembourg

7 février 2011

– Seule la parole prononcée fait foi –

Excellences,
Monsieur le Président de l'IEEI,
Monsieur le Directeur de l'IEEI,
Mesdames et Messieurs,

Je tiens pour commencer à remercier l'IEEI pour l'invitation à prononcer un discours à la mémoire de Norbert von Kunitzki. En ce jour même où nous avons accompagné à sa dernière demeure Edmond Israël, un autre ami et penseur influent, je voudrais saluer la mémoire de N. von Kunitzki qui nous a quittés prématurément.

Notre pays manque cruellement de ces esprits libres, érudits et critiques, en mesure de se forger une opinion personnelle, fondée sur un savoir étendu et multidisciplinaire et capable de calibrer ces enseignements à la dimension de notre environnement de grande région.

J'ai pu encore récemment emprunter à Norbert une de ces images et formulations dont il avait le don : « Dieu est-il Luxembourgeois ? » (titre d'une série d'articles).

Il y a quelques années, Norbert et Edmond m'ont spontanément accompagné dans le lancement de l'association «The Bridge Forum Dialogue», convaincus de la nécessité pour nous Luxembourgeois d'ouvrir grandement nos fenêtres et de profiter du vent international pour aérer nos convictions arrêtées.

C'est dans cette optique que Norbert a également œuvré au sein de l'IEEI et je voudrais rendre hommage à l'action de l'Institut d'avoir rassemblé à Luxembourg les plus grands esprits notamment en matière économique et de relations internationales.

Plus de trois ans après l'apparition des premières turbulences sur les marchés interbancaires, nous constatons que nous avons été confrontés à la plus grave crise depuis la fin de la Seconde guerre mondiale. Comme la crise n'est pas terminée, nous manquons encore de recul pour établir une liste complète des leçons à tirer de ces événements.

Mon intervention traitera des causes de la crise financière, des réactions politiques à la crise, et de ses conséquences probables.

En tant que membre du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne, je m'appuierai sur les expériences et défis européens et sur le rôle de la politique monétaire en particulier.

1 CAUSES DE LA CRISE

Comme le disait en son temps Socrate, si vous voulez comprendre un phénomène, vous devez commencer par lui donner un nom. Ma définition d'une défaillance de marché est celle d'une situation où le marché échoue à allouer ses ressources de manière efficace.

«Une défaillance de marché tend à survenir : 1) quand l'information ou la maîtrise de l'information sont imparfaites ou asymétriques ; 2) quand les biens et services sont différenciés ; 3) quand les ressources sont immobiles ; 4) quand les acteurs de marché opèrent dans des marchés non compétitifs (monopole, oligopole) ; 5) quand les biens et services ne peuvent pas être fournis en quantité suffisante pour alimenter le marché ; 6) quand des coûts et des bénéfices externes (externalités) ne sont pas pris en compte et doivent être supportés par l'ensemble de la société au lieu de ne l'être que par les agents du marché ; ou 7) quand des services publics sont fournis par des agents privés qui demandent des avantages économiques en échange¹.»

Concernant les causes de la crise, il va sans dire qu'un système entier reposant sur la théorie des «anticipations rationnelles» et des «marchés efficients» s'est effondré. Ces concepts formaient le fondement intellectuel de la tendance politique soutenant la dérégulation financière continue ; depuis plus de 30 ans, nos modèles d'équilibre général sont capables de refléter la réalité peut-être sur le long terme et par temps paisibles, mais n'ont pas été en mesure d'anticiper des crises, des marchés défaillants, imparfaits, inefficients et pas du tout autorégulateurs du moins à court et moyen terme.

Une première dimension de la recherche vise à apporter des corrections et ajouts aux modèles. On les enrichit de frictions inhérentes à la finance, on met en cause le fait que tous les agents économiques sont parfaitement rationnels, on reconnaît les limites de l'arbitrage qui devrait assurer que les prix reflètent à tout moment le prix fondamental d'un avoir, c'est-à-dire cash flow corrigé du prix risque, on reconnaît l'opacité de certains marchés et une asymétrie d'information. Cette information imparfaite concerne surtout le risque de contrepartie face aux normes comptables capables de cacher l'essentiel. On s'intéresse à Minsky et Kindleberger pour appliquer leur description de cycles boom-bust aux innovations financières. On examine l'effet de l'endettement des acteurs sur le comportement des prix des avoirs eux-mêmes.

Une deuxième dimension reconnaît que la science économique doit emprunter à d'autres disciplines. La finance comportementale intègre les enseignements des sciences humaines pour écorner l'hypothèse d'un agent rationnel. Cette recherche qui s'applique tant aux individus qu'aux institutions financières, enquête sur les conséquences des comportements types tels que la confiance excessive en soi-même, de la bonne image de soi-même, de la pensée en groupe ou du conformisme, de la dispersion de la responsabilité notamment en relation avec la titrisation.

La troisième dimension est l'éconophysique. Elle s'inspire des enseignements de la physique ou de la mathématique fractionnelle de Mandelbrot. C'est la critique la plus fondamentale puisqu'elle doute de l'existence d'un seul équilibre qui rende compte de tout. Est-ce que notre compréhension des marchés n'est pas aussi limitée que celle de tous les systèmes complexes qui nous entourent ? Est-ce qu'il n'y a pas de multiples équilibres changeants selon la théorie des chaos ? Ces travaux ont trouvé des lois de puissance qui invalident la distribution des probabilités dans la finance. Ils observent la présence d'investisseurs institutionnels très importants dans des marchés relativement illiquides. Ils constatent des interférences, des boucles, des interdépendances. Ils notent qu'en fait la plupart des transactions ne sont pas exercées par les agents eux-mêmes mais par des personnes agissant pour ceux qui ont des intérêts

¹ La section « causes de la crise » est largement inspirée de la Dehesa, Guillermo (2010) : Twelve market and government failures leading to 2008-09 financial crisis, occasional paper no. 80, Group of Thirty, Washington. Toutes les citations directes ne sont pas indiquées en tant que telles pour une meilleure lisibilité.



différents. Donc les agents économiques ne sont pas semblables mais hétérogènes, donc il est vain de tout vouloir comprimer dans un seul modèle d'équilibre général. Une nouvelle école ABM (agent based models), à l'intersection de l'économie, de la théorie des jeux et de la science informatique, fondée sur des systèmes à agents multiples a émergé. Je retiens que des marchés loin d'être parfaits, des agents loin d'être rationnels et des connaissances limitées font beaucoup d'incertitude et invitent à beaucoup de modestie dans notre « science » économique.

Selon Frank Knight, des incertitudes sont des inconnues non connues, par opposition aux inconnues que nous avons identifiées et que nous appelons risques. Je ferme cette digression sur la pensée économique et reviens aux causes de la crise. Parmi les acteurs économiques, ce sont les banques, je pense avant tout aux banques d'investissement, qui sont les premières responsables des défaillances observées.

Quatre caractéristiques font des banques des acteurs clés d'une économie de marché :

Premièrement, des milliards de paiements requérant des transferts de fonds sont effectués quotidiennement par les banques. Elles gèrent les systèmes de paiements qui sous-tendent les transactions économiques.

En deuxième lieu, les banques et autres intermédiaires financiers empruntent de faibles sommes aux déposants ou aux autres épargnants pour prêter des sommes importantes aux investisseurs, s'exposant de ce fait à des risques de taux d'intérêt, de transformation des échéances et de contreparties qui les rendent fortement vulnérables à tout changement abrupt des conditions économiques. Les banques constituent donc un service public particulièrement « preneur » de risques.

En troisième lieu, ces entités entreprennent des tâches nécessaires et essentielles pour le bon fonctionnement de l'économie, en transmettant les ressources des épargnants aux investisseurs et en transférant le risque de ceux qui ne peuvent l'assumer vers ceux qui l'acceptent volontiers. Elles sont censées disposer de l'information requise pour exercer cette intermédiation.

En quatrième lieu, les banques sont essentielles pour assurer la mise en œuvre de la politique monétaire. Or, la politique monétaire est la politique économique la plus pertinente pour atténuer l'impact des fluctuations et des cycles économiques et pour maintenir la stabilité des prix.

En prenant des risques excessifs, les banques ont failli dans leur responsabilité d'intermédiaire qui requiert un très haut niveau de confiance de la part des déposants et des investisseurs.

Toutefois, la première défaillance est à mettre sur le compte du gouvernement américain qui a essayé d'encourager un très large accès à la propriété des ménages, en autorisant chaque famille américaine à obtenir des crédits immobiliers sans prendre en compte son niveau de revenu ou sa capacité à rembourser, créant de ce fait un problème de « sélection adverse » par lequel on aboutit à des résultats inverses de ceux souhaités à cause d'asymétries d'information.

Les banques centrales ont elles aussi eu leur part de responsabilité avec des périodes trop longues de taux d'intérêt artificiellement bas, encourageant un excès de liquidité qui a gonflé les prix dans différentes classes d'actifs, les marchés boursiers et l'immobilier notamment. La Banque centrale européenne est un tout petit saint dans cette église. Les taux d'intérêt n'ayant jamais été aussi bas en Europe qu'ailleurs, et je me rappelle vivement que plusieurs chefs d'Etat ont tancé la Banque centrale européenne quand elle les a relevés après le dernier cycle.

Mais les investisseurs sont aussi à blâmer pour leur avidité jusque-là inégalée.

Certains investisseurs géraient des portefeuilles très importants d'actifs bancaires, de fonds de pension ou d'assurance ainsi que des fonds spéculatifs et étaient donc censés être dotés d'une très grande expertise dans le domaine de l'investissement - une expertise aussi élevée que les commissions qu'ils touchaient. Comment est-il possible qu'autant de ces investisseurs « experts » acceptaient d'acheter ces produits structurés avec des notations de double ou triple A sans comprendre leur contenu à cause de l'incroyable complexité mathématique caractérisant leur structure ? La seule raison pour laquelle ils achetaient ces produits était qu'ils permettaient un rendement supérieur aux produits traditionnels notés AAA- ou AA-, ce qui apparaît comme une véritable contradiction en termes de théorie financière.

Une autre défaillance observée à la fois au niveau des marchés et des gouvernements était liée aux agences de notation de crédit qui évaluent les risques de faillite et de remboursement non-ponctuel associés aux actifs émis, achetés et vendus dans les marchés. Ces agences de notation étaient privilégiées dans la mesure où elles ne pouvaient être poursuivies en justice. Autrement dit, elles n'étaient pas responsables, judiciairement ou administrativement (contrairement aux auditeurs), des notes qu'elles donnaient car elles étaient protégées par le premier amendement de la Constitution américaine : leurs employés étaient considérés comme de simples « reporters financiers » exerçant leur liberté d'expression.

Un autre point faible de la crise a résidé dans la défaillance des superviseurs. Dans la plupart des cas, les plus grandes faillites bancaires et les recapitalisations les plus importantes ont été observées dans des pays où la supervision n'était pas assurée par la banque centrale mais par le gouvernement.

Toutefois, on ne peut attribuer les défaillances de marché aux seuls agents économiques, que ce soit dans le secteur privé ou public. Les instruments, les stratégies d'entreprise et les contrôles étaient défaillants. Regardez par exemple le fameux modèle « originate and distribute » dans le marché des crédits hypothécaires dits « subprimes » ou crédits à risque. D'un côté, la plupart des crédits n'étaient pas émis par des banques mais par des agents et des courtiers travaillant à la commission, qui n'étaient pas soumis à la supervision et qui n'avaient besoin que d'une licence locale pour travailler dans la vente de produits financiers. Ainsi, ils avaient comme unique objectif de faire signer des contrats de prêt à des familles et d'empocher la commission sans se soucier si ces familles avaient les moyens ou non de rembourser leur prêt.

Du côté de la distribution, de nombreuses banques titrisaient les crédits et les revendaient sous forme de produits complexes à des véhicules de conduite, ce qui leur faisait croire qu'elles s'affranchissaient ainsi de tout risque de crédit - une croyance qui s'est généralement avérée fautive dans la plupart des cas, les banques ayant souvent accordé des lignes de crédit à ces véhicules. En d'autres termes, les banques créaient un système comptable parallèle, hors bilan, qui transformait des ressources de court terme en des actifs risqués de long terme qui n'étaient ni régulés, ni soumis à une quelconque supervision.

Les investisseurs qui achetaient ces mêmes produits structurés basés sur des crédits « subprime » acceptaient de porter le risque et le financement de ces crédits, car le risque était sous-évalué.

Si le Système fédéral de réserve et la Banque centrale européenne avaient forcé les banques à réintroduire ces titres dans les bilans (qui n'auraient jamais dû en être retirés initialement), les banques auraient dû utiliser du capital qu'elles n'avaient pas. Cela aurait engendré un assèchement du crédit encore plus important que celui que nous avons observé.

Le plus significatif de tout cela, c'est que sans ces produits complexes et le système parallèle créé, jamais un dysfonctionnement apparu dans le marché américain des crédits subprimes titrisés n'aurait affecté les banques européennes avec une telle intensité.



Un autre problème encore plus significatif repose sur le fait que « de nombreuses banques ont failli dans la gestion de leurs risques. Parfois, comme je l'ai déjà mentionné, elles agissaient sous la pression des actionnaires qui souhaitaient un plus grand retour sur investissement ; parfois, le système de rémunération encourageait une prise de risque excessive. D'autres fois, les directeurs d'institutions financières pensaient que leur financement à long terme resterait bon marché vu le bas niveau des taux d'intérêt. » Une bonne gestion des risques commence par du bon sens et de la prudence et non par des modèles complexes compris par une poignée de physiciens ou de mathématiciens.

J'en arrive aux problèmes liés, d'une part, au développement incroyablement rapide des marchés de dérivés de gré à gré, à la fois pour les taux d'intérêt et les marchés des changes et des prêts, qui ont atteint des niveaux historiques ; et, d'autre part, aux failles de l'accord de Bâle II qui permettait un levier accru dans les plus grandes banques, qui savaient qu'elles seraient recapitalisées par les gouvernements en cas de problème de solvabilité et qui étaient de sorte incitées à prendre plus de risques qu'une banque ou qu'un intermédiaire peu à même d'être sauvé.

En un mot, la conjonction de ces failles a permis à l'industrie financière tout entière d'obtenir des bénéfices trop tôt, trop facilement et sans gestion de risque appropriée. Ce phénomène coïncidait avec un endettement beaucoup trop important dans le secteur privé et financier.

Les tensions sont allées en augmentant et ont culminé dans la crise financière qui a commencé à l'été 2007, avec un aggravement sévère en septembre 2008 quand la faillite de la banque d'investissement américaine Lehman Brothers a mis l'économie globale au bord du gouffre. Après le sauvetage du système d'intermédiation financière, un transfert de dettes du privé vers le public qui, en 2010, déclenche une crise des signatures souveraines notamment en Europe périphérique.

2 RÉACTIONS POLITIQUES

La crise financière et la débâcle économique qui s'en est suivie ont appelé à des réactions politiques sans précédent des autorités budgétaires et monétaires dans le monde entier.

Certaines différences dans les structures économiques et financières et dans le fonctionnement institutionnel de la zone euro comparé aux Etats-Unis ont conduit à des mesures spécifiques distinctes – visant à atteindre les mêmes objectifs, toutefois.

Laissez-moi vous expliquer sur quoi reposent ces différences structurelles :

- Tout d'abord, les structures économiques de la zone euro et des Etats-Unis sont très différentes. Les petites et moyennes entreprises, par exemple, jouent un rôle prépondérant dans l'économie européenne. De plus, le secteur public représente une grande partie de l'économie européenne et est un actionnaire majeur de certaines banques. Globalement, l'économie de la zone euro est moins flexible que celle des Etats-Unis. Les salaires et les prix sont plus rigides. Laissez-moi vous donner un exemple concret : la fréquence à laquelle les prix changent dans la zone euro et aux Etats-Unis. Dans la zone euro, un commerçant change ses prix en moyenne au bout de 13 mois. Des études montrent que le délai est de 11 mois pour les producteurs. Aux Etats-Unis, ces durées sont de moins de 7 mois et de légèrement plus de 8 mois, respectivement.

Si cette faible flexibilité peut être un inconvénient en cas de chocs d'offre positifs, comme des innovations techniques, en cas de crise, cette relative rigidité européenne a fourni une protection contre des anticipations négatives excessives qui auraient entraîné une spirale déflationniste.

- En second lieu, il existe également de profondes différences entre la structure des systèmes financiers américain et européen. La composition des sources de financement pour les entreprises non financières, notamment, est frappante. Les petites et moyennes entreprises européennes n'ont pas d'accès direct au marché des capitaux mais ont besoin de prêts pour financer leurs activités. Dans la zone euro, le financement bancaire représente environ 70% du total du financement externe d'une entreprise. Aux Etats-Unis, à l'inverse, les entreprises dépendent bien davantage de sources de financement de marché, qui représentent 80% du financement externe total. J'aimerais ajouter que le modèle de banque universelle constitue le modèle d'investissement prédominant en Europe continentale, contrairement aux Etats-Unis où – bien avant la crise – les banques d'investissement jouaient le rôle le plus important.

Dans ses réponses à la crise, la BCE a toujours tenu compte de la structure particulière de l'économie de la zone euro. Par souci d'efficacité, elle a concentré ses mesures sur le secteur bancaire et sur la provision de liquidité. Aux Etats-Unis, à l'inverse, la banque centrale s'est concentrée sur les marchés de capitaux et a acheté des actifs directement sur les marchés des capitaux – une stratégie appropriée étant donné la dépendance des entreprises américaines aux marchés des capitaux plutôt qu'aux prêts bancaires.

L'action de la BCE sur le secteur bancaire s'est appliquée aux trois étapes de la crise en Europe :

- Provision abondante de liquidité quand les tensions sur les marchés monétaires se sont fait ressentir à l'été 2007 ;
- Baisse historique des taux d'intérêt à partir d'octobre 2008, quand l'économie a commencé à entrer en récession. Pour soutenir l'octroi de crédit à l'économie réelle, la BCE a également recouru à des mesures non conventionnelles visant à soulager les pressions de financement dans le secteur bancaire ;
- Interventions dans certains segments de marché pour assurer un bon fonctionnement du mécanisme de transmission de la politique monétaire, à partir du moment où de sévères tensions ont commencé à s'observer dans les marchés de la dette souveraine.

Ces mesures fortes et innovantes ont permis de soutenir l'intermédiation financière dans la zone euro. En outre, elles ont contribué à maintenir la disponibilité du crédit pour les ménages et les entreprises, tout en étant en ligne avec le mandat primaire de la BCE, le maintien de la stabilité des prix sur le moyen terme.

3 OBJECTIFS À PLUS LONG TERME

3.1 Un secteur financier sain

Au-delà de la crise, le secteur financier doit devenir plus résilient, le fardeau massif de la dette doit être allégé et des endettements excessifs doivent être enrayerés dans les secteurs financier, privé et public. A long terme, pour un système économique et financier sain et durable, nous devons tendre vers une industrie financière exempte de risque excessif et vers un désendettement des ménages et des Etats qui connaissent un niveau d'endettement excessif.

La réglementation et la supervision du secteur financier doivent réduire la probabilité de défaut d'une institution. Un renforcement de la qualité et de la quantité des fonds propres, un ratio minimal de liquidité et une limite au levier, comme demandé par le comité de Bâle sur la supervision bancaire, visent à améliorer la capacité de l'industrie bancaire à absorber des chocs issus de tensions financières et économiques, quelle que soit leur source.



Enfin, je tiens à préciser que si ces règles sont *a priori* efficaces pour limiter les risques de crédit des banques, elles ne peuvent se substituer à un encadrement beaucoup plus étroit des superviseurs sur les pratiques de prise de risque des banques. Comme je l'ai bien indiqué précédemment, la crise était davantage liée à une conjonction de pratiques risquées et opaques qu'à une défaillance du modèle traditionnel de la banque universelle. En ce sens, ce nouveau cadre ne peut à lui seul prévenir une nouvelle crise telle que celle observée en 2007-2008.

Il doit donc s'accompagner d'une refonte profonde, en cours dans l'UE, dans trois domaines :

- Au niveau institutionnel
- Au niveau réglementaire, et
- Au niveau des mécanismes de gestion et de résolution de crise.

Comme la stabilité financière est actuellement affectée par le risque souverain, en particulier dans la zone euro, j'évoquerai également les enseignements que nous devons tirer dès à présent de la crise de la dette souveraine.

a) Réforme institutionnelle

Au niveau institutionnel, un nouveau cadre pour la supervision micro- et macro-prudentielle, le Système européen de surveillance financière, est entré en vigueur le 1^{er} janvier dernier. Les législations européennes qui ont donné naissance à ce nouveau cadre se sont basées sur le rapport d'un groupe d'experts de haut niveau présidé par Jacques de Larosière. Cette nouvelle architecture vise à pallier une défaillance majeure mise à jour par la crise financière : l'insuffisante interaction et coordination entre les autorités de supervision nationales, d'une part, et la vulnérabilité du système financier à des risques systémiques interconnectés, complexes, sectoriels et transsectoriels, d'autre part. Afin de remédier à ces défaillances, le nouveau système comprend un Comité européen du Risque systémique (CERS), chargé de la surveillance macro-prudentielle, qui réunit notamment les gouverneurs des 27 banques centrales de l'Union européenne et est présidé par le Président de la BCE. Le CERS a récemment tenu sa réunion inaugurale à Francfort. Il permettra de prévenir ou de mitiger les risques systémiques en assurant la surveillance et l'analyse des risques pesant sur la stabilité financière, en émettant des alertes rapides en cas d'intensification de risques systémiques et, le cas échéant, en formulant des recommandations quant aux mesures à adopter pour faire face à ces risques. Le nouveau système comprend également trois agences européennes de supervision pour les banques, les assurances et les marchés. Ces agences travailleront en réseau et en interaction avec les autorités nationales de supervision existantes afin de veiller à la solidité financière des établissements financiers eux-mêmes et de protéger les utilisateurs de services financiers. Elles combineront la supervision nationale des établissements financiers avec des tâches spécifiques au niveau européen qui permettront de renforcer la cohérence dans l'application des règles et de favoriser une réglementation harmonisée.

b) Réforme réglementaire

En Europe, la Commission a mis sur la table toute une série de propositions visant à renforcer la réglementation des services financiers, via notamment une transparence accrue du secteur financier, une meilleure prévention des abus de marché, le renforcement de la surveillance, y compris la surveillance des agences de notation et une protection renforcée des déposants. Pour certaines réformes comme celle relative au renforcement de la qualité et de la quantité des fonds propres, que j'ai déjà évoquée, ou celle relative aux normes comptables, la législation européenne s'alignera sur des normes établies au niveau international. Il est crucial que ces réglementations fassent l'objet d'une mise en œuvre harmonisée au niveau international afin d'éviter toute distorsion et toute possibilité d'arbitrage réglementaire qui pourraient gravement affecter la stabilité financière globale. J'ajouterais que les forums économiques

ou organes de décision internationaux qui jouent désormais un rôle accru dans la définition de normes applicables au secteur financier gagneraient à s'ouvrir davantage aux centres financiers internationaux, dont la contribution à la nouvelle architecture réglementaire pourrait être majeure.

c) Mécanismes de gestion et de résolution de crise

Parce que malgré le renforcement du cadre institutionnel et juridique de surveillance et de réglementation, les faillites bancaires restent possibles, il est indispensable de mettre en place des mécanismes de gestion et de résolution de crise, visant à minimiser l'impact d'une faillite bancaire sur le système financier et sur le contribuable. Dans l'UE, l'idée d'un mécanisme pour la gestion d'une crise bancaire transfrontalière est encore au stade de gestation. Consciente que les coûts d'une résolution de crise non coordonnée augmentent avec le degré d'interconnexion et d'intégration des établissements financiers, la Commission européenne a présenté une communication sur un projet de cadre européen pour la gestion des crises dans le secteur financier. Une solution européenne reste particulièrement complexe dans l'état actuel de l'intégration européenne, en particulier par rapport aux questions liées au «burden-sharing», au transfert d'actifs intra groupe pendant la période de crise, et à l'hétérogénéité du cadre régissant l'insolvabilité dans l'UE. Dans ce contexte, il pourrait être plus réaliste de préparer la voie à une solution intermédiaire: un cadre national de gestion de crise transfrontalière associé à un processus contraignant pour l'échange d'information.

L'établissement de fonds de résolution nationaux alimentés par des contributions versées par les banques permettrait de réduire l'aléa moral et de renforcer la stabilité financière, en limitant la contagion et en évitant la vente dans l'urgence des actifs bradés, ce qui permettrait de protéger l'argent du contribuable tout en facilitant la résolution des banques en faillite. Dans ce contexte, la BCL a proposé un cadre original de fonds de résolution ex-ante qui passerait par l'établissement d'une structure privée préfinancée regroupant la fonction de fonds de garantie des dépôts et de fonds de résolution, qui sont les deux facettes d'un même problème.

En fin de semaine, j'aurai l'occasion de voir le Commissaire Barnier pour lui proposer une date en vue de discuter au sein du Bridge Forum Dialogue de ces questions avec le public luxembourgeois.

3.2 Défis budgétaires

En nous appuyant sur les expériences récentes, nous devons examiner attentivement le rôle de l'endettement excessif. Après l'effondrement de Lehman Brothers en septembre 2008, l'accumulation de la dette privée s'est arrêtée, mais le problème de l'endettement excessif n'était pas résolu. Des plans de sauvetage économiques, l'impact des stabilisateurs automatiques et le nécessaire soutien au secteur financier ont entraîné un puissant levier des budgets publics à des niveaux jamais observés en temps de paix.

La dette publique dans la zone euro aura augmenté de plus de 20 points de pourcentage de 2007 à 2011. Les chiffres correspondants pour les Etats-Unis et le Japon s'établissent entre 35 et 40. Les ratios de dette-PIB approchent les 90% en Europe, 100% aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, et 200% au Japon.

Le fardeau de la dette doit être allégé et de nouveaux endettements excessifs doivent être enrayerés. C'est particulièrement crucial en Europe où la politique monétaire unique doit être soutenue par des finances publiques saines.

La crise de la dette souveraine qui frappe la zone euro depuis un an a trouvé ses racines dans trois manquements qui ont caractérisé l'Union économique européenne depuis sa création: le laxisme des politiques budgétaires, l'inadéquation de certaines politiques macroéconomiques, et la déficience de la surveillance mutuelle entre les Etats membres. Les récentes propositions pour réformer la gouvernance économique européenne et la mise en place du « semestre européen » au 1^{er} janvier pour une surveillance



ex-ante des politiques structurelles et budgétaires des Etats membres vont certainement dans la bonne direction et le Conseil de début mars devrait dépasser en ambition les propositions de la Commission et du Groupe Van Rompuy de 2010. Il est essentiel de ne pas se limiter au seul redressement des déficits mais d'entériner un pacte de réformes structurelles destiné à améliorer la compétitivité de la zone euro. En effet, des déséquilibres macroéconomiques sont à la source des déséquilibres budgétaires.

Enfin, le cadre de gestion de crise souveraine élaboré au cours de l'année 2010, et qui sera renforcé en 2013 par la mise en place d'un mécanisme permanent, le mécanisme européen de stabilisation, devrait pouvoir être revu pour accroître encore la confiance des marchés en la capacité de la zone euro de faire face au risque souverain. En particulier, l'actuelle facilité européenne de stabilité financière devrait pouvoir être compétente pour acheter directement des obligations souveraines. Cela n'est nullement incompatible avec la poursuite rigoureuse des efforts d'assainissement budgétaires et des réformes structurelles de l'ensemble des pays de la zone euro, indispensables pour établir les fondements d'une croissance durable à long terme.

Conclusion

Après une stabilisation de l'économie globale depuis le début des turbulences financières, nous sommes confrontés au défi de retrouver une stabilité accrue, ce qui passera par différentes voies.

Etant donné le fardeau massif de la dette dans les pays industrialisés, le potentiel de croissance et les taux de croissance à court terme seront affaiblis par les nécessaires efforts d'assainissement budgétaire. Toutefois, une croissance durable et de long terme ne peut être atteinte qu'une fois les déséquilibres économiques fondamentaux traités et les réformes structurelles initiées. En Europe, les gouvernements doivent faire preuve de plus d'engagement et d'ambition dans leurs efforts de consolidation budgétaire.

Des règles plus strictes et des seuils minimaux de capital accrus pour l'industrie financière rendront le système plus fort et plus sain. Mais une réglementation efficace passe aussi par une supervision de terrain basée sur la compétence et la proximité. Un juste équilibre devra ainsi être trouvé entre les différents niveaux de réglementation et de supervision : national, avec le renforcement des activités de supervision nationale et l'établissement, indispensable, de fonds de résolution nationaux ; européen, avec la nécessaire intensification de la coopération et de la coordination entre superviseurs et de l'harmonisation réglementaire, facilitée par la mise en place de la nouvelle architecture européenne ; et global, avec une mise en œuvre cohérente et raisonnable des normes bancaires internationales évitant les distorsions de marché et les désavantages comparatifs de certains acteurs par rapport à d'autres.

Je vous remercie.

2. IS INFLATION BACK?

Yves Mersch

Governor of the Banque centrale du Luxembourg
Member of the Governing Council of the European Central Bank

Keynote Address

Bank Finance 2011 Conference
Thursday, 3 March 2011
Frankfurt, Germany
– Check against delivery –

Headline inflation in the euro area is on the rise. According to Eurostat's flash estimate euro area annual HICP inflation increased by 0.1 percentage points to 2.4% in February. This figure is more a snapshot than an incipient violation of the ECB's medium-term-oriented definition of price stability, – namely of inflation below but close to 2% – , but there is no room for complacency.

The key question is whether we are facing a "hump" – in other words, is this acceleration in headline inflation temporary –, or is it the edge of a plateau, where the pressure on prices is more persistent than currently assumed.

The judgment on this is three-forked: we envisage a good, a bad and an ugly scenario. The good scenario, i.e. the good news, is that we have been here before. Temporary increases in headline inflation have not prevented the ECB from managing to keep the average annual inflation rate in the euro area at 1.97 over the past 12 years. The bad news is that things might be slightly different this time, as forecasting inflation is, indeed, a complex task. The really ugly news is that there may be even drivers at work that could lead to errors in forecasting inflation significantly, especially in underestimating future price levels.

Let me discuss this in more detail.

THE GOOD SCENARIO: THE HUMP SCENARIO IS THE MOST BENIGN

Annual headline inflation in the euro area increased steadily in the course of 2010, from 1.0% in January to 2.2% (in December, an increase of 1.2 percentage points within one year. This 11-month increase in headline inflation is due) almost entirely to the food and energy components of the HICP.

Crude oil prices, for example, have surged by around 35% over the last half year, peaking above 120 Dollar very recently, and pushing up import prices. Recent political turmoil in some oil exporting countries in the Arabian world may lead to further price increases.

The contribution from the other components of the HICP basket was relatively stable, though mildly accelerating.

According to the consensus among monetary authorities, these sources of price pressure can and should be ignored by central banks, as long as the increases are truly temporary and inflationary expectations stay anchored at levels consistent with price stability: One-off and unpredictable price shocks cannot be tackled by the traditional instruments of monetary policy. Nevertheless, second-round effects must be avoided by



all means. They materialize when a one-time shock, e.g. a transitory price hike, becomes entrenched in other prices, particularly through a wage-price spiral. Has this happened in 2010? Labour cost indicators were subdued in the third quarter of 2010 and data on euro area negotiated wages for the fourth quarter suggest an ongoing moderate growth in wages. But industrial producer prices (construction excluded) increased significantly in the course of 2010 and reached the level of 5.3% in December.

Today we have published the ECB's staff projections on growth and inflation in the euro area. The time horizon of these staff projections is similar to that in which monetary policy has its effects, namely 18-24 months. According to the staff figures that have been significantly revised upwards from earlier projections, overall HICP inflation is projected to stay above 2% for the rest of this year, with annual inflation averaging 2.3% in 2011. Thereafter, average inflation is projected to decline to 1.7% in 2012.

The growth projection has also been revised upwards compared to December. Real GDP is expected to grow by 1.7% and 1.8%, respectively, in 2011 and 2012.

According to this scenario, one might expect a "hump" in inflation, i.e. suggesting the observed increase in the inflation rate is only temporary.

THE BAD SCENARIO: THE COMPLEXITY OF INFLATION FORECAST

The problem is that one cannot be sure that this benign scenario will come true. Forecasting inflation is a difficult task – this holds in particular for times of increased uncertainty like in the aftermath of a financial crisis and, more recently, political exceptionality.

Even in normal times, the models may be wrong. Let me mention only some potential sources of error.

- Firstly, although there are sound reasons generally to treat shocks to the economy as one-time events, the cumulative effect of a series of shocks, and thus on the development of the price level, cannot be excluded. The standard macroeconomic models also widely used in central banks tend to underestimate headline inflation. In the first 12 years since the introduction of the Euro, the staff projections performed well as far as core inflation was concerned. The projection of the head line inflation, however, was systematically too low, because – among other reasons – the scale of the pass-through of past energy or commodity price shocks into output prices has been underestimated.
- Secondly, upward risks to headline inflation stem from pronounced base effects. Base effects occur when variations in the annual growth rate of the HICP are the result of an atypical movement in the index in the base period. They tend to be particularly influential during periods when inflation volatility 12 months earlier was high, for example as a result of sharp movements in commodity prices. It is expected that 2011 will benefit from negative cumulative base effects from energy and food in 2010 of up to 0.7 percentage points.
- Thirdly, the choice of leading sub-indicators is a tricky one. Let me give an example. In recent years energy prices, namely for crude oil, contributed to an increasing extent to the volatility of headline inflation. There is, in fact, not just one price for "oil". Traditionally West Texas Intermediate (WTI) commands a higher price than Brent crude. Most recently the price differences between the two benchmark sorts of crude oil showed anomalies: on 1 March, WTI was trading around 100 US Dollar per barrel, while Brent was at 114 US Dollar per barrel. While this huge difference could be partially explained by regional factors like the cold winter in Europe and the large stock of WTI oil in the US, the reliability of these prices to signal global scarcity can be questioned.

- Fourthly, one major driver of inflation is the dynamics of the economy. To measure the slack in the economy, the deviation of aggregate demand from the economy's potential supply – the so-called "output gap" – is often seen as a helpful guide for policymakers. On this logic, inflation rises, when aggregate demand exceeds potential output. However, the concept of a stable relationship between output gap and inflation is not only frequently challenged in theory but also hard to apply in practice. The operational appropriateness of the output gap as a guide to policy is limited by the availability of reliable real-time estimates. For example, estimates of the euro area output gap, as published by international organizations from 1999 to 2004, underwent significant revision. Some revisions matched or even exceeded the original estimate of the gap itself.

Complexity has increased further because of the financial crisis: In this context, the crisis has had two effects:

- In the first place, the crisis triggered a probable one-off permanent loss in the level of potential output, in particular because of the downsizing of the financial and construction sectors. Whether the longer-term growth rate of potential output will also be affected, remains to be seen. In any case, the reliability of output-gap measures as real-time clues to future inflation is weakened.
- In the second place, the financial crisis has impacted the effectiveness of monetary policy. The exceptional liquidity requirements of banks after the drying-up of the money market in the summer of 2007, as well as the severe tensions in some segments of the market for euro-area government bonds, have affected the transmission channels of monetary policy in the euro area. To restore the effectiveness of monetary policy, the authorities have had to adopt several unconventional measures of temporary nature.

The general complexity of the art of forecasting inflation, coupled with heightened uncertainty in the aftermath of the financial crisis, calls for prudence and humility. Policymakers have to be wary when deducing real-time policy implications from inflation forecasts. For the euro area, a thorough exchange of views between all members of the governing council of the ECB is of utmost importance in bringing to bear a great wealth of experience.

THE UGLY SCENARIO: THE THREAT OF A PLATEAU

At the current juncture, new sources of inflationary pressure may emerge. Below the surface may lie new potential threats to price stability. Let me highlight three of them.

- Firstly, the combination of dynamic economic growth, accompanied by accelerated inflation in emerging markets, and an intensification of world-wide linkages bears the risk that imported inflation will come to play a larger role in domestic price levels in the industrialized world. For instance, the current increases in prices of certain agricultural products and raw materials may be more persistent than currently assumed. In other words: The disinflationary impact of globalization, from which the industrialized world has benefited in the last 20 years, could turn into an imported inflationary impact.

The lagged effect of food prices could still add a layer of headline inflation.

- Secondly, in several countries of the euro area, the diminishing labour force presents a demographic challenge kicking in 2013. There is anecdotal evidence that, in countries characterized by a dynamic recovery, there is already a shortage of skilled workers such as electricians. With persistence to adjust pension ages or to extent participation rates among age or gender cohorts with low employment, this all in all may cause an upward pressure on wages, bearing the risk of a wage-price spiral. Informal contacts with NFC point to expectations of wages rising in 2011 in line with inflation.

- 
- Thirdly, the output gap may be closing faster than anticipated – not to mention the measurement problems attached to that leading indicator of inflation. As the economic recovery continues, there are new indices, which we will have to follow closely. For example, capacity utilization is coming back very rapidly to normal. In accordance, the European Commission's February 2011 surveys in the manufacturing sector have shown a particularly steep rise in selling price expectations to a level even surpassing the 2008 peak. Spillovers to producer prices and producer prices of consumer goods are only a question of time. Moreover, the momentum for structural reform to lift potential growth is still a bit lackluster. A raised potential for growth could somewhat ease inflationary pressures.

CONCLUDING REMARKS: CREDIBLE AND EFFECTIVE ALERTNESS

The scenarios I mentioned should not be interpreted as predictions. Nor can one attach precise probabilities to any of them. They indicate, however, that our assessment of risk to the medium-term outlook for the price level in the euro area needed to be adjusted upwards.

The Governing Council of the ECB will make sure that the uncomfortable scenario will not materialize, and that the assumed hump of a temporary elevated price level will not turn into a plateau.

If indirect and second-round effects were to materialize on large scale, monetary policy would be reactive instead of being ahead of the curve. Once the genie of inflation is out of the bottle it might be too late. In order to avoid these effects, we will exert strong vigilance.

Therefore, be assured that any threat to price stability in the medium term will be combated pre-emptively and vigorously. We will not let the genie out of the bottle.

