

I. Introduction : l'heure est-elle au rééquilibrage ?

Une longue période de déception et de perplexité a suivi le ralentissement économique qui s'est amorcé début 2001, les efforts exceptionnels de stimulation monétaire et budgétaire ne parvenant pas réellement à raviver la croissance mondiale. Les banquiers centraux étaient surtout préoccupés par le fait que l'aversion accrue des marchés et établissements financiers pour le risque paraissait bloquer certains grands canaux de transmission de l'impulsion monétaire. Par la suite, ces nuages se sont dissipés, grâce à un regain d'optimisme des marchés financiers, qui continuaient à bénéficier de politiques macroéconomiques très accommodantes. Ainsi, les taux directeurs dans les principales économies industrialisées (Japon, États-Unis et zone euro) ont retrouvé des niveaux avoisinant ou égalant leurs minimums de l'après-guerre, à respectivement 0 %, 1 % et 2 %. Leur effet stimulant sur la croissance mondiale a, par ailleurs, bénéficié d'un phénomène sans précédent : pour prévenir l'appréciation de leur monnaie face au dollar EU, plusieurs autorités sont intervenues massivement sur les changes. Parallèlement, on a observé un assouplissement des conditions financières dans nombre d'économies émergentes.

Sur la période qui s'est écoulée depuis le début de l'an dernier, objet de la présente Introduction, ces politiques ont indiscutablement contribué à raviver la production mondiale. Si l'on excepte la zone euro, la croissance a quasiment partout nettement dépassé les prévisions d'il y a un an, sans entraîner jusqu'à maintenant de hausse significative de l'inflation mesurée par les principaux prix à la consommation. Pour le futur, comme le montrera la Conclusion, le consensus penche pour une continuation de cette conjonction de circonstances favorables, grâce en particulier aux importants gains de productivité dans certains pays industrialisés. Au-delà des problèmes classiques d'erreurs de mesure et du fait que les prévisions sont aussi souvent infirmées que confirmées, y aurait-il donc des raisons d'être inquiet ?

Peut-être déjà préfigurée par la récente envolée des cours des produits de base et la flambée des prix en Chine qui en est résultée, une poussée inattendue d'inflation pourrait constituer une source de préoccupation. Une autre pourrait résider dans la réapparition de bulles financières et d'investissements non productifs, comme lors de précédents épisodes d'expansion excessive du crédit. De fait, l'élargissement, depuis avril 2004, des primes sur les signatures souveraines et les entreprises à haut risque pourrait même être le signe avant-coureur de la correction d'excès patents. Quelle que soit la probabilité que l'on attribue à court terme à de telles tensions financières, il est clair que les mesures actuelles de stimulation ne pourront pas être maintenues longtemps. Au moment où la croissance se raffermi, le défi majeur pour les autorités sera de choisir le meilleur moyen de

resserrer leur dispositif sans déstabiliser une économie mondiale présentant déjà des déséquilibres économiques et financiers.

Pour le plus long terme, il convient aussi de s'interroger sur les effets combinés de trois changements structurels intervenus dans le cadre opérationnel de l'économie mondiale. Premièrement, la déréglementation et la mondialisation des marchés de biens et de services ont amélioré la productivité et sans doute abaissé le niveau d'inflation. Deuxièmement, la libéralisation financière peut avoir amplifié les cycles d'essor et de contraction du crédit et des prix des actifs. Troisièmement, les autorités sont devenues de plus en plus attentives à maîtriser l'inflation et sont parvenues à renforcer leur crédibilité dans ce domaine. Ce dernier élément, en présence des deux autres, pourrait leur permettre d'appliquer une orientation nettement moins restrictive face à une croissance exceptionnellement rapide ou à des excès présumés dans le système financier. À l'inverse, en supposant toujours l'inflation maîtrisée, elles pourraient s'estimer fondées à agir de manière bien plus vigoureuse que par le passé devant un ralentissement économique ou des difficultés financières associées aux excès antérieurs.

Une telle asymétrie dans la politique monétaire, et dans la politique budgétaire aussi d'ailleurs, a contribué à l'atténuation tant souhaitée des cycles ces dernières années. Toutefois, la répétition systématique de cette approche comporterait des risques. Ainsi, avec une dette publique encore très élevée par rapport au passé récent et des taux d'intérêt nominaux proches de zéro, les autorités disposent d'une latitude déjà très restreinte pour faire face à de nouveaux chocs.

Heureusement, l'économie mondiale est en voie de redressement et les scénarios défavorables relèvent plus de la conjecture que de la réalité. Néanmoins, quand la vigueur de l'expansion aura été confirmée, le besoin de rétablir une certaine souplesse dans les politiques macroéconomiques entraînera nécessairement un rééquilibrage budgétaire et monétaire d'une ampleur inhabituelle. En outre, les hypothèses sous-jacentes sur lesquelles a reposé jusqu'à présent la formulation des orientations mériteraient un réexamen rigoureux. Face à une mutation structurelle aussi rapide et spectaculaire du monde économique et financier, appelée peut-être à se poursuivre, il serait risqué pour les autorités de se contenter des solutions d'hier.

La croissance s'accélère enfin

Face au ralentissement mondial du début de la décennie, les principaux pays industrialisés, et surtout les États-Unis, ont répondu par des incitations budgétaires et monétaires exceptionnelles, rendues possibles par le bas niveau d'inflation, qui s'est généralement maintenu durant la période analysée.

Aux États-Unis, la stimulation budgétaire a revêtu un caractère expansionniste remarquable, en raison d'une hausse des dépenses publiques et d'une baisse concomitante des impôts. Cette politique monétaire très accommodante s'est inscrite dans la durée. Non seulement le niveau-objectif des fonds fédéraux a été maintenu à 1 %, mais les autorités se sont employées

à convaincre les marchés, obligataires en particulier, que cette orientation serait vraisemblablement conservée pendant une période « considérable ». Au Japon, la politique a été quelque peu différente, mais néanmoins expansionniste. Comme l'ampleur du déficit public et de l'endettement rendait difficile tout nouveau recours aux stimulants budgétaires, la stratégie d'« assouplissement monétaire quantitatif » a été intensifiée, tandis que toutes les instances publiques s'efforçaient de convaincre l'opinion qu'elles travaillaient désormais à l'unisson pour mettre un terme à la déflation. Dans la zone euro, le déficit budgétaire de trois économies (dont les deux principales) a dépassé le plafond fixé par le Pacte de stabilité et de croissance. Les pays qui en respectaient les règles ont certes formulé de sévères critiques ; toutefois, l'effet sur la dépense a été positif, tout comme le maintien par la Banque centrale européenne (BCE) de son orientation accommodante.

Avec l'assouplissement plus marqué de la politique monétaire américaine et le poids cumulé du déficit et de l'endettement extérieurs des États-Unis, le dollar s'est logiquement orienté à la baisse l'an passé. Cette exportation de fait des pressions désinflationnistes américaines a rencontré une forte résistance, en particulier de la part de pays qui avaient adopté un régime de change fixe par rapport au dollar. Cherchant à éviter une appréciation trop rapide du yen vis-à-vis du dollar et du renminbi chinois, les autorités japonaises ont procédé à un volume record d'interventions sur les changes. D'autres, spécialement en Asie, ont agi de même. Face aux tensions sur leur monnaie, nombre d'économies émergentes ont en outre assoupli leur orientation monétaire. Enfin, certains pays d'Amérique latine, ainsi que d'Europe centrale et orientale, ont suspendu leurs mesures d'austérité budgétaire et les réformes structurelles qui avaient paru nécessaires lorsque leur monnaie subissait des pressions à la baisse. Quelles qu'en soient les conséquences à terme, cette décision a également contribué à l'expansion.

Les marchés financiers ont quasiment tous réagi vigoureusement à cet assouplissement général de la politique monétaire, avec des décalages notables cependant. Aux États-Unis, les rendements des obligations d'État, en repli depuis plusieurs années, se sont dans l'ensemble stabilisés à des niveaux exceptionnellement faibles. Cette stabilité globale, cependant, recouvre une alternance de phases haussières, en réponse aux anticipations de croissance et de déficits publics accrus, et baissières, sous l'effet des achats massifs de valeurs du Trésor EU par les banques centrales d'Asie et des indications de la Réserve fédérale sur son orientation monétaire. Dans la zone euro, les rendements ont étroitement suivi leurs équivalents américains sur une grande partie de la période, s'en dissociant toutefois vers la fin, quand ces derniers se sont fortement tendus; cette modération persistante est assez conforme aux perspectives d'une croissance moindre pour la zone.

Sur les autres marchés, la tendance a été beaucoup plus homogène. Les prix des actifs ont fortement augmenté pendant l'essentiel de la période, ce qui a contribué à soutenir la confiance et l'activité. Les marchés mondiaux des actions ont été particulièrement dynamiques, valeurs technologiques et économies émergentes en tête. Les primes sur obligations d'entreprises à haut risque et contrats dérivés sur défaut se sont nettement contractées, la

dette souveraine a connu la même tendance, et l'accès aux capitaux s'en est trouvé facilité pour les économies émergentes, même lorsque, souvent, leurs antécédents étaient incertains. Et, surtout, les prix du logement ont continué d'augmenter dans de nombreux pays, ainsi que le niveau d'endettement correspondant. Ce n'est qu'aux derniers mois de la période que ces tendances ont commencé à s'inverser ou à se ralentir quelque peu.

Ce renchérissement des actifs pourrait être en partie associé au faible niveau des rendements obligataires. La baisse des taux hypothécaires nominaux a changé le profil de paiement des emprunteurs et a permis de dégager des liquidités, entraînant tout naturellement une hausse des prix du logement et de l'endettement. Plus préoccupant est le goût accru pour le risque résultant de la diminution des rendements. S'agissant des assureurs, tenus de garantir des rendements élevés sur leurs passifs, cette recherche du risque était quasiment devenue la condition de leur survie. Les fonds de pension, qui visent une rémunération supérieure aux rendements des titres d'État, ont pu être tentés, eux aussi. En outre, le souvenir des pertes financières subies commençant à s'estomper, il était normal que la confiance revienne. Et enfin, avec la remontée des prix, un processus d'autoalimentation a pu s'installer, comme souvent par le passé.

Si cette explication de la hausse des prix des actifs par les taux d'intérêt est convaincante, l'argument selon lequel les données fondamentales se sont parallèlement améliorées sur de nombreux marchés l'est tout autant. Ainsi, dans les pays industrialisés, le taux de défaut des entreprises a diminué, comme les pertes en cas de défaut. Dans plusieurs économies émergentes, en Asie surtout, les politiques macroéconomiques semblent plus propices à la croissance qu'il y a une dizaine d'années. Quant aux prix de l'immobilier résidentiel, ils ont été fréquemment gonflés par une conjonction variable d'éléments : règles d'aménagement, immigration et préférence des acheteurs pour certaines zones géographiques. De tels facteurs ne vont sans doute pas s'atténuer de sitôt, même si d'autres pourraient encore prendre l'ascendant.

Ce qu'on peut affirmer, c'est que des politiques macroéconomiques accommodantes associées à un regain de dynamisme des marchés financiers ont contribué à un renforcement de la croissance mondiale. Parmi les pays industrialisés, les États-Unis ont été les plus performants, suivis de près par l'Australie et le Royaume-Uni. L'effet d'entraînement de la dépense sur l'investissement a commencé de se matérialiser, sous l'effet de la forte augmentation des bénéfices, mais la consommation s'est maintenue. Les ménages ont eu recours au crédit hypothécaire soit pour mobiliser des plus-values et affecter les liquidités obtenues à la dépense, soit pour se refinancer et réduire leurs remboursements mensuels. Une activité vigoureuse a été constatée dans plusieurs autres pays industrialisés, dont certaines des plus petites économies de la zone euro. Le Japon aussi a montré des signes de reprise imminente avec l'envolée des exportations, surtout à destination de la Chine. Plus encourageant encore a été l'investissement des grandes entreprises nippones, en hausse après dix années pendant lesquelles les bénéfices ont servi principalement à rembourser la dette accumulée durant le boum des années 80.

La reprise a été plus hésitante dans plusieurs grandes économies d'Europe continentale. Certes, malgré l'appréciation effective de l'euro, ces pays ont continué à bénéficier de la hausse des exportations, et la confiance des entreprises a semblé s'en trouver confortée ; mais les ménages sont restés peu enclins à dépenser, même si leur situation financière était très solide en regard des standards internationaux. Cette tendance n'est peut-être pas étrangère aux incertitudes suscitées par les propositions visant à s'attaquer de toute urgence aux déficiences structurelles affectant les marchés de l'emploi, les retraites, les soins de santé et le régime fiscal ; la perception d'une poussée des prix après le passage à l'euro a pu être un facteur additionnel. Puisque le patrimoine immobilier ne peut, dans ces pays, être mobilisé aussi facilement que, par exemple, aux États-Unis et au Royaume-Uni, la consommation y est davantage tributaire des revenus et, par là même, plus sensible aux difficultés du marché du travail, qui seront examinées ultérieurement.

Les économies émergentes ont aussi, pour la plupart, enregistré une reprise de la croissance pendant la période. Un environnement international favorable (hausse des cours des produits de base et plus grande réceptivité des marchés financiers, notamment) s'est souvent conjugué à un surcroît de demande intérieure. Les résultats de la Chine ont été spectaculaires, se répercutant partout en Asie et même au-delà. Alimenté par les entrées massives de capitaux et la très rapide expansion du crédit intérieur, l'investissement des entreprises a dépassé 40 % du PIB. Dans le reste de l'Asie émergente, les niveaux d'investissement sont restés bien en deçà des récents sommets, reflétant peut-être la persistance de surcapacités, dans certains cas, et les pressions de la concurrence internationale. Néanmoins, la consommation s'est accélérée dans plusieurs économies, souvent sous l'effet d'une politique visant à stimuler la demande intérieure. L'Inde s'est particulièrement distinguée, elle aussi : un temps clémente a favorisé la production agricole, tandis que des réformes structurelles, appliquées à un rythme lent mais régulier, ont semblé renforcer de plus en plus le potentiel productif et la compétitivité internationale.

L'activité s'est montrée généralement moins vigoureuse dans les autres régions émergentes, même si elle a parfois été tirée par des facteurs locaux. La reprise au Moyen-Orient, en Afrique et en Russie a été manifestement aidée par le renchérissement du pétrole et des autres produits de base, cependant que la croissance en Amérique latine tenait en grande partie à la sortie de crise de l'Argentine et du Venezuela. Cela étant, les causes de la reprise naissante, mais encore timide, au Mexique étaient plus profondes, le raffermissement de l'activité aux États-Unis exerçant une incidence significative, quoique retardée. L'environnement favorable des taux au plan mondial a bien aidé le Brésil jusqu'à tout récemment, même si le pays ne montre pas de signes clairs de reprise.

En Europe centrale et orientale, la croissance s'est maintenue mais n'a pas progressé, peut-être en partie à cause du moindre dynamisme de l'activité dans la zone euro. Les nouveaux membres de l'UE, en particulier, ont continué d'être influencés, d'un côté, par l'optimisme entourant leur accession et les

entrées de capitaux qui l'ont accompagné et, de l'autre, par la nécessité de s'attaquer enfin aux délicats problèmes structurels.

Autres évolutions, anticipées ou non

La reprise mondiale s'affirmant, d'autres évolutions économiques se sont précisées, plutôt bienvenues dans l'ensemble, mais parfois surprenantes. La Conclusion essaiera de voir si certaines sont de nature à fragiliser l'économie mondiale et, dans ce cas, comment les autorités pourraient réagir.

L'une des conséquences largement attendues d'une accélération de la croissance a été la reprise marquée du commerce mondial, en particulier entre pays d'Asie. Ainsi, la Chine, maintenant gros importateur de produits de base et de biens intermédiaires pour ses exportations de produits finis, est en passe de devenir le centre manufacturier de la planète. Fait nouveau dans ce contexte d'expansion du commerce, l'émergence de la Chine semble désormais perçue, au Japon et en Inde, plus comme une chance et moins comme une menace.

La reprise mondiale s'est accompagnée d'une nouvelle aggravation du solde commercial aux États-Unis, conséquence logique d'une croissance relativement plus rapide, mais surprenante pour ceux qui prévoyaient que le poids des déséquilibres internes et externes mènerait à un ralentissement de l'activité. En outre, s'il est vrai que la dépréciation du dollar a contribué à endiguer la détérioration de la balance commerciale, la baisse du cours effectif a été limitée par des interventions de change menées, pour diverses raisons, dans plusieurs pays. En fait, dans la mesure où le placement ultérieur en titres américains des réserves officielles ainsi accumulées a comprimé les rendements obligataires aux États-Unis, il serait possible d'avancer que l'effet des deux canaux – élasticité et demande – par lesquels s'opère l'ajustement du solde commercial s'est trouvé atténué. La question reste cependant de savoir combien de temps pourront se maintenir ces entrées ininterrompues et simultanées de biens et de capitaux en provenance d'Asie – qui constituent *de facto* un crédit fournisseur.

Malgré la fermeté de la reprise mondiale, les tensions inflationnistes (mesurées par l'indice des prix à la consommation) n'ont été clairement perceptibles qu'en fin de période. Même aux États-Unis, l'inflation s'est en général maintenue à un très bas niveau, en dépit de la vigueur de la croissance et de la baisse du dollar, grâce à un écart de production qui persiste, mais se contracte rapidement. Dans la zone euro, l'inflation est revenue en deçà de 2 % dans les premiers mois de 2004, sous l'influence de l'appréciation de la monnaie, avant de remonter avec la hausse des prix pétroliers. Au Japon, les pressions déflationnistes semblent s'être relâchées, même après prise en compte des distorsions dans les mesures et de l'incidence des fortes augmentations des prix réglementés.

Parmi les grandes économies, c'est la Chine qui a montré les signes les plus nets de poussée inflationniste. Faisant suite à une déflation, cette hausse n'a, tout d'abord, pas été jugée inopportune ; elle a même été encouragée, le gouvernement cherchant à favoriser l'octroi de crédits et l'investissement. Ces

derniers trimestres, toutefois, les autorités chinoises se sont montrées bien davantage préoccupées par le risque de surchauffe ; elles ont recouru à des mesures administratives et à des mécanismes de marché pour freiner à la fois le crédit et la dépense. Dans plusieurs autres économies du monde industrialisé, les taux directeurs ont été relevés face à la hausse rapide de la demande et à des signes d'excès financiers, alors même que l'inflation courante paraissait maîtrisée.

Cette stabilité relative de l'inflation mondiale jusqu'à ce jour recouvre, en fait, des mouvements divergents. Les prix des produits finis connaissent depuis quelque temps déjà un repli général, grâce aux gains de productivité dans l'industrie manufacturière et aux exportations des économies émergentes. Les prix des services, par contre, ont dans l'ensemble augmenté plus rapidement. Cette tendance globale s'est poursuivie durant toute la période, assortie toutefois d'un phénomène nouveau et spectaculaire : les cours du pétrole et des autres matières premières se sont envolés, en raison de l'expansion mondiale, mais aussi de la dépendance de l'investissement en Chine à l'égard des produits de base. Heureusement, jusqu'ici au moins, ces hausses n'ont pas vraiment amputé les marges bénéficiaires, notamment dans les pays qui ont poussé le plus loin les compressions des coûts pour lutter contre des difficultés économiques et financières.

Reflet de ce choix de maîtrise des coûts dans un contexte international très concurrentiel, la récente reprise de l'activité dans nombre de pays industrialisés s'est accompagnée d'une hausse modérée des salaires et d'une rare réticence à embaucher. Aux États-Unis, les entreprises semblent avoir mis à profit les nouvelles technologies dans lesquelles elles avaient investi voilà peu pour accroître de façon sensible la productivité du travail. En outre, la baisse marquée du coût du capital, conjuguée à un renchérissement de la couverture médicale et autres prestations, a fait pencher encore un peu plus la balance en faveur d'un renforcement de l'intensité en capital, au détriment de la création d'emplois. En Europe et au Japon s'ajoutent des obstacles structurels plus traditionnels, notamment au recrutement des juniors et des seniors. D'une manière générale, dans les pays industrialisés, les plus touchés par la faiblesse de l'embauche ont été les moins qualifiés, car ils peuvent difficilement se recycler lorsque le progrès technologique les réduit au chômage. Par ailleurs, du fait de la part de travail incorporée dans les biens et services échangés, ils se retrouvent de plus en plus évincés par la main-d'œuvre meilleur marché des économies émergentes. Hormis en Europe continentale, la morosité des marchés du travail n'a toutefois pas entraîné, à ce jour, une vaste contraction de la consommation – ce qui est à la fois surprenant et encourageant –, même si, dans plusieurs pays, elle s'est accompagnée d'une augmentation constante de l'endettement des ménages.

Le renforcement de la croissance et de l'optimisme des marchés a eu pour autre conséquence d'améliorer la situation des établissements financiers. En Europe et au Japon, ils ont pu notamment se défaire plus facilement de leurs prêts improductifs. Dans les pays industrialisés plus généralement, les préoccupations concernant les banques, les sociétés d'assurance et de réassurance ainsi que les fonds de pension ont été bien tempérées par la

conjonction de plusieurs facteurs : la pente exceptionnellement accentuée des courbes des rendements, la hausse des prix des actifs, le recul des coûts et l'augmentation des revenus. En Chine, à l'inverse, les incitations des autorités à l'octroi de crédits, moteur de l'accélération de la croissance, ont fait craindre une multiplication des créances douteuses, qui ne manqueraient pas d'affaiblir encore des établissements de crédit déjà confrontés à d'importantes difficultés. Ces craintes visaient, en particulier, les concours aux pouvoirs publics ou aux entreprises d'État, pour lesquels le profit n'est pas l'objectif prioritaire.

Nombre d'établissements financiers spécialisés dans les crédits aux ménages, prêts hypothécaires notamment, ont obtenu de très bons résultats pendant la période, ce qui a favorisé un redéploiement général de leurs activités dans de nombreux pays industrialisés. C'est le cas même au Japon, où les banques ont montré un engouement croissant pour les prêts aux particuliers et aux petites entreprises, générateurs de marges d'intérêt plus confortables. Cette tendance a également été observée dans plusieurs économies émergentes, surtout en Asie et en Europe centrale et orientale. Si cette réorientation est salutaire, face à une épargne intérieure toujours élevée – comme souvent en Asie –, l'expérience de la Corée, ces deux dernières années, démontre également que le processus peut s'emballer. Après un boum initial, alimenté par une envolée des crédits accordés par les banques et les établissements de cartes de crédit, la consommation a fléchi l'an dernier, tandis que les faillites personnelles se multipliaient. Le gouvernement a bien tenté d'améliorer les procédures de réaménagement de dette, tant pour les créanciers que pour les débiteurs, mais l'effet de frein sur la demande intérieure risque de se faire encore sentir quelque temps.

En outre, les établissements financiers ont bénéficié, dans l'ensemble, de l'amélioration de leur gestion des risques. Cette nouvelle culture du risque, dans une très large mesure associée au parachèvement du nouveau dispositif d'adéquation des fonds propres (Bâle II), s'est affirmée. Il n'en demeure pas moins que certains événements de l'an passé ont révélé un laxisme inquiétant dans la gouvernance des entreprises et des établissements financiers, de même qu'en matière de surveillance et de discipline de marché. L'affaire Parmalat, par exemple, a mis en évidence des manquements à tous les niveaux : direction générale, audit interne, audit externe, banques prêteuses, courtiers, agences de notation, analystes financiers, voire autorités de surveillance concernées. Pour autant, la faillite d'entreprise la plus coûteuse de l'histoire n'a pas eu la moindre répercussion sur la tarification des prêts aux entreprises. Reste à savoir si cela s'explique par le fait qu'elle était jugée constituer un cas isolé de fraude massive ou une conséquence fâcheuse du goût accru des marchés financiers pour le risque. La réponse à cette question pourrait apparaître de plus en plus clairement alors que les marchés se préparent à une hausse des taux directeurs qui semble inéluctable.