



Agent *Provocateur*

Hélène Rey sur le campus de la London Business School.

**Jeremy Clift
s'entretient
avec
Hélène Rey,
professeure
d'économie
à la London
Business
School**

QUAND il fait beau, Hélène Rey aime traverser Regent's Park à trottinette pour rejoindre les colonnades blanches de la London Business School, où elle travaille. Elle montre toute sa dextérité dans l'allée étroite qui longe son petit bureau tapissé de livres, actionnant du pied gauche le frein arrière.

«J'habite juste de l'autre côté du parc, c'est pratique», précise cette professeure d'économie, lauréate de plusieurs prix. «Il y a des hérons sauvages, de magnifiques perroquets verts et plein de canards. Parfois même un cygne noir; finalement, ils ne sont pas si rares», s'amuse-t-elle. Cette espèce vit traditionnellement en couple et deux cygnes noirs de Regent's Park avaient d'ailleurs fait la une de la presse mondiale il y a quelque temps : le gardien du parc avait dû séparer le mâle et la femelle pour cause de parade nuptiale trop bruyante!

L'auteur à succès Nassim Nicholas Taleb a parlé le premier de cygnes noirs pour désigner les événements rares ayant des répercussions considérables sur l'économie et la finance, tout en étant parfaitement imprévisibles ou jugés improbables, comme le sont les cygnes noirs dans la nature.

«En réalité, explique Rey, les cygnes noirs de Taleb ne sont pas totalement anormaux. Je ne pense pas que les chocs majeurs soient

exceptionnels. Tout dépend du système et des incitations fournies aux individus.»

Une spécialiste des grandes questions

Rey, qui vit avec son mari et sa fille de huit ans dans deux maisons de ville rénovées et réunies en une seule, a la réputation de ne pas être consensuelle, en particulier en ce qui concerne le système financier international, le rôle du dollar et d'autres grandes questions macroéconomiques. Se fondant sur ses travaux et ses idées, ses pairs voient en elle une personnalité «provocatrice» et «influente».

«Je me suis toujours intéressée aux grandes questions économiques», indique Rey, mariée à l'économiste Richard Portes, également professeur à la London Business School et fondateur du Centre for Economic Policy Research, un réseau d'économistes européens créé en 1983. «Il fallait étudier la macroéconomie internationale pour comprendre ces trucs-là» a-t-elle expliqué lors d'un entretien à Londres pour *F&D*.

«L'un de ses fils conducteurs est la recherche systématique des mécanismes les plus profonds influant sur le système monétaire international ou le monde financier qui nous entoure», décrit le français Pierre-Olivier Gourinchas, professeur à l'université de Californie et compatriote d'Hélène Rey.

D'après Patrick Lane, professeur au Trinity College de Dublin, «elle fait preuve à la fois de

patience et d'implication dans son travail». Aux projets «immédiatement rentables», elle préfère les travaux de grande ampleur, qui s'inscrivent dans la durée et font considérablement avancer la connaissance.

Depuis l'obtention de deux doctorats en 1998, à la London School of Economics et à l'École des hautes études en sciences sociales de Paris, elle a remporté en Europe toute une série de prix d'économie prestigieux pour ses travaux stimulants et milite pour que les femmes soient plus nombreuses parmi les économistes de haut niveau.

«Hélène s'intéresse à des questions importantes et étudie les données avec une rigueur incroyable pour y répondre», explique Olivier Blanchard, économiste en chef du FMI. «C'est la méthode idéale pour qui veut se faire un nom dans la profession, chose que Hélène a déjà largement faite», a-t-il déclaré l'an dernier en la présentant lors d'un colloque de chercheurs à Washington.

La lauréate

En 2006, elle a notamment remporté le prix Bernácer du meilleur économiste européen de moins de 40 ans spécialiste de macroéconomie et de finances, pour ses travaux sur les causes et les conséquences des déséquilibres commerciaux et financiers, sur l'internationalisation des monnaies et sur la meilleure compréhension des crises financières.

En 2012, elle s'est vu décerner le prix inaugural Birgit Grodal que l'Association économique européenne remet à une économiste européenne pour sa contribution notable à la profession. Un an après, elle était la première femme à recevoir le prix Yrjö Jahnsson, qui est attribué tous les deux ans et qu'elle a partagé avec son compatriote Thomas Piketty, le célèbre auteur du *Capital au XXI^e siècle*, consacré à la richesse et aux inégalités de revenu.

Ce prix de 2013 récompensait la contribution originale de Rey à l'étude de la finance internationale, notamment la détermination des taux de change et les flux de capitaux. Le jury a salué «son travail et ses avancées sur bon nombre des grandes questions financières internationales qui préoccupent les économistes et les dirigeants».

Pour Lane, «C'est le mariage de la théorie et de l'empirisme qui rend ses travaux si utiles pour l'analyse des politiques».

Malgré sa vocation très prenante d'économiste, Rey affirme être quelqu'un de «très normal» dans sa vie extraprofessionnelle. «J'adore lire, écouter... et à Londres, on entend tellement de bonne musique.» Dès qu'elle en a l'occasion, elle aime aussi jouer au ballon avec sa fille ou l'emmener nager. «Comme j'ai grandi à la campagne, j'adore également les randonnées en forêt ou en montagne.»

Réorientation du débat

Fille d'un ingénieur civil et d'une enseignante, Rey a grandi à Brioude, une jolie petite ville du centre de la France. Elle dit avoir réussi en tant qu'économiste grâce aux bases de mathématiques très solides qu'elle a acquises dans le système éducatif français. Après un premier cycle d'études supérieures dans une grande école parisienne, elle obtient une bourse de maîtrise pour l'université californienne de Stanford. «Je suis donc entrée un peu tôt dans le système américain.» Elle retourne ensuite en Europe et décroche ses doctorats, avant d'aller enseigner dans divers établissements prestigieux comme Princeton ou la London School

of Economics, ou encore à Berkeley (Californie) et à Harvard pour de plus brèves périodes.

Parmi ses travaux les plus influents, on peut citer les recherches menées à Princeton avec Gourinchas et consacrées au rôle des États-Unis dans un système financier mondialisé. D'après Blanchard, «ces travaux ont changé le cours du débat sur le déficit courant américain».

Avant la dernière crise financière mondiale, alors que les économistes et les responsables politiques s'inquiétaient du gonflement de ce déficit, Gourinchas et Rey ont montré que la situation des États-Unis était moins mauvaise qu'il n'y paraissait, car le pays jouait un rôle central dans le système financier international.

Comme l'a expliqué Gourinchas à *F&D*, «le déficit commercial affiché était certes élevé, mais les économistes ne tenaient pas compte des gains financiers importants liés aux plus-values et aux variations de change».

«Par exemple, la quasi-totalité des engagements extérieurs américains sont en dollars, tandis qu'environ 70 % des avoirs sont libellés dans d'autres monnaies. Une dépréciation de 10 % du dollar augmente donc la valeur des avoirs à l'étranger et représente un transfert d'environ 5,9 % du PIB du reste du monde vers les États-Unis. Par comparaison, le déficit commercial des biens et des services en 2004 équivalait à 5,3 % du PIB. Les plus-values peuvent donc être très importantes.»

Comme l'ont souligné Gourinchas et Rey (2005), la baisse du dollar a un effet doublement positif sur les comptes extérieurs des États-Unis, dopant les exportations nettes et augmentant la valeur en dollars des avoirs américains.

Pour ces deux chercheurs, la position centrale des États-Unis au sein du système leur a conféré un «privilège exorbitant» (pour reprendre la formule choisie par Valéry Giscard d'Estaing, alors ministre des Finances, au sujet de l'avantage que le dollar, comme monnaie de réserve internationale, procurait aux États-Unis. Ce privilège, ont expliqué Rey et Gourinchas, vient du fait que les États-Unis peuvent emprunter à bas coût sur les marchés financiers mondiaux et retirer des rendements élevés de leurs avoirs extérieurs. Ils ont montré comment les États-Unis avaient progressivement opté pour des investissements étrangers de plus en plus risqués.

Assureur et banquier du monde

«Puis nous avons creusé l'idée, suggérant que le rôle clé des États-Unis en faisait aussi quasiment l'assureur du reste du monde», indique Rey.

Après la Seconde Guerre mondiale, ils sont devenus le banquier du monde, à la suite de la Grande-Bretagne, émettant la principale monnaie internationale et fournissant des liquidités internationales.

Ils pouvaient donc notamment emprunter à court terme (les étrangers cherchant à acheter des avoirs en dollars liquides) et prêter à long terme (offrant des prêts de longue durée et des fonds d'investissement aux entreprises étrangères). À l'instar d'une banque, ils bénéficiaient d'une marge d'intermédiation du fait de l'écart entre le rendement de leurs avoirs extérieurs et le coût de leurs engagements.

D'après Gourinchas, Washington est plutôt devenu le capital-risqueur du monde dans les années 90. «Pendant toute la

période, les avoirs américains ont consisté de moins en moins en prêts bancaires de longue durée et pris davantage la forme d'investissements directs étrangers (IDE), mais aussi, depuis les années 90, de prises de participation. Dans le même temps, les engagements sont restés essentiellement des emprunts bancaires, des crédits commerciaux et de la dette, c'est-à-dire des actifs sûrs à faible rendement.

«Du coup, le bilan des États-Unis s'est mis à ressembler à celui d'une société de capital-risque, où l'actif est fait d'investissements risqués à haut rendement. En outre, son ratio de levier a notablement augmenté.»

Rey indique avoir approfondi ces recherches avec Gourinchas pendant la crise financière mondiale et constaté que les États-Unis avaient inversé les rôles et acheminaient des ressources vers le reste du monde à grande échelle, par le biais de leur portefeuille extérieur. «Rien qu'en 2008, ces ressources équivalaient selon nos estimations à 13-14 % du PIB américain, ce qui est très considérable.»

Les États-Unis offraient «une sorte d'assurance à l'économie mondiale et au reste du monde, encaissant une prime d'assurance en période faste et perdant de l'argent en période de récession. Et c'est exactement ce que nous montrent les données.»

«Tout en jouissant d'un privilège exorbitant, les États-Unis, en tant qu'assureur du monde, ont aussi des obligations exorbitantes en temps de crise», résume Rey.

Jackson Hole

Dans une deuxième série de travaux, Rey récuse une autre antienne économique voulant qu'un pays ne peut atteindre que deux des trois objectifs qui constituent l'«impossible trinité», à savoir un taux de change fixe, des capitaux mobiles (absence de contrôles) et une politique monétaire indépendante (voir encadré).

Ainsi, dans un monde où les capitaux circulent librement, l'objectif d'indépendance de la politique monétaire exigerait nécessairement le flottement de la monnaie (Obstfeld et Taylor, 2004).

En 2013, dans un contexte d'ouverture croissante des pays émergents et avancés aux flux de capitaux, Rey a prononcé un discours marquant devant les gouverneurs de banques centrales réunis à Jackson Hole, dans le Wyoming, déclarant que l'échelle de la mondialisation financière remettait cette théorie en question.

Comme la plupart des décisions essentielles étaient prises au centre du système (aux États-Unis) puis exportées vers le reste du monde du fait de la mondialisation, aucun pays ne pouvait plus se servir de son taux de change pour s'isoler.

En fait de trinité impossible, le monde faisait juste face à un dilemme : l'indépendance des politiques monétaires n'était possible qu'en restreignant, directement ou indirectement, les mouvements de capitaux (Rey, 2013).

«Dans le nouveau monde qui se dessine, on observe des cycles financiers mondiaux puissants, caractérisés par d'amples variations conjointes des prix des actifs, des flux bruts et des effets de levier», explique Rey.

Sans restriction des mouvements de capitaux, le cycle financier mondial s'impose aux politiques monétaires nationales, quels que soient les régimes de change choisis.

«Beaucoup croient qu'un taux de change flexible permet de s'isoler des chocs financiers et de conserver une politique monétaire indépendante. En réalité, c'est la thèse des partisans du

L'impossible trinité

Par «impossible trinité» ou «trilemme», on entend qu'un pays ne peut pas simultanément avoir un régime de taux fixe, permettre la mobilité des capitaux et conserver une politique monétaire indépendante.

En 1962, deux économistes, le britannique Marcus Fleming et le canadien Robert Mundell, ont donné leurs noms à un modèle de taux de change et jugé qu'il était impossible de concilier autonomie nationale, régime de change fixe et mobilité des capitaux : deux de ces objectifs seulement pouvaient être atteints.

Popularisée par les économistes Maurice Obstfeld et Alan Taylor dans les années 90, cette théorie du trilemme est devenue l'un des fondements d'une économie ouverte.

Au niveau le plus général, les dirigeants d'une économie ouverte, qui achètent et vendent des biens et des services et des actifs en capital sur les marchés mondiaux, avec des restrictions minimales, font face à un trilemme macroéconomique, c'est-à-dire trois objectifs souvent désirables mais contradictoires : stabiliser le taux de change, bénéficier de la libre mobilité des capitaux internationaux et orienter la politique monétaire en fonction d'impératifs nationaux. Ne pouvant concilier que deux objectifs sur trois, les dirigeants doivent donc choisir lequel sacrifier.

ciblage de l'inflation. Mais si on a un cycle financier mondial, comme je le pense, c'est impossible : le taux de change n'y fait rien, vous ne pouvez pas vous isoler du reste du monde», dit Rey.

«Si elle est dans le vrai, complète Gourinchas, nous devons revoir nos principes directeurs concernant la gestion de la politique monétaire dans une économie ouverte.»

«Dans un sens, il s'agit plus d'une piste de recherche que d'une théorie établie, poursuit Gourinchas. Hélène, dans son discours de Jackson Hole et certains de ses travaux récents, n'apporte pas de réponses définitives, mais soulève plutôt une série de questions.»

Pour Blanchard, le travail de Rey est important : «il se démarque assez radicalement de l'idée selon laquelle on peut s'isoler juste en laissant flotter le change. Je pense que sa thèse est largement valable et devrait influencer notre réflexion sur, disons, la manière dont les marchés émergents devraient réagir aux brusques variations des flux de capitaux.»

Renforcer les contrôles

Selon Rey, il faudrait une gestion et une surveillance plus strictes des flux de capitaux internationaux, qui ont eu des effets déstabilisants et contribué à déclencher des crises.

Après les ravages provoqués par la crise financière mondiale, il est difficile d'évaluer ou de mesurer les bénéfices réels de l'ouverture financière et de la libre circulation des capitaux. De fait, Rey, chroniqueuse au journal financier français *Les Échos* et membre de la Commission Économique de la Nation placée auprès du ministre français des Finances, admet qu'il est difficile de trouver des avantages à la mondialisation financière.

«Des milliers de millions de dollars franchissent les frontières. Pourtant, malgré tous nos efforts et des centaines d'études, les économistes ont un mal fou à identifier de quelconques retombées positives. Il est tout à fait possible qu'une partie de ces flux soient très utiles, mais il est aussi très possible qu'ils aient surtout profité

à certains pans du secteur financier. À tous les autres niveaux, en revanche, ces flux spéculatifs n'ont pas conduit à partager les risques, mais à en créer de nouveaux.»

Rey déclare que si ces flux internationaux ne présentent guère d'avantages et provoquent en fait des crises, il nous faut les restreindre en partie, par le biais de mesures macroprudentielles ou de contrôles. «À mon avis, cela profiterait à tout le monde, sauf peut-être à certains acteurs du secteur financier.»

L'adoption de mesures macroprudentielles, renforcées après la crise financière mondiale, vise à contenir ou minimiser les risques inhérents au système financier en prenant des mesures de

«C'est le mariage de la théorie et de l'empirisme qui rend ses travaux si utiles pour l'analyse des politiques.»

précaution et en améliorant la réglementation et la surveillance de tout le système. «La politique macroprudentielle est désormais très importante, reste à savoir si elle permettra d'empêcher la prochaine crise.»

Rey estime que les initiatives récentes destinées à relever les niveaux des fonds propres bancaires, ainsi que les mesures relatives aux tests de résistance, allaient dans la bonne direction.

Effets inégaux de la mondialisation

Rey a également travaillé sur les évolutions du système financier international : création de l'euro, crise en Europe, progression de la Chine, intégration de l'économie mondiale dans un cycle mondial, etc. En 2011, elle a participé à la formulation de recommandations visant à réformer le système monétaire international, notamment en renforçant le FMI et en l'autorisant à se financer directement sur les marchés commerciaux (Farhi, Gourinchas et Rey, 2011). Actuellement, il ne peut lever de fonds qu'auprès de ses pays Membres.

D'après Lane, l'étude sur la mondialisation financière que Rey a conduite avec Philippe Martin, professeur d'économie à Sciences Po Paris, mérite davantage d'attention (Martin et Rey, 2006). Les deux auteurs ont élaboré une série de modèles sur ce qu'entraîne l'intégration d'économies dotées de systèmes financiers asymétriques et déséquilibrés (économies du cœur et de la périphérie en Europe; économies avancées et émergentes, etc.).

«Hélène fait partie des économistes qui ont contribué à repenser la mondialisation financière, avec un avis plus nuancé sur ses avantages, sur le fait, par exemple, qu'elle peut provoquer plus de crises financières dans les pays émergents», explique Martin.

«Il en va de même pour le rôle de la mondialisation financière dans l'ajustement international et le trilemme classique. Dans chaque cas, Rey s'est saisie d'une question classique et cruciale pour montrer que certains nouveaux aspects de la mondialisation financière (effets de change, cycle financier mondial) devraient faire évoluer notre point de vue.»

En Europe, il est indispensable de régler le problème de l'endettement et d'instaurer un cadre budgétaire plus crédible pour stabiliser la zone euro, assure Rey.



Cygnets noirs à Regent's Park, à Londres.

«Si l'on met de côté la Grèce, dont la situation économique est à part, l'Europe a besoin d'un cadre budgétaire plus crédible. Il faut avant tout remédier au surendettement hérité de la crise. Inutile de construire un cadre plus crédible, tant que certains pays conservent un ratio dette/PIB de 130 %, car ils sont alors «trop importants pour faire faillite», et ça ce n'est pas crédible.»

Interrogée sur la montée en puissance de la Chine, Rey confirme que le pays le plus peuplé de la planète acquiert à l'évidence un rôle plus important dans l'économie mondiale.

Mais il faudra du temps avant que la monnaie chinoise ne serve de monnaie mondiale comme le dollar. «La croissance chinoise est très rapide, mais l'infrastructure financière et le système bancaire sont toujours très peu développés. Le renminbi n'est donc pas prêt de devenir l'égal du dollar, et encore moins de le supplanter.

«Ce n'est assurément pas pour demain!»

Les futurs cygnes noirs

L'avenir nous réserve-t-il des cygnes noirs? «Par définition, c'est un sujet sur lequel nous n'avons pas réfléchi ou savons assez peu de choses», répond Rey avec un sourire désarmant.

«Mais deux ou trois points sont clairement inquiétants, comme le très grand nombre de positions prises sur des instruments dérivés, qui créent comme un trou noir. Ce n'est peut-être pas un problème, mais peut-être que si. On ignore ce qu'il en adviendra.

«La cybersécurité est l'autre point auquel on pense beaucoup. Le problème se corse, sans que l'on n'arrive vraiment à cerner les points faibles. Ce n'est pas pour autant une raison de parler de cygne noir : le risque est inhérent au système!» ■

Jeremy Clift est éditeur du FMI et ancien rédacteur en chef de Finances & développement.

Bibliographie :

Farhi, Emmanuel, Pierre-Olivier Gourinchas, and Hélène Rey, 2011, *Reforming the International Monetary System* (London: Centre for Economic Policy Research).

Gourinchas, Pierre-Olivier, and Hélène Rey, 2005, "From World Banker to World Venture Capitalist: U.S. External Adjustment and Exorbitant Privilege," NBER Working Paper No. 11563 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

Martin, Philippe, and Hélène Rey, 2006, "Globalization and Emerging Markets: With or Without Crash?" *The American Economic Review*, Vol. 96, No. 5, p. 1631-51.

Obstfeld, Maurice, and Alan M. Taylor, 2004, *Global Capital Markets: Integration, Crisis, and Growth* (New York: Cambridge University Press).

Rey, Hélène, 2013, "Dilemma Not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence" (Kansas City, Missouri: Federal Reserve Bank).