

Retour de la répression

Les gouvernements trouvent de nouveau des moyens de manipuler les marchés pour contenir les coûts de financement de la dette publique

*Carmen M. Reinhart,
Jacob F. Kirkegaard
et M. Belen Sbrancia*



VU LE NIVEAU RECORD, ou presque, des dettes publiques et privées, il est probable que la réduction de la dette et des déficits publics restera le principal souci de la plupart des pays avancés pour l'avenir envisageable (Reinhart et Rogoff, 2010). Tout au long de l'histoire, le ratio dette/PIB a été réduit de diverses manières, notamment :

- la croissance économique;
- des ajustements de fond de la politique budgétaire (dépenses et fiscalité), tels que des plans d'austérité;
- une déclaration de défaut ou la restructuration de la dette privée et/ou publique;
- une flambée soudaine d'inflation (ce qui réduit la valeur réelle de la dette); et
- la répression financière, c'est-à-dire la décision officielle de réserver à des usages publics (et habituellement à des taux inférieurs à ceux du marché) les fonds qui seraient autrement allés à d'autres emprunteurs (encadré 1).

Comme ces méthodes ne sont pas mutuellement exclusives, il n'est pas rare que plusieurs soient employées en même temps. La répression financière a joué un rôle important dans la réduction du ratio dette/PIB après la Seconde Guerre mondiale et elle a récemment refait surface, en même temps que l'endettement public augmentait fortement, dans les pays avancés.

La répression financière est particulièrement efficace pour liquider les dettes lorsqu'elle est accompagnée d'une dose constante d'inflation et, comme dans le cas du recours à la seule inflation, ne fonctionne que lorsque les dettes sont libellées en

monnaie nationale. Des taux d'intérêt nominaux faibles aident à réduire le coût du service de la dette, tandis que des taux d'intérêt réels négatifs liquident ou érodent la valeur réelle de la dette publique. Il n'est pas nécessaire que l'inflation prenne les participants du marché complètement au dépourvu ni qu'elle soit très élevée (par rapport aux taux passés).

Encadré 1

Caractéristiques de la répression financière

Il y a répression financière quand un gouvernement prend des mesures pour orienter au profit de l'État des fonds qui, en l'absence de réglementation du marché, iraient ailleurs. Ces mesures sont les suivantes : obtention par l'État de prêts préférentiels auprès de publics intérieurs captifs (tels que les fonds de pension ou les banques nationales), plafonnement explicite ou implicite des taux d'intérêt, réglementation des mouvements de capitaux transnationaux et (en général) liens plus étroits entre l'État et les banques, par une participation publique explicite ou par une lourde «pression morale». Parfois, la répression financière s'accompagne de l'imposition de réserves obligatoires relativement élevées, de taxes sur les transactions boursières, de l'interdiction des ventes d'or ou du placement de montants élevés de titres non négociables de dette publique. Elle fait aujourd'hui partie de la «réglementation macroprudentielle», qui vise à préserver la santé du système financier tout entier.

financière

Selon nous, le niveau élevé des dettes publiques et privées dans les pays avancés et la menace que présenteraient le désalignement et la surévaluation des monnaies dans les pays émergents qui connaissent un afflux de capitaux se conjuguent pour aboutir à un recentrage de la finance au niveau local et à un retour de la répression financière. Tandis que les pays émergents ont de plus en plus recours à la réglementation financière pour empêcher les capitaux internationaux d'entrer, les pays avancés ont des incitations en place pour empêcher les capitaux de sortir et assurer le financement de la dette publique par un public intérieur captif. Craignant la surchauffe, les poussées inflationnistes et les problèmes de compétitivité qui en résultent, les pays émergents modifient leur réglementation pour dissuader les investisseurs étrangers toujours à la recherche de meilleurs rendements. Cette situation offre aux pays avancés et émergents la possibilité de s'entendre sur un durcissement de la réglementation et/ou des restrictions concernant les flux internationaux de capitaux et, plus largement, sur le retour à une réglementation financière intérieure plus sévère, autrement dit à la répression financière. Bien sûr, ce n'est pas l'expression qu'utilisent les gouvernements, qui préfèrent parler de «réglementation macroprudentielle», conçue pour garantir la santé globale du système financier.

Maintenir les taux bas

L'un des principaux objectifs de la répression financière est de maintenir les taux d'intérêt nominaux à un niveau plus bas qu'ils ne le seraient sur un marché concurrentiel. Toutes choses égales par ailleurs, cela réduit la charge d'intérêt de l'État pour

un stock de dette donné et contribue à la réduction du déficit. Cependant, lorsque la répression financière aboutit à des taux d'intérêt réels négatifs (taux d'intérêt nominaux inférieurs au taux d'inflation), elle réduit ou liquide les dettes existantes et devient l'équivalent d'un impôt, c'est-à-dire un transfert des créanciers (épargnants) aux emprunteurs, dont l'État (Reinhart et Sbrancia, 2011).

Or cet impôt répressif n'est pas comme un impôt sur le revenu, la consommation ou les ventes. Son taux est déterminé par la réglementation financière et l'évolution de l'inflation, facteurs opaques par comparaison aux mesures budgétaires, qui sont plus visibles et souvent très politisées. Étant donné que la réduction des déficits passe souvent par des compressions de dépenses et/ou des hausses d'impôts très impopulaires, un impôt financier répressif plus discret peut être plus politiquement acceptable pour les autorités soucieuses de réduire l'encours de la dette.

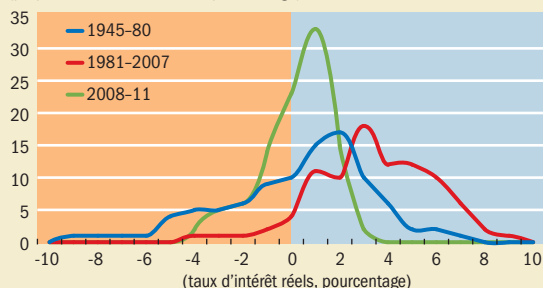
La réglementation libérale des marchés financiers et la mobilité internationale des capitaux ont connu leur apogée pendant la période de l'étalon-or avant la Première Guerre mondiale. Elles ont commencé à perdre du terrain au lendemain de la guerre, la grande crise des années 30 et la Seconde Guerre mondiale enfonçant le dernier clou dans le cercueil du laisser-faire bancaire. Après la Seconde Guerre mondiale, les accords de Bretton Woods ont mis en place des taux de change fixes et une réglementation stricte des marchés de capitaux intérieurs et internationaux. Il en est résulté des taux d'intérêt nominaux très faibles et des poussées d'inflation plus ou moins prononcées dans les pays avancés (en l'occurrence l'Allemagne, l'Australie, la Belgique, le Canada, les États-Unis, la Finlande, la France, la Grèce, l'Irlande, l'Italie, le Japon, la Nouvelle-Zélande, le Royaume-Uni et la Suède). Dans les pays avancés comme dans les pays émergents, les taux d'intérêt réels étaient nettement négatifs, qu'il s'agisse des bons du trésor (graphique 1), des taux d'escompte de la banque centrale, des dépôts ou des prêts, et sont restés systématiquement

Graphique 1

Taux réels

Pendant trois décennies et demie après la Seconde Guerre mondiale et les trois années écoulées depuis le début de la crise mondiale, les taux réels, exemplifiés par les taux des bons du trésor de pays avancés, ont été négatifs en moyenne.

(proportion des observations, pourcentage)



Sources : Reinhart et Sbrancia (2011); FMI, International Financial Statistics; et calculs des auteurs.

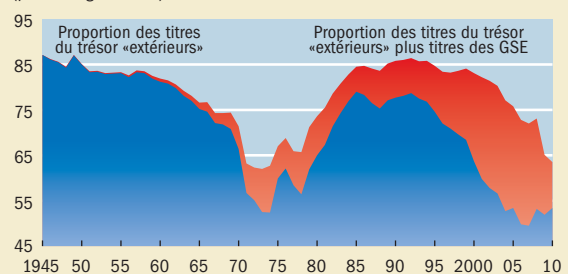
Note : Les économies représentées sont : l'Allemagne, l'Australie, la Belgique, le Canada, les États-Unis, la Finlande, la France, la Grèce, l'Irlande, l'Italie, le Japon, la Nouvelle-Zélande, le Royaume-Uni et la Suède. Pour 2011, les taux d'intérêt résultent d'observations mensuelles jusqu'en février.

Graphique 2

Les acteurs privés se replient

Les acteurs officiels, surtout la Réserve fédérale des États-Unis et des banques centrales étrangères, achètent de plus en plus de titres négociables du Trésor américain ainsi que les titres émis par les institutions financières spécialisées d'intérêt public (GSE) telles que Fannie Mae et Freddie Mac.

(pourcentage du total)



Sources : Réserve fédérale des États-Unis, Flow of Funds; et calculs des auteurs.

Note : L'encours des «titres du Trésor américain plus titres des GSE» comprend les instruments du marché du crédit du Trésor (bons, billets et obligations) plus les titres des GSE plus les pools de prêts hypothécaires garantis par les GSE moins les bons d'épargne et les titres des agences budgétaires fédérales. Les titres négociables extérieurs sont ceux qui sont indiqués ci-dessus moins les avoirs du reste du monde et de la Réserve fédérale.

inférieurs (négatifs en moyenne) pendant les trois décennies et demie suivantes. Le plafonnement des taux d'intérêt servis sur les dépôts (qui maintenait ces taux encore plus bas que les taux réels négatifs des bons du trésor) incitait les épargnants intérieurs à détenir des obligations publiques. Comme cela se produisait pratiquement partout en même temps, il a fallu un certain temps pour que les investisseurs recherchant de meilleurs rendements commencent à sortir de ce carcan.

La crise financière récente a de nouveau poussé les taux d'intérêt réels des pays avancés à des niveaux de plus en plus négatifs.

Une autre période de plus grande mobilité des capitaux a commencé autour de 1980, mais la crise financière récente a de nouveau poussé les taux d'intérêt réels des pays avancés à des niveaux de plus en plus négatifs. Ces quatre dernières années, les taux réels de 21 pays avancés ont été négatifs à peu près la moitié du temps et inférieurs à 1 % environ 82 % du temps. Cette baisse généralisée des taux d'intérêt réels s'est produite malgré les taux élevés exigés par les investisseurs sur les titres de plusieurs pays au bord de la faillite ou de la restructuration. En termes réels, les taux d'escompte des banques centrales et les taux des dépôts bancaires sont aussi nettement plus faibles depuis 2007.

Les forces extérieures au marché

Nul doute que le caractère résolument expansionniste de la politique monétaire (et, plus généralement, des interventions officielles de la banque centrale) dans beaucoup de pays avan-

cés et émergents pendant la crise explique pour beaucoup la prépondérance de taux d'intérêt réels négatifs. On peut dès lors se demander si les taux d'intérêt actuels ne reflètent pas plutôt la position des grands acteurs officiels sur les marchés financiers que les conditions du marché proprement dites. Le rôle important joué par les forces extérieures au marché dans la détermination des taux d'intérêt est une caractéristique clé de la répression financière.

Sur le marché des bons du Trésor américain, l'influence accrue des acteurs officiels — banque centrale américaine ou étrangère — (ou, inversement, la perte d'influence des acteurs privés ou *extérieurs*) apparaît clairement au graphique 2, qui illustre l'évolution entre 1945 et 2010 de la proportion de titres du Trésor américain négociables extérieurs, augmentée des titres des institutions financières spécialisées d'intérêt public (GSE) telles que Fannie Mae et Freddie Mac. Les titres négociables extérieurs sont essentiellement ceux qui ne sont pas détenus par d'autres gouvernements ou la Réserve fédérale américaine. La combinaison d'achats de titres par la Réserve fédérale et, ce qui est plus important, les achats record de titres du Trésor américain et des GSE par des banques centrales étrangères (notamment la banque centrale chinoise, mais aussi celles d'autres pays émergents d'Asie et d'ailleurs) ont porté en 2010 la part des titres du Trésor négociables extérieurs à près de 50 % du total des titres émis (hors GSE) et à environ 65 % si l'on ajoute les titres des GSE. C'est le pourcentage le plus faible depuis que la politique monétaire américaine a pris une orientation expansionniste pendant l'effondrement du système de Bretton Woods au début des années 70. La période post-Bretton Woods (comme la période actuelle) a été caractérisée par la montée des prix du pétrole, de l'or et des matières premières, des taux d'intérêts réels négatifs, des turbulences monétaires et, pour finir, une hausse de l'inflation.

La situation est comparable au Royaume-Uni. La politique d'assouplissement quantitatif mené par la Banque d'Angleterre depuis la crise (en vertu de laquelle la banque centrale a acheté des titres de dette britanniques ainsi que d'autres actifs finan-

Élimination de la dette

La répression financière peut effacer une part considérable de la dette publique grâce à «l'effet de liquidation», qui a un résultat équivalent à une augmentation des recettes publiques et a été utilisé par les pays émergents et les pays avancés.

Pays	Période	Recettes résultant de l'effet de liquidation en pourcentage	
		du PIB	des recettes fiscales
Afrique du Sud	1945-74	1,2	8,9
Argentine	1944-74	3,2	19,3
Australie	1945-68, 1971, 1978	5,1	20,3
Belgique	1945-74	2,5	18,6
États-Unis	1945-90	3,2	18,9
Inde	1949-80	1,5	27,2
Irlande	1965-90	2,0	10,3
Italie	1945-70	5,3	127,5
Suède	1945-65, 1984-90	0,9	6,5
Royaume-Uni	1945-80	3,6	26,0

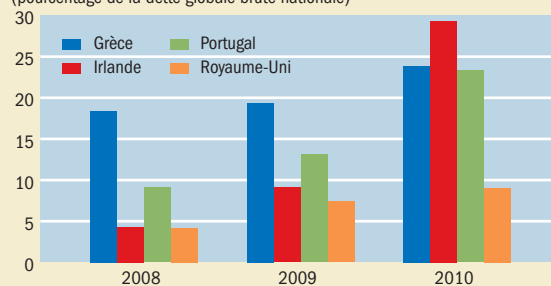
Source: Reinhart et Sbrancia (2011).

Graphique 3

Achat de titres locaux

Sous la pression des autorités, les banques grecques, irlandaises, portugaises et britanniques ont fortement accru leurs avoirs de titres de la dette publique intérieure.

(pourcentage de la dette globale brute nationale)



Sources : Kirkegaard et Reinhart (2011); et FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*.

Note : Les avoirs incluent à la fois des titres et des prêts des administrations publiques. Ne sont pas compris les achats par la Banque centrale européenne d'obligations grecques, irlandaises et portugaises, lesquelles représentaient fin mars 2011 environ 12 % de la dette combinée des administrations publiques des trois pays. Ne sont pas inclus les titres de dette publique détenus par les fonds de pension.

Marchés captifs

Ces dernières années, les gouvernements des pays avancés ont pris de nombreuses mesures pour créer ou accroître la demande de titres de dette publique ou accéder directement à l'épargne privée. Quelques exemples :

France, 2010. *Conversion d'un fonds de réserve pour les retraites en un acquéreur captif de titres de la dette publique.* Le gouvernement a liquidé le fonds de réserve pour les retraites (FFR), conçu pour financer à long terme le système de retraite, et redéployé les 37 milliards d'euros de ce fonds pour payer annuellement 2,1 milliards d'euros à la Caisse d'amortissement de la dette sociale (CADES) de 2011 à 2024. En 2024, tous les actifs restants du FFR seront transférés à la CADES. Cela a entraîné une modification radicale de la répartition des actifs à long terme du fonds au profit d'instruments à plus court terme et, pour toute sa durée de vie, transformé le fonds en un grand acquéreur captif d'obligations publiques.

Irlande, 2010. *Affectation de fonds de la réserve nationale pour les retraites à la recapitalisation des banques.* À la suite de la crise bancaire, le fonds national de réserve pour les retraites de l'Irlande (NPRF) pourrait être amené à contribuer à hauteur de 17,5 milliards d'euros à la recapitalisation des banques irlandaises. Le NPRF a été créé en 2001 pour aider à financer les coûts à long terme de la protection sociale et des retraites de la fonction publique au-delà de 2025. Cependant, une loi de 2010 a obligé le NPRF à investir en titres publics irlandais et habilite le gouvernement à financer les dépenses d'équipement au moyen de ce fonds de 2011 à 2013. Le gouvernement a aussi proposé de financer les initiatives pour l'emploi par un prélèvement de 0,5 % sur les fonds de pension privés.

Japon, 2010. *Annulation de la privatisation de la poste nationale et relèvement des plafonds des dépôts.* Le nouveau gouvernement a annulé le plan de 2007 de privatisation de la poste nationale, qui gère aussi un système d'épargne tellement gigantesque que c'est le premier conglomérat financier du monde, avec plus de 300.000 milliards de yen d'actifs. La nouvelle loi a aussi doublé le montant que les déposants peuvent épargner auprès de la poste

en le portant à 20 millions de yens et relevé de 13 à 25 millions de yens le plafond de l'assurance-vie offerte par la poste. Étant donné que, traditionnellement, la poste japonaise alloue environ 75 % de ses actifs aux obligations publiques japonaises et comme il est probable que les consommateurs préfèrent transférer leurs dépôts à une société où la garantie de l'État est assurée, l'annulation de la privatisation de la poste a accru ses capacités en tant qu'acheteur captif de titres de la dette japonaise.

Portugal, 2010. *Rétrocession du système de retraite de Portugal Télécom, précédemment privatisé, à l'État portugais.* Le gouvernement a ainsi obtenu immédiatement 2,8 milliards d'euros de recettes supplémentaires, soit 1,6 % du PIB. Il a ainsi pu réduire suffisamment son déficit budgétaire de 2010 pour respecter l'objectif de réduction annuelle du déficit imposé par l'Union européenne.

Espagne, 2010. *Plafonnement des taux d'intérêt des dépôts.* Le Ministère des finances a obligé les établissements offrant des taux d'intérêt sur les dépôts jugés supérieurs aux taux du marché à doubler leur contribution au Fonds de garantie des dépôts.

Royaume-Uni, 2009. *Augmentation des avoirs obligatoires en titres publics.* L'Autorité des services financiers a obligé les banques, les banques d'investissement ainsi que les filiales et succursales des établissements étrangers au Royaume-Uni à détenir davantage de titres publics de qualité et à réduire de 20 % leur financement à court terme pendant la seule première année.

2011. *Privatisation de Royal Mail.* Le Trésor britannique devrait recevoir un transfert de 23,5 milliards de livres sterling d'actifs avant la privatisation et 29,5 milliards de passifs.

Depuis 2008, de nombreux pays émergents ont pris une ou plusieurs mesures pour maîtriser l'afflux de capitaux étrangers, notamment : Afrique du Sud, 2010; Brésil, 2008, 2009 et 2010; Corée, 2009, 2010; Hongrie, 2011; Indonésie, 2010; Pérou, 2009, 2010; Philippines, 2010; Pologne, 2011; République tchèque, 2008; Russie, 2010, 2011; Thaïlande, 2010; et Turquie, 2010.

Sources : Kirkegaard et Reinhart (2011); et Magud, Reinhart et Rogoff (2011).

ciers), conjuguée à l'exigence imposée en octobre 2009 que les banques commerciales détiennent une part plus élevée de titres britanniques (valeurs sûres) pour respecter les normes de liquidité plus strictes, a réduit la part des valeurs sûres négociables extérieures à environ 70 % de l'encours total. Si l'on ajoute les avoirs officiels extérieurs (de banques centrales), la part de ces valeurs serait bien plus faible et plus proche de celle du marché des bons du Trésor américain.

Les achats par la Banque centrale européenne de titres de dette de la Grèce, de l'Irlande et du Portugal se sont chiffrés au total à plus de 100 milliards de dollars entre mai 2010 et mars 2011 et représentent environ 12 % de la dette combinée des administrations publiques de ces trois pays en difficulté.

Plus que jamais, les banques centrales sont de gros acquéreurs de titres de dette publics, situation qui pourrait perdurer indéfiniment. La crainte que leur monnaie ne s'apprécie (avec tous les effets délétères que cela aurait sur la compétitivité internationale) pousse les banques centrales de nombreux pays

émergents à acheter massivement des obligations du Trésor américain. Autrement dit, les acteurs hors marché sont de plus en plus présents sur les marchés de la dette publique, ce qui amène à s'interroger sur la qualité de l'information exprimée par le prix des obligations par rapport à leur profil de risque sous-jacent. C'est là une caractéristique commune des systèmes de répression financière.

L'effet de liquidation

Nous avons quantifié l'effacement des montagnes de dette publique qui a eu lieu dans les pays avancés au lendemain de la Seconde Guerre mondiale en mesurant ce qu'on appelle *l'effet de liquidation*, c'est-à-dire la réduction de l'endettement public obtenu par la répression financière (Reinhart et Sbrancia, 2011).

Pour y parvenir, il convient d'abord de reconstruire le profil de la dette publique dans le temps. Cela est nécessaire en raison de la structure compliquée de la dette, qui varie énormément d'un pays à l'autre et au fil du temps. Le coût financier global

de la dette pour l'État est déterminé par les différences de taux des coupons, les échéances et la proportion respective de dette négociable et non négociable, et selon qu'il s'agit de dettes titrisées ou de prêts d'établissements financiers.

La reconstruction du portefeuille de dette doit refléter la structure réelle des échéances ainsi que les parts respectives des dettes négociables et non négociables. Elle suppose aussi de calculer un taux d'intérêt réel (en tenant compte de l'indice des prix à la consommation).

Il y a liquidation pour une année donnée si le taux d'intérêt réel du portefeuille est négatif. C'est là une définition minimaliste. Une définition plus complète inclurait les périodes pendant lesquelles le taux de l'intérêt réel de la dette publique a été inférieur au taux réel du marché.

Cette définition rend compte des économies réalisées par l'État du fait que le taux d'intérêt réel de la dette publique est négatif. Ces économies peuvent être considérées comme équivalentes à des recettes de l'État et, comme les recettes budgétaires ordinaires, peuvent être exprimées en pourcentage du PIB ou des recettes fiscales enregistrées pour mesurer l'effet de liquidation dans les différents pays et au fil du temps. Les économies (ou les recettes) obtenues grâce à l'effet de liquidation sont égales au taux d'intérêt (négatif) réel multiplié par la base d'imposition, en l'occurrence l'encours de la dette publique intérieure.

L'effet de liquidation s'est produit dans au moins un quart des années comprises entre 1945 et 1980 aux États-Unis et bien plus souvent encore dans les autres pays (voir tableau). Les économies réalisées étaient souvent élevées et jamais négligeables.

Pour les États-Unis et le Royaume-Uni, l'effet de liquidation a représenté en moyenne de 3 % à 4 % du PIB par an. De telles réductions annuelles du déficit s'accumulent vite (même sans calcul composé) en une décennie. Pour l'Australie et l'Italie, où les taux d'inflation officiels étaient plus élevés, l'effet de liquidation a été plus prononcé (environ 5 % par an). Ces estimations, qui sont minimalistes, mettent en évidence le rôle important de la répression financière dans la réduction de la dette au cours des décennies qui ont suivi la Seconde Guerre mondiale.

La répression aujourd'hui

S'il est une chose qui existe en abondance aujourd'hui dans les pays avancés, c'est la dette publique, avec toutes les difficultés qu'elle pose aux décideurs pour trouver des acquéreurs. On l'a vu, les achats massifs de titres de dette publique par les banques centrales du monde entier ont maintenu les taux d'intérêts nominaux et réels à un niveau faible. En outre, les normes bancaires internationales les plus récentes (Bâle III) encouragent les banques à détenir des titres de dette publics en accordant à ceux-ci un traitement préférentiel pour satisfaire aux normes de fonds propres.

Il existe d'autres méthodes plus directes de créer ou d'accroître la demande de titres de dette publics (encadré 2). Par exemple, au plus fort de la crise financière, les banques britanniques avaient l'obligation de détenir une forte proportion de valeurs sûres dans leur portefeuille. Les banques grecques, irlandaises et portugaises ont déjà liquidé une part substantielle de leurs avoirs extérieurs pour acheter des titres de dette publics nationaux

(graphique 3). Ainsi, le processus par lequel les titres de dettes sont placés à des taux inférieurs à ceux du marché dans des fonds de pension et d'autres institutions financières intérieures plus captives est déjà engagé dans plusieurs pays européens. L'Espagne a récemment replafonné *de facto* les taux d'intérêt sur les dépôts bancaires. On observe une évolution similaire en Europe de l'Est.

En outre, le recours au contrôle des capitaux par les pays émergents désireux de maîtriser l'afflux de capitaux déstabilisateurs (capitaux fébriles), le risque de surchauffe, les poussées inflationnistes croissantes et les problèmes de compétitivité qui en découlent est beaucoup mieux accepté aujourd'hui par la communauté internationale qu'à n'importe quel autre moment depuis l'effondrement du système de Bretton Woods. D'ailleurs, de nombreux pays émergents ont déjà opté pour cette politique.

L'évaluation des avantages respectifs de ces politiques très diverses dépasse le cadre de cet article mais mériterait certainement une étude plus approfondie.

De quoi demain sera-t-il fait?

La répression financière a contribué à une réduction rapide de l'endettement au lendemain de la Seconde Guerre mondiale. À l'heure actuelle, la dette publique de nombreux pays avancés est à son plus haut niveau depuis lors. Certains gouvernements pourraient avoir à restructurer leur dette. L'emprunt *extérieur* public et privé (qui est une source de financement relativement volatil) n'a jamais été aussi élevé. Il semble probable que, pour un certain temps encore, les décideurs devront se préoccuper de réduire et de gérer l'endettement et de maintenir le service de la dette à un niveau raisonnable. Dans ces conditions, la répression financière, qui a le double objectif de maintenir bas les taux d'intérêt et de créer ou préserver des publics intérieurs captifs, continuera d'avoir le vent en poupe et, selon toute probabilité, le tableau que nous venons de décrire n'est que la partie émergée d'un gigantesque iceberg. ■

Carmen M. Reinhart et Jacob Kirkegaard sont chercheurs attachés au Peterson Institute for International Economics et M. Belen Sbrancia est étudiante de troisième cycle à l'Université du Maryland.

Bibliographie :

Kirkegaard, Jacob E., et Carmen M. Reinhart, 2011, "The Return of Financial Repression in the Aftermath of the Great Recession," *Peterson Institute Working Paper*, à paraître (Washington: Peter G. Peterson Institute for International Economics).

Magud, Nicolas E., Carmen M. Reinhart et Kenneth S. Rogoff, 2011, "Capital Controls: Myth and Reality—A Portfolio Balance Approach," *Peterson Institute Working Paper 11-7* (Washington: Peter G. Peterson Institute for International Economics, February).

Reinhart, Carmen M., et Kenneth S. Rogoff, 2010, "From Financial Crash to Debt Crisis," *NBER Working Paper 15795* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research); à paraître dans *American Economic Review*.

Reinhart, Carmen M., et M. Belen Sbrancia, 2011, "The Liquidation of Government Debt," *NBER Working Paper 16893* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research, March).