

VIII. Conclusion

L'impression générale donnée par l'économie mondiale est qu'elle se trouve à un point critique mais que l'avenir manque de direction. Les récents résultats économiques, supérieurs aux anticipations dans de nombreuses parties du monde, ont naturellement conduit les instituts publics et privés à revoir en hausse leurs prévisions de croissance. Pour beaucoup d'entre eux, les perspectives économiques apparaissent meilleures qu'elles ne l'ont jamais été depuis le début des années 80. Une telle projection comporte, certes, une part de pure extrapolation; néanmoins, les avancées de la technologie et la poursuite de la déréglementation incitent également à envisager une expansion rapide et la persistance d'une faible inflation. En fait, comme de tels changements structurels se propagent de plus en plus à l'échelle du globe, le remarquable succès enregistré par les États-Unis ces dernières années semble appelé à se généraliser. Ainsi, une phase prolongée de forte expansion dans une économie mondiale davantage guidée par le marché n'est absolument pas à exclure.

Cependant, même si cette vision à plus long terme est acceptée, les décideurs doivent néanmoins s'attendre à un parcours heurté. À l'image des épisodes antérieurs de changement structurel et des espoirs qu'ils ont fait naître, la dernière décennie a été caractérisée par une expansion rapide du crédit dans de nombreuses économies et par un goût du risque de plus en plus grand chez les prêteurs. Sur les marchés financiers, la concentration s'est accentuée alors que la liquidité a parfois baissé de manière notable. Ces développements impliquent non seulement que l'économie mondiale est peut-être davantage exposée à des chocs macroéconomiques, mais aussi que la dynamique des marchés face à de tels chocs peut s'avérer moins prévisible que dans un passé plus réglementé. Enfin, il convient également de se demander si, dans le cadre d'un système financier mondialisé, les autorités disposeront de tous les instruments requis, à la fois pour prévenir les problèmes et pour les gérer s'ils apparaissent. Cette tâche n'est jamais facile, car les apports de liquidités, qui peuvent être nécessaires pour aider à gérer une crise, peuvent aussi, en favorisant des comportements imprudents, conduire directement à la suivante.

Au niveau macroéconomique, les principales vulnérabilités sont bien connues, à commencer par l'éventualité d'une poussée d'inflation dans les pays les plus avancés dans le cycle. C'est cependant aux interactions possibles entre ces vulnérabilités qu'il convient peut-être d'accorder davantage d'attention. Dans nombre de pays, les cours des actions paraissent encore élevés par rapport à leurs niveaux historiques, même si l'on fait abstraction de celles de l'«ère nouvelle» dont on pourrait penser qu'elles relèvent de nouveaux critères d'évaluation. La vigueur du dollar EU semble également aller au-delà de ce qui est

compatible avec la stabilisation des ratios d'endettement extérieur à long terme. Comme les flux internationaux de capitaux ont été de plus en plus guidés ces dernières années par les rendements anticipés sur actions, la possibilité d'un ajustement simultané sur les deux marchés peut sembler plus grande que ne l'indiquent les corrélations historiques. Il en résulterait probablement un ralentissement de la demande dû aux effets de richesse, alors même que l'inflation s'accélérait en réponse aux tensions internes et externes. Quant à savoir si ce ralentissement serait utile, en ce sens qu'il compenserait les tensions inflationnistes, cela dépendrait beaucoup, bien entendu, de l'ampleur et du caractère ordonné de l'ajustement des patrimoines. En toute logique, on ne peut exclure ni un atterrissage brutal ni un atterrissage en douceur. Enfin, en présence d'un environnement macroéconomique aussi incertain, on pourrait également attendre des sorties de capitaux des économies émergentes. Celles qui enregistrent actuellement un excédent des paiements courants et d'importantes réserves de change pourraient n'en être guère affectées, mais toutes ne bénéficient pas en ce moment d'une position extérieure aussi confortable.

Il convient également de prêter attention à la dynamique de marché, qui conditionne la réaction du système financier mondial à un resserrement prolongé des taux directeurs. Le plus souvent, les relèvements de ces taux ont été jugés utiles pour soutenir la croissance économique en contenant l'inflation. La croissance a constitué un élément positif pour les cours des actions et les marges de crédit, le faible niveau de l'inflation ayant pu, pour sa part, freiner la hausse des taux obligataires. Pourtant, si subitement les autorités donnaient l'impression d'être «distancées», tout pourrait fort bien s'inverser et produire des effets récessifs. En outre, les mouvements des cours des actions pourraient être amplifiés à l'excès par divers facteurs: recours accru à l'effet de levier ainsi qu'aux emprunts sur nantissement destinés à l'achat de titres, stratégies d'assurance des portefeuilles et rôle grandissant des plus-values dans le secteur de haute technologie comme points de repère en matière de profits. Il s'agit là d'éléments étroitement imbriqués qui peuvent tous avoir des conséquences dommageables. De même, les marchés de taux pourraient réagir de manière atypique, compte tenu de l'évolution des références sur les marchés des États-Unis et d'Europe et de la réticence de plus en plus grande des principaux intervenants à s'engager dans une fonction de teneur de marché.

Comment ces divers développements pourraient, séparément ou ensemble, affecter la solidité de telle ou telle institution financière demeure aussi sans réponse. La poursuite de la déréglementation, l'intensification de la concurrence, l'évolution technologique et la recherche croissante de valeur pour l'actionnaire peuvent avoir contribué à favoriser des comportements et des imbrications, dont on ne saura qu'ils étaient imprudents que lors de l'apparition du prochain retournement. Cela étant, il convient aussi de noter que les marchés financiers se sont montrés récemment des plus volatils sans entraîner de telles répercussions et que des volumes considérables de transactions ont été traités sans le moindre signe de tension.

Que peuvent faire les décideurs pour que l'économie mondiale recueille à terme les bénéfices d'une efficience accrue au niveau de la production et des structures financières? Quelle que soit la réponse, certaines suggestions étant

d'ailleurs proposées ci-après, force est de reconnaître que l'efficience n'est pas tout. L'équité et la façon dont elle est perçue sont aussi des éléments à prendre en considération. Ainsi, les questions concernant la répartition du revenu, l'allègement de la dette et les politiques protectionnistes dans les pays industriels, à l'égard en particulier des importations de produits agricoles et de textile en provenance des marchés émergents, doivent faire l'objet désormais d'une attention plus approfondie. La recherche de l'efficience, surtout dans le développement des systèmes financiers, doit aussi tenir compte de considérations de sécurité et de stabilité. Les coûts économiques que peuvent entraîner des crises financières sporadiques doivent toujours être évalués en regard des avantages que procure la libéralisation des marchés des capitaux. Si des mesures appropriées ne permettent pas de trouver un bon équilibre entre ces objectifs concurrents, un abandon brutal et regrettable d'une approche fondée sur le marché, au profit de solutions moins souhaitables, ne saurait être exclu.

Déséquilibres et stabilité des prix

L'incertitude entourant l'avenir économique rend inévitablement plus complexe la formulation de la politique monétaire. Les connaissances sont limitées à la fois sur la structure de l'économie et sur les délais avec lesquels la politique monétaire agit sur les objectifs fondamentaux. Les données font fréquemment l'objet de révisions, de même que les sentiments qui président souvent aux décisions en matière de dépenses. Si la théorie suggère que les autorités doivent avoir comme souci constant de faire de leur mieux, puis de réviser systématiquement leur jugement en fonction d'informations nouvelles, cette stratégie a également ses insuffisances. En particulier, si l'incertitude est générale, elle peut engendrer des délais de réaction excessifs, ce qui accroît le risque d'interventions ultérieures plus marquées aux effets déstabilisateurs. En fait, de tels retards pourraient même amener à douter de la détermination des autorités à l'égard de leurs objectifs déclarés. En outre, une stratégie fondée uniquement sur des anticipations moyennes pourrait conduire à un manque de préparation dans le cas de résultats extrêmes. Dans les circonstances actuelles, caractérisées par l'existence de nombreux déséquilibres, une telle carence apparaîtrait lourde de conséquences.

Tout le monde ou presque reconnaît que la demande intérieure aux États-Unis progresse à un rythme insoutenable et potentiellement inflationniste et que c'est également le cas, à un degré moindre cependant, dans certains autres pays anglophones. Considérant le débat actuel en faveur d'une orientation budgétaire en sens inverse aux États-Unis, on ne peut que se féliciter de la récente tendance à un resserrement monétaire, même si les prix de quelques actifs apparaissent très exposés. Si la politique monétaire venait à faire machine arrière aux premiers signes d'une baisse des cours des actions, le risque d'aléa moral serait grand. En tout état de cause, si nous sommes vraiment entrés dans une «ère nouvelle», l'éventualité d'une réaction marquée et prolongée sur les marchés des actions devrait être très faible. Si nous ne le sommes pas, alors on peut penser que plus tôt la bulle se dégonflera, mieux cela vaudra.

Cela ne veut pas dire pour autant qu'une réaction notable du marché des actions, ou des marchés financiers d'une manière plus générale, ne devrait pas

amener les autorités à agir de façon mesurée. Un mouvement désinflationniste peut aller à la fois trop loin et trop vite. Ce danger n'est pas négligeable aux États-Unis ni dans plusieurs autres pays avancés dans le cycle. Après une période de taux d'épargne faibles et d'investissements considérables dans le logement et les biens durables, il serait très facile de différer maintenant les dépenses envisagées. Mais s'il devient évident que certains investissements ne procureront jamais le rendement escompté, il faudra que les investisseurs mal avisés en paient le prix sans délai, afin de réduire les capacités et de restaurer rapidement la rentabilité à long terme. C'est peut-être là le principal enseignement de l'expérience de la dernière décennie au Japon.

Un autre domaine fait plus ou moins l'unanimité: le rythme d'expansion trop faible de la dépense privée au Japon. La question à résoudre est la suivante: comment faire pour qu'elle s'accélère? L'intention des autorités japonaises d'utiliser la politique budgétaire de manière anticyclique est louable, mais cela aurait pu être fait de façon plus efficace. Le recours d'abord timide à cette solution, ponctué de menaces de retours en arrière parfois mises à exécution, a ébranlé la confiance du secteur privé dans une reprise proche et durable de l'activité. En outre, plus les dépenses augmentaient, plus leur efficacité diminuait, donnant aux contribuables l'impression de dettes accrues pour des résultats insuffisants. Si l'alourdissement de la dette publique au Japon ne peut que limiter les possibilités futures de stimulation budgétaire, un rééquilibrage des dépenses pourrait cependant s'avérer des plus bénéfiques. En réduisant le surinvestissement dans le secteur public (trois fois la moyenne du G10) et en intensifiant les dépenses en faveur d'un régime de prévoyance sociale encore insuffisant, il pourrait être possible de maintenir la confiance nécessaire. De telles mesures pourraient également accroître la mobilité de la main-d'œuvre à un moment où cela serait hautement souhaitable. Alors que d'anciennes industries souffrent toujours de surinvestissement, l'expansion dans d'autres domaines doit être encouragée par la déréglementation et une action d'accompagnement des pouvoirs publics.

Quant à savoir s'il y a encore place pour une politique monétaire expansionniste, à présent que les taux nominaux à court terme ont atteint effectivement le niveau zéro, la question reste un sujet de controverses tant au Japon qu'ailleurs. Il existe deux courants de pensée à cet égard. Le premier suggère que la Banque du Japon ait recours à des procédures «exceptionnelles» pour augmenter directement les prix des actifs et renforcer considérablement les liquidités dans le système bancaire, sous forme, par exemple, d'interventions en yens non stérilisées et d'achats massifs d'obligations d'État. L'institut d'émission s'est montré fortement opposé à de telles initiatives, qui lui paraissent d'une efficacité tout au plus limitée et pourraient même gêner un relèvement des taux, nécessaire en cas de reprise. Son opposition se fonde également sur des craintes légitimes concernant l'indépendance à long terme de la banque centrale. Le second courant de pensée considère les avantages que procurerait l'adoption d'un nouveau régime monétaire à objectif d'inflation ou de niveau des prix. Le raisonnement qui le sous-tend est le suivant: bien que les taux d'intérêt nominaux soient limités au seuil zéro, des taux réels négatifs sont néanmoins possibles si l'on parvient, d'une façon ou d'une autre, à susciter des anticipations d'augmentation

des prix. Les partisans d'un nouveau régime monétaire estiment que les anticipations d'inflation s'orienteraient alors à la hausse, l'objectif de niveau des prix attirant d'autant plus l'attention que la baisse antérieure aura été longue. Les adversaires de cette conception, dont la Banque du Japon, soutiennent qu'une modification spontanée des anticipations ne se produirait tout simplement pas, faute de moyens crédibles pour agir sur la stagnation économique sous-jacente.

Un dernier point qui devrait pratiquement faire l'unanimité est que, à défaut d'autres problèmes immédiats, les réformes structurelles constituent le défi majeur pour l'Europe continentale. En effet, on ne peut constater ni même entrevoir de gros déséquilibres macroéconomiques comme ceux auxquels les États-Unis et le Japon sont de plus en plus confrontés. Pour l'ensemble de la région, les soldes des paiements courants ne sont pas un problème. Les actions, dont les cours se sont littéralement envolés dans de nombreux pays, ne représentent encore qu'une proportion modeste (bien que croissante) du patrimoine des ménages. En outre, si la faiblesse persistante de l'euro est certes de nature à faire naître des tensions inflationnistes, une politique monétaire vigilante devrait suffire à dissiper l'essentiel des inquiétudes. Une orientation budgétaire restrictive pourrait être également recommandée, en particulier dans les économies européennes de moindre dimension qui se trouvent au maximum de leurs capacités, mais, dans la plupart des cas, elles appliquent déjà depuis quelque temps une politique de rigueur. À l'évidence, toutes ces prescriptions macroéconomiques visant à tenir un cap présupposent que l'expansion actuelle en Europe ne soit pas remise en cause par des bouleversements ailleurs.

L'enthousiasme pour des réformes structurelles en Europe a été manifestement conforté par l'entrée en vigueur de l'euro, présentant un mélange d'incitations et de menaces. La monnaie unique pourrait engendrer des gains d'efficacité considérables sur les marchés des produits, pour autant que d'autres réformes le permettent. À l'inverse, l'incapacité de mettre en œuvre des réformes sur le marché du travail, en vue de réagir plus rapidement aux signaux du marché, pourrait conduire à une augmentation du chômage, compte tenu des chocs asymétriques dans une zone à monnaie unique. Des efforts importants ont déjà été accomplis, comme l'atteste le récent recul du chômage dans l'UE, d'une ampleur inhabituelle à un stade précoce de reprise, mais les enseignements fournis par les États-Unis et par les «meilleurs exemples» en Europe montrent que des progrès sont encore possibles. Les chefs de gouvernement, réunis dernièrement à Lisbonne, se sont engagés à mettre activement en œuvre des réformes structurelles mais, comme toujours, le plus difficile sera de concrétiser cet engagement au niveau national.

L'évolution des principaux cours de change a généralement contribué à la stabilisation conjoncturelle ces dernières années. Récemment, toutefois, la vigueur du yen et la faiblesse persistante de l'euro ont été moins en ligne avec les objectifs internes, ce qui a conduit à s'interroger sur les mesures à prendre à cet égard, en dehors d'une action sur les taux directeurs. Pour l'instant, il semble qu'il n'y ait pas grand chose à faire, mais les circonstances pourraient fort bien changer. L'inconvénient d'interventions unilatérales des autorités japonaises vient de ce que leur fonction de signal a une crédibilité limitée puisqu'on ne peut

abaisser des taux qui se trouvent déjà à zéro (même si des mesures «non conventionnelles» restent possibles). Des interventions bilatérales à participation européenne ont également été écartées jusqu'à présent, bien qu'elles puissent être utiles à première vue dans des conditions de marché favorables. Cette attitude pourrait être due au fait qu'en Europe les interventions risquent alors d'être interprétées comme un affaiblissement de l'engagement de la nouvelle banque centrale à l'égard de la stabilité des prix intérieurs. Quant à des interventions multilatérales, associant aussi les États-Unis, elles pourraient être perçues comme les prémices d'un système mondial de change contrôlé, qui ne paraît guère susciter d'enthousiasme actuellement auprès des autorités.

Au-delà de ces considérations, la difficulté la plus sérieuse pourrait venir d'un retournement brutal du dollar. Son incidence désinflationniste serait évidemment malvenue au Japon, mais beaucoup moins en Europe, où le risque d'inflation s'accroît. Même là, toutefois, des problèmes pourraient se poser si l'euro venait à connaître une reprise trop marquée et trop rapide. Étant donné que sa dépréciation récente était largement inattendue et que la dynamique pourrait s'inverser, cette possibilité ne doit pas être exclue. Bien entendu, si l'euro devait se redresser fortement par suite d'un regain d'optimisme au sujet des réformes structurelles en Europe, doublé d'un accroissement des dépenses de consommation et d'investissement, les dangers menaçant l'expansion actuelle s'en trouveraient sensiblement atténués. Il semble que ce soit là une bonne raison supplémentaire de poursuivre dans la voie des réformes.

Les questions de cours de change apparaissent encore plus pressantes pour les marchés émergents, qui sont relativement plus ouverts et davantage sujets à des renversements des mouvements de capitaux en fonction du sentiment des investisseurs. Pour l'instant, les perspectives d'amélioration des résultats économiques en Asie, en Amérique latine et en Europe orientale ont encouragé les entrées de capitaux, sous forme d'investissements directs en particulier. Le risque n'en demeure pas moins que des chocs d'origine externe ou des défaillances des politiques internes n'inversent soudainement le cours de ces flux. Les déficits des paiements courants et les problèmes budgétaires structurels constituent des sujets d'inquiétude en Amérique latine, tandis qu'en Asie la forte dépendance à l'égard du secteur de la technologie et la lenteur des progrès dans la restructuration des entreprises et des banques peuvent comporter des dangers. Même si la plupart des marchés émergents sont en principe dotés d'un régime de change flottant, il est tout aussi vrai que nombre d'entre eux, tout spécialement en Asie, ont procédé à des interventions massives pour enrayer la perte de compétitivité résultant de l'appréciation de leur monnaie. Une telle politique, présentée comme compatible avec la nécessité de constituer des réserves, est préférable au contrôle des capitaux, solution qui, contre toute attente, n'a guère suscité d'intérêt à ce jour. Elle pourrait néanmoins conduire à une création de crédit excessive et, par là même, à une perte de compétitivité. Plus insidieux peut-être est le danger que les emprunteurs ne retombent dans une logique de cours de change fixe et ne soient de nouveau incités à s'endetter en devises à moindre coût. Si cette éventualité peut paraître improbable à la lumière des crises récentes, on est cependant surpris de constater que les expériences, même les plus douloureuses, sont bien vite oubliées.

Certaines économies émergentes ont manifesté plus clairement leur préférence pour un changement de politique. L'an dernier, par exemple, l'Afrique du Sud, le Brésil, la Pologne et la République tchèque ont tous annoncé l'adoption d'un objectif d'inflation, rejoignant ainsi les pays industriels qui assignent à leur politique une cible d'inflation préalablement annoncée dans le cadre d'un régime de change flottant. Quels que soient les aspects positifs d'un tel cadre opérationnel dans les pays industriels, le poids respectif des avantages et des inconvénients peut se révéler quelque peu différent ailleurs.

Parmi les avantages d'une telle politique pour les marchés émergents, on peut citer sa meilleure transparence. Il se peut, par exemple, que les décideurs soient moins l'objet de critiques les accusant d'obéir à des intérêts personnels lorsqu'ils fixent les taux d'intérêt et les cours de change. Un autre avantage résiderait dans la possibilité d'ancrer les anticipations d'inflation dans des pays qui, comme c'est le cas pour une grande partie de l'Amérique latine, présentent des antécédents particulièrement médiocres dans ce domaine. Toutefois, le ciblage de l'inflation comporte également pour les économies émergentes un certain nombre d'inconvénients: outils de prévision insuffisants (notamment pour l'inflation), données peu fiables et changements structurels. En outre, beaucoup de marchés émergents, en Asie tout récemment, se sont montrés vulnérables aux bulles spéculatives, difficiles à gérer en régime d'objectif d'inflation. Enfin, les produits alimentaires et les importations entrant pour une large part dans la consommation courante, et la déréglementation des prix ayant souvent un effet variable et diffus, un profond décalage peut apparaître entre l'indice général et la référence que la banque centrale estime pouvoir vraiment contrôler.

En somme, le choix auquel se trouvent confrontés les marchés émergents est une forme extrême du compromis recherché par les pays industriels qui poursuivent un objectif d'inflation. S'ils se fixent des objectifs trop ambitieux, et ne les atteignent pas, ils perdent leur crédibilité. À l'inverse, s'ils s'assignent un but plus réaliste, ils peuvent être taxés de manque d'ambition et leur politique ne bénéficie au départ d'aucune crédibilité. Il en va ainsi pour tous les choix: ce qui est bien pour les uns ne convient pas nécessairement aux autres. Chaque pays doit tenir compte de sa situation et de son histoire pour adopter la solution la meilleure. Quant à la nécessité de suivre des politiques budgétaires saines, elle ne fait aucun doute. L'expérience nous enseigne que, faute d'un tel soutien, toute orientation visant à maîtriser l'inflation est vouée à l'échec.

Changement structurel et prévention de l'instabilité financière dans le monde

Durant les années 30, les faillites financières avaient sérieusement amplifié le ralentissement économique dans de nombreux pays industriels et entraîné un durcissement marqué de la réglementation régissant l'activité financière. La période de l'après-guerre a été le théâtre d'une libéralisation progressive, à mesure que les difficultés antérieures s'estompaient dans les mémoires et que les avantages potentiels liés à des marchés plus libres apparaissaient évidents. Toutefois, la répétition de crises financières au cours des trois dernières décennies, tant dans les pays industriels que dans les économies émergentes, a

de nouveau focalisé l'attention sur trois questions. Comment éviter les crises? Comment mieux les gérer? Comment les résoudre, notamment par une réduction de l'endettement? Pour chacune de ces questions, les progrès ont été substantiels mais restent minimes par rapport à l'ampleur de la tâche à accomplir. Sur certains aspects, aucun consensus international n'a encore été trouvé autour de politiques raisonnables. De plus, dans presque tous les cas, les difficultés pratiques liées à la mise en application des propositions convenues demeurent considérables.

Les mesures visant à prévenir les crises financières prennent de plus en plus en compte les interactions, aux effets insidieux, entre insuffisances microéconomiques et phénomènes macroéconomiques. Ces problèmes peuvent se manifester de trois façons: extrême volatilité à court terme des prix sur certains marchés, distorsions des prix à moyen terme, engendrant parfois des bulles spéculatives et des flux de capitaux excessifs, et contagion entre marchés et entre pays sans rapport avec les données fondamentales. La prévention doit alors se concentrer sur chacun des trois piliers qui soutiennent les systèmes financiers nationaux et internationaux: solidité des institutions financières, bon fonctionnement des marchés et fiabilité des infrastructures, telles que procédures juridiques et judiciaires, systèmes de paiement et de règlement ainsi que normes comptables. Pour chacun de ces piliers, trois autres éléments, de nature incitative cette fois, peuvent contribuer à favoriser des comportements prudents. Au départ figure obligatoirement la gouvernance interne, fondée essentiellement sur l'intérêt de l'établissement et la préservation du capital privé. À cela s'ajoutent un contrôle et une surveillance adéquats. Enfin, malgré les limites qu'elle comporte parfois, la discipline de marché doit avoir un rôle de plus en plus marquant à jouer dans un monde davantage soumis à la loi du marché. Avec trois problèmes, trois piliers et trois thérapies correspondantes, rien d'étonnant qu'il reste tant à faire.

Œuvrer pour des institutions financières saines, en particulier les banques, est un préalable essentiel à la stabilité financière. Les crises, que ce soit dans les économies émergentes ou dans les pays industriels, sont encore dues le plus souvent à des institutions financières qui prennent des positions excessives quand les temps paraissent propices, puis se désengagent brutalement. La gouvernance gagnerait d'abord à ce que les établissements s'attachent davantage aux taux de rendement ajustés en fonction des risques, lorsqu'il s'agit en particulier de la rémunération des opérateurs et responsables du crédit. Sans cet ajustement capital, la recherche constante de valeur pour l'actionnaire pourrait devenir une stratégie fort dangereuse. Il conviendrait également d'examiner plus attentivement la manière dont les filets de sécurité officiels peuvent encourager des comportements imprudents, surtout par la confiance accordée à des organismes censés bénéficier d'une garantie de l'État. La formidable expansion qu'ils ont connue récemment aux États-Unis renforce les préoccupations que suscite depuis longtemps une implication semblable de l'État dans l'activité bancaire tant au Japon qu'en Europe continentale.

Les propositions avancées par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire pour améliorer l'accord de 1988 sur les fonds propres, qui sera amendé pour tenir compte du processus de consultation clos récemment, relieront plus étroitement les exigences minimales de fonds propres, pour les banques utilisant

des systèmes de notation élaborés, à leurs évaluations internes du risque de crédit. Une telle relation est clairement souhaitable, à condition, bien entendu, que ces évaluations ne soient pas faussées d'une manière ou d'une autre. Les établissements autorisés à recourir à cette méthodologie seront donc soumis à des normes et lignes directrices, en vue de garantir l'intégrité du processus et des résultats de leur système de notation. L'approche standardisée proposée aux banques peu familiarisées avec ces techniques laisse peut-être espérer moins d'avantages mais peut aussi comporter moins de risques. À l'évidence, il importe qu'elle soit bien conçue, vu qu'elle s'appliquera probablement à la grande majorité des établissements des marchés émergents.

Le nouvel accord proposé reconnaît également que les autorités de contrôle ont un rôle important à jouer pour garantir une évaluation adéquate des besoins de fonds propres et faire en sorte que les exigences soient cohérentes et comparables d'un établissement à l'autre. Sur ce dernier point, il pourrait être possible d'accorder plus de place qu'actuellement à des règles simples de préprovisionnement. Le Comité de Bâle a souligné que la discipline de marché pourrait, en outre, inciter les institutions financières à suivre des comportements prudents. Si les marges de crédit et les cours des actions assurent traditionnellement cette fonction, on pourrait envisager d'y associer la dette subordonnée. Une condition nécessaire, mais non suffisante, de l'application de la discipline de marché est que les intervenants disposent de suffisamment d'informations fiables pour étayer leurs jugements. Veiller à la communication de telles informations, assorties d'explications claires des principes comptables sur lesquels elles se fondent, devrait rester au premier rang des priorités.

De toute évidence, l'une des difficultés que pose la discipline de marché, c'est qu'elle pourrait être sujette, comme les notations internes, à des vagues d'optimisme et de pessimisme. Étant donné que de tels phénomènes peuvent avoir des répercussions systémiques, le secteur public devrait accorder une attention beaucoup plus soutenue à l'évolution de la situation ainsi qu'à l'élaboration de procédures d'analyse permettant d'évaluer le risque systémique. D'ailleurs, l'utilisation de techniques de simulation de crise pour compléter ces prévisions ne peut qu'être riche d'enseignements. Il conviendrait de déterminer si ce genre d'analyse doit être conduit principalement par les autorités de contrôle ou par d'autres instances (habituellement les banques centrales) chargées de la responsabilité globale de la stabilité systémique, ou bien conjointement, pour garantir que cette fonction importante ne soit pas tout simplement oubliée. La participation des banques centrales à cette tâche peut se justifier par la complémentarité entre leur approche «descendante» et l'approche «ascendante» plus communément suivie par la communauté prudentielle. Un fait simple mais significatif mérite d'être souligné à cet égard: de nombreuses recommandations en faveur de comportements prudents peuvent avoir des conséquences indésirables si beaucoup d'établissements modifient simultanément leur attitude dans le même sens. La théorie macroéconomique fournit des exemples de tels sophismes de composition.

Si la solidité des institutions demeure une composante capitale de la stabilité financière, en particulier dans les économies émergentes, les événements de l'automne 1998 ont aussi souligné l'importance croissante qui s'attache à un bon

fonctionnement des marchés financiers. Il faut, en effet, que ces derniers puissent prendre le relais du crédit bancaire lorsqu'il se tarit et vice-versa. Cet argument explique en grande partie l'intérêt récent de nombreuses économies émergentes à se doter de marchés liquides d'obligations d'État. À terme, de tels titres pourraient servir de références aux émissions du secteur privé. Dans plusieurs pays industriels, les pouvoirs publics sont aussi confrontés à des problèmes de fonctionnement des marchés, étant donné que les excédents croissants du secteur public réduisent l'encours des obligations disponibles, ce qui, en période de tensions, peut rendre la gestion des risques encore plus difficile.

Même s'il est dans l'intérêt général de disposer de marchés financiers plus accomplis, il convient de reconnaître que ces marchés ne fonctionnent pas toujours de manière aussi efficiente qu'on le souhaiterait. L'une des solutions, compte tenu de l'intérêt des divers intervenants, passe par une plus grande transparence. Si ceux-ci étaient mieux informés sur la situation financière et l'exposition de leurs contreparties, ils seraient sans doute moins enclins à se désengager en présence d'incertitudes. Dans le même ordre d'idées, si les prêteurs connaissaient de façon plus précise le profil d'endettement des emprunteurs souverains, ils seraient peut-être moins sujets à des craintes brutales les poussant à se désengager. Diverses initiatives sont en cours pour améliorer la transparence sur ces deux aspects (chapitre Activités de la Banque) et il conviendrait de poursuivre résolument dans ce sens.

En ce qui concerne la contribution des autorités de surveillance à un fonctionnement plus efficace des marchés, il convient de noter que l'atomicité de ces derniers tend à diminuer, ce qui les expose davantage à des comportements grégaires, surtout en période de tensions. Plusieurs éléments expliquent probablement cette évolution: concentration accrue des acteurs; recours à des dispositifs communs de gestion des risques et de réglementation; ciblage plus fréquent de références indiciaires et autres; exploitation des mêmes informations en temps réel. Il est moins évident, cependant, de voir ce que les autorités pourraient faire à l'égard de ces tendances structurelles. Enfin, se pose la question la plus fondamentale d'entre toutes: pourquoi les marchés sont-ils portés à surréagir et ne parviennent-ils pas, en fait, à se discipliner? Dans un monde idéal, ceux qui poussent les prix à s'écarter de leurs niveaux d'«équilibre» sont vite perdants dès qu'ils retrouvent leur valeur moyenne. Or, dans la réalité, ce n'est souvent pas le cas. Comme de tels phénomènes ont toujours existé, il est possible que des dysfonctionnements de cette nature soient simplement l'un des coûts à payer pour récolter les fruits d'un système économique fondé sur le marché.

Le troisième pilier du bon fonctionnement d'un système financier est constitué par son infrastructure, notamment les systèmes de paiement et de règlement, les cadres juridique et judiciaire et les normes comptables. Dans le domaine des systèmes de paiement, des efforts importants ont été accomplis depuis la fin des années 80. L'an passé, le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement, établi à Bâle, a publié, aux fins de consultation, un document intitulé *Principes fondamentaux pour les systèmes de paiement d'importance systémique*. Il s'agit surtout, à présent, d'affiner ces principes à la lumière des commentaires reçus et de veiller à ce qu'ils soient appliqués avec succès sur tous

les grands marchés financiers. Étant donné que, pour les seuls pays industriels, ces systèmes traitent actuellement quelque \$6 000 milliards de transactions par jour, il faut absolument que leur fonctionnement soit parfait. S'agissant de l'infrastructure juridique, son rôle capital est apparu pleinement dans les implications pratiques d'un droit de propriété inadéquat en Russie et dans d'autres économies en transition. La crise survenue dans l'Est asiatique a également révélé certaines lacunes juridiques, qui n'ont été qu'en partie corrigées. En outre, dans de nombreux pays, les lois existantes doivent être appliquées de manière plus rapide et beaucoup moins arbitraire qu'actuellement. Enfin, des progrès significatifs ont été enregistrés pour s'accorder sur un ensemble de normes comptables à l'échelle mondiale. Cette tâche essentielle doit être poursuivie, achevée et suivie d'effets.

Gestion et résolution des crises financières

Même s'il est possible d'atténuer les effets des crises financières par une action préventive, celles-ci ne disparaîtront jamais complètement. La meilleure façon de gérer une crise, en vue d'en limiter les coûts macroéconomiques et sociaux, dépend beaucoup de son incidence sur le fonctionnement des marchés. Quoi qu'il en soit, presque toutes les crises financières présentent deux caractéristiques communes: elles provoquent une perte de confiance brutale; elles obligent à évaluer rapidement les besoins de liquidités au sein du système et à trouver comment les satisfaire au mieux. Par contre, leur résolution est une tâche de longue haleine, qui exige souvent une réduction partielle de l'endettement. La gestion et la résolution des crises peuvent revêtir une dimension nationale et internationale et requièrent normalement la contribution des créanciers du secteur privé ainsi que des pouvoirs publics. Toutefois, pour éviter tout aléa moral, les États ne devraient être sollicités qu'en dernier ressort, en présence de signes évidents de défaillances des marchés ou d'externalités.

Il ne faudrait pas non plus supposer automatiquement que de telles défaillances sont dans l'ordre des choses. Les marchés financiers privés, de plus en plus étroitement imbriqués, sont tout aussi capables de désamorcer les crises que de les propager. Ainsi, à l'automne 1998, de nombreux emprunteurs ont eu des difficultés à se procurer des fonds auprès des marchés des titres à court terme et des dérivés; cependant, les marchés interbancaires ont alors enregistré une expansion considérable et joué un rôle capital en redistribuant le crédit à ceux qui en avaient besoin. Les opérateurs privés, en particulier les gros intervenants dont le comportement peut affecter l'ensemble du système, ont tendance à intégrer ces externalités (d'ailleurs, comme cela s'est passé avec LTCM, ils pourraient être encouragés à le faire), ce qui devrait les amener à des comportements plus stabilisateurs. Cela ne veut pas dire, bien entendu, qu'une participation explicite du secteur public ne sera jamais nécessaire, mais ce dernier doit se réserver le droit d'en juger. Cette faculté doit s'appliquer non seulement aux concours d'urgence aux banques mais aussi, et surtout, à d'éventuels soutiens à un marché confronté brutalement à des problèmes de liquidité pour une raison imprévue.

La nature de la contribution du secteur public doit également être fonction de deux aspects des marchés financiers modernes: leur dimension internationale

et la vitesse de propagation des changements. Sur ce dernier point, il sera particulièrement important à l'avenir que les diverses parties concernées disposent de lignes de communication ouvertes et de procédures agréées pour les utiliser. À leur niveau tout au moins, les organismes publics devraient aussi définir clairement leurs domaines de responsabilité respectifs. Cette exigence de clarté, certes nécessaire sur le plan national, y compris au sein de la zone euro, peut s'appliquer à l'échelle internationale. Des institutions financières opérant dans un pays donné peuvent fort bien avoir des racines ailleurs, de sorte que la responsabilité du contrôle incombe alors à l'autorité du pays d'«origine». En outre, il n'est pas exclu que les besoins de liquidités portent sur une monnaie étrangère, ce qui confère au problème une dimension supplémentaire. En pareil cas, même si la banque centrale est disposée à accroître la liquidité pour l'ensemble du système, et à réduire ainsi les taux d'intérêt, cela ne sera pas d'un grand secours. En fait, une telle politique peut aisément aller à l'encontre du but recherché si elle entraîne une dépréciation de la monnaie locale et, partant, une augmentation du service de la dette.

Ces dernières années, un large débat a eu lieu sur les moyens de fournir des liquidités internationales aux marchés émergents souffrant de tels problèmes. Il n'est pas certain, pourtant, que beaucoup de progrès concrets aient été accomplis sur les deux aspects essentiels. L'un d'eux concerne la manière d'inciter le secteur privé à accorder les ressources nécessaires, sous forme à la fois d'un report d'échéance et d'un octroi d'argent frais, pour aider par exemple à financer un déficit des paiements courants. Ce report peut passer par une suspension de paiements, qui présente l'avantage de mettre tous les créanciers sur un pied d'égalité mais n'est guère de nature à encourager de nouveaux crédits. Une autre possibilité réside dans la persuasion, méthode utilisée récemment dans le cas de la Corée, mais ce genre de pressions finit par ressembler à de la coercition. Un problème de plus en plus présent, en outre, concerne la coordination de tels financements. Étant donné que les emprunteurs des marchés émergents et les prêteurs des pays développés constituent des groupes toujours plus hétérogènes, il devient de plus en plus difficile de savoir si une entité, et laquelle, a autorité pour prendre un engagement et en assurer le respect. C'est pourquoi, plus on parviendra à persuader les émetteurs d'obligations d'inclure des clauses de procédure collective, plus on augmentera les chances de rééchelonnements ordonnés.

Le second point concerne les modalités appropriées de la participation du secteur officiel. Il importe à cet égard de trouver un équilibre entre la fourniture de liquidité par le FMI et l'aléa moral qui en découle. Pour certains, l'accès au FMI devrait normalement porter sur des montants beaucoup plus modestes que ceux qui ont été récemment accordés, et ce dans le cadre d'un nombre plus restreint de facilités. Selon cette approche, fondée essentiellement sur l'application de règles préétablies, seul un accès limité aux ressources publiques est compatible avec la notion de partage des charges, et les modalités de cet accès devraient être connues de tous à l'avance. Les partisans de cette approche ne nieront pas que des cas peuvent se présenter, probablement de portée systémique, pour lesquels le secteur officiel pourrait juger approprié de consentir des prêts beaucoup plus importants. Il faudrait toutefois que, dans de telles situations, le processus

d'approbation soit à la fois plus formel et plus restrictif. Le principal argument que l'on peut opposer à cette thèse est que toutes les crises sont différentes et que les moyens d'y faire face doivent être trouvés très rapidement. Cela plaiderait donc plutôt en faveur d'un plus grand pouvoir d'appréciation pour le FMI. Si les points de vue divergent sur ces questions, il semble qu'on reconnaisse de plus en plus que le financement officiel devrait être lié plus étroitement aux efforts de prévention des crises et qu'il convient de décourager les demandes répétées d'emprunts à long terme auprès du FMI.

La possibilité de résoudre les crises par un processus explicite de réduction de dette suscite autant de controverses. Deux catégories de problèmes retiennent actuellement l'attention: la restructuration bancaire dans beaucoup d'économies émergentes et la réduction de la dette d'un nombre encore plus grand de pays très pauvres et lourdement endettés. Dans les deux cas, deux principes devraient s'appliquer. Premièrement, si la question fondamentale est de savoir qui doit assumer les pertes déjà enregistrées, ce devrait être ceux qui ont une part de responsabilité à cet égard. Les contribuables ne devraient pas supporter des pertes imputables à d'autres, à moins que leur gouvernement ne soit également créancier. Bien entendu, les États et les institutions financières internationales sont les principaux bailleurs de fonds aux pays les plus pauvres et ont donc une responsabilité particulière dans l'allègement du fardeau de leur dette. Deuxièmement, les mesures de résolution des crises doivent s'accompagner d'efforts visant à en empêcher la récurrence. Il ne suffit donc pas que les banques soient restructurées, il faut aussi les rendre efficaces et rentables. Dans le cas de la réduction de la dette souveraine, il est capital de prendre des dispositions pour garantir une bonne gouvernance et promouvoir l'investissement dans les systèmes de santé et d'éducation. Il est possible que, parfois, réduire la dette soit une condition nécessaire à la résolution d'une crise, mais cela n'est certainement pas suffisant pour assurer la prospérité future.

Les enseignements tirés des expériences antérieures sont suffisamment nombreux pour que l'on puisse risquer d'autres suggestions au sujet de la restructuration bancaire. Parmi celles-ci, la plus importante peut-être est qu'il faudrait toujours tenter d'abord les solutions du secteur privé. Même des banques techniquement insolvables peuvent présenter des valeurs intrinsèques intéressantes pour les repreneurs et, parfois, des injections de capitaux, même modestes, peuvent faire une grosse différence. Cependant, les fusions et acquisitions doivent être justifiées par des considérations financières, la taille en soi n'étant pas une garantie de survie. En outre, les banques étrangères devraient être associées à ce processus, car elles apportent leur compétence et leur technologie en même temps que des ressources. De surcroît, un consensus semble se dessiner sur l'idée que l'action du secteur public devrait être déclenchée en fonction de critères clairs pour éviter toute dérive et être guidée par certains principes. L'État devrait intervenir de manière opportune, en offrant une solution globale, non politique, transparente et, surtout, définitive.

Qu'il s'agisse de promouvoir la stabilité financière ou de gérer et résoudre les crises, la formulation de recommandations et l'établissement de normes de bonnes pratiques représentent la tâche la plus facile. L'application de politiques saines est beaucoup plus délicate, en raison de nombreux obstacles: forces

d'inertie; intérêts d'ordre politique ou oligopolistique; carences fréquentes dans les lois et l'exécution des jugements; formation (parfois aussi rémunération) insuffisante des fonctionnaires. Ces influences se font sentir dans tous les pays, mais surtout dans les économies émergentes. Face à ces obstacles, il importe de mettre en place des incitations poussant dans la bonne direction: discipline de marché, surveillance, soutien extérieur technique et financier et, par-dessus tout, prise de conscience que chacun y trouvera son compte. Les avantages procurés par un secteur financier efficient mais sûr valent très largement la somme des efforts qu'il faut peut-être s'imposer pour les obtenir.

