

## VIII. Conclusion : comment corriger les déséquilibres ?

L'année dernière a été exceptionnelle pour l'économie mondiale, marquée par une croissance soutenue dans la majeure partie du monde, surtout dans les économies émergentes, et une inflation toujours modérée malgré l'envolée des cours des produits de base. Le secteur financier a enregistré un peu partout de confortables bénéfices et les prix des actifs se sont en général fortement appréciés. Or, ce remarquable bilan n'a pas empêché un sentiment de malaise. Il apparaît de plus en plus que l'économie mondiale présente des similitudes avec la situation de la fin des années 60. Cette analogie est préoccupante dans la mesure où la période antérieure contenait en germe l'inflation galopante de la décennie suivante dans les grands pays industrialisés, elle-même responsable des crises d'endettement de nombre d'économies émergentes dans les années 80.

Comme à la fin des années 60, les taux d'intérêt réels dans les pays industrialisés ont été durablement bas et les agrégats de crédit ont connu une expansion rapide. Comme au temps du système de Bretton Woods, le dollar a subi des pressions à la baisse, liées au déficit extérieur américain ; cela a conduit de nombreux pays à assouplir leur politique monétaire et à accumuler des réserves de change pour contrer l'appréciation de leur monnaie, avec pour conséquence une hausse massive de la liquidité mondiale. Les politiques budgétaires ont souvent été assouplies, elles aussi, comme à l'époque de la guerre du Vietnam et des programmes de la « Great Society ». De même, les cours des produits de base, du pétrole en particulier, ont enregistré une vive augmentation, dont les effets commencent à être perceptibles en aval de la production ainsi que dans les comptes extérieurs des pays consommateurs et producteurs.

Ces similitudes sont-elles annonciatrices, pour les pays industrialisés, d'une répétition des épisodes antérieurs de forte inflation et de turbulences cycliques ? Et, pour les économies émergentes, d'un retour aux problèmes d'endettement ? Pour répondre brièvement : peut-être, mais pas nécessairement. « Peut-être » parce que l'art de la prévision est difficile et qu'on ne saurait exclure des erreurs de stratégie. « Pas nécessairement » parce que les autorités ont, de toute évidence, tiré les enseignements du passé. À la fin des années 60 et au début des années 70, les pays industrialisés n'avaient pas pris conscience des coûts d'une inflation élevée. Pas plus qu'ils ne mesuraient vraiment à quel point les variations des anticipations d'inflation peuvent rapidement déclencher une spirale infernale salaires-prix. En jougulant avec succès l'inflation, non sans coût, les banques centrales ont crédibilisé leur affirmation d'un « plus jamais ça ! ». En outre, les autorités à travers le monde ont appris à faire face aux chocs des cours des produits de base. Elles savent

bien aujourd'hui que, devant un renchérissement des importations, se refuser à un ajustement des prix en recourant à des financements extérieurs, comme dans les années 70, finit par se révéler extrêmement coûteux. Et les bénéficiaires de ce renchérissement n'ont pas oublié les leçons d'un surendettement permis par une valorisation élevée des sûretés. Il est devenu évident – *a posteriori*, hélas – que les cours des produits de base ne se distinguent en rien des prix de l'immobilier ou des actifs financiers : ils fluctuent à la hausse ou à la baisse, mais l'endettement nominal, lui, ne varie pas.

S'il est réconfortant de constater que l'expérience a été source d'enseignements, il serait dangereux de penser que l'histoire va se répéter. Comme l'indique l'Introduction, trois mutations structurelles ont eu lieu depuis les années 60 ; elles sont bénéfiques et laissent présager une évolution sans inflation, ce qui corrobore l'impression de « peut-être, mais pas nécessairement ».

Premièrement, dans l'économie réelle, la libéralisation et la mondialisation ont renforcé massivement les capacités de l'offre, recomposé les prix relatifs et rabattu l'inflation – la demande n'ayant pas suivi. Deuxièmement, la conjonction de la déréglementation et du progrès technologique a profondément marqué les systèmes financiers, qui sont de plus en plus orientés par le marché (au détriment de l'intermédiation bancaire), mondialisés et animés par des intervenants aux ramifications toujours plus étendues, nombreuses et complexes. Enfin, troisièmement, le régime monétaire s'est recentré sur le maintien de l'inflation à un bas niveau. Ces mutations, et peut-être plus encore leurs interactions, sont porteuses de nouveaux enseignements, mais annoncent aussi de nouvelles incertitudes.

Le premier enseignement a trait à l'interaction des chocs d'offre positifs avec le nouveau régime monétaire ; les pressions déflationnistes pourraient, à l'avenir, être aussi fréquentes que les tensions inflationnistes. On peut, en outre, se demander s'il ne conviendrait pas de définir la stratégie à suivre selon l'origine de la déflation. Puisque les autorités tolèrent désormais communément les hausses directes de prix consécutives à des chocs d'offre négatifs, pourquoi réagiraient-elles à des chocs positifs ? Le deuxième enseignement concerne l'interaction des chocs d'offre positifs et du comportement du système financier. Ces chocs, plus facilement facteurs d'optimisme, tendent à atténuer la perception des risques associés aux investissements et accroissent, de ce fait, l'élasticité tendancielle de l'offre et de la demande de financements. Le troisième enseignement est lié à l'interaction du système financier moderne avec l'objectif de stabilité des prix. Les réactions à un durcissement monétaire au sein du système prennent une place grandissante dans le mécanisme de transmission et il convient d'en tenir de plus en plus compte dans le processus de resserrement.

Le quatrième enseignement, et sans doute le plus important, relève de l'interaction des trois mutations systémiques. Si les chocs d'offre positifs réduisent l'inflation de telle sorte que les autorités se trouvent dispensées de durcir les conditions de crédit, la capacité accrue d'offre de financements rencontrera une demande elle aussi en progression. Cela pourrait donner

naissance à un cycle expansion–contraction pouvant, à son tour, engendrer des turbulences susceptibles d'affaiblir l'économie réelle de diverses manières. Et si, au départ, l'inflation est déjà basse, cela pourrait aboutir à un processus désinflationniste plus pernicieux que s'il résultait de seuls chocs d'offre positifs.

Ces observations n'appellent pas une redéfinition radicale des politiques ; elles suggèrent seulement d'aller plus loin dans les stratégies à moyen et long terme déjà en place. Côté offre, cette orientation ressort clairement de l'importance donnée aux réformes structurelles ces dernières années ; en particulier, l'idée qu'il convient de promouvoir la stabilité financière est largement admise. Côté demande, on se rappellera que, dans les années 60, les politiques monétaire et budgétaire faisaient l'objet d'un réglage fin pour lisser le cycle conjoncturel et diminuer le chômage. Par la suite, la prise de conscience de leurs coûts à long terme a conduit à fixer des objectifs d'agrégat monétaire, puis d'inflation, et à proposer des stratégies à horizon plus lointain pour la politique budgétaire également.

Sans modifier fondamentalement ces orientations de long terme, il conviendrait de s'interroger sur la manière de les adapter pour prendre en considération une autre contrainte. La montée de l'endettement national et international peut, à terme, s'avérer extrêmement coûteuse pour l'économie. Il suffit de songer au temps qui a été nécessaire au Japon et à l'Est asiatique pour se remettre de leurs crises financières respectives. Les mesures récentes adoptées par plusieurs banques centrales, notamment en réponse aux augmentations des prix immobiliers alimentées par le crédit, dénotent une prise de conscience du problème. Même s'il est difficile de formaliser le cadre conceptuel, en l'absence d'indicateur signalant à quel moment l'expansion du crédit, les niveaux d'endettement ou les prix des actifs sont « trop élevés », les enjeux sont tels que cela mérite une analyse approfondie.

La présente Conclusion aborde deux questions : premièrement, les risques qui pèsent sur l'économie mondiale, compte tenu, en particulier, des déséquilibres internes et externes, ainsi que les stratégies propres à les réduire ; deuxièmement, la nécessité de dispositifs à plus long terme permettant de prévenir l'accumulation de déséquilibres financiers. Sur le plan intérieur, la question est de savoir s'il est utile de mettre en place un dispositif de stabilité macrofinancière ; sur le plan international, de voir s'il conviendrait d'apporter des améliorations au système monétaire pour faire pendant à la simple défense d'intérêts nationaux particuliers.

### Les risques actuels appellent-ils une action des autorités ?

Alors que l'idée de « problèmes » imminents pour l'économie mondiale est loin de faire l'unanimité, l'existence de certaines « expositions » au risque fait davantage l'objet d'un consensus. Il est impossible, en effet, de ne pas voir combien d'indicateurs s'écartent simultanément des normes habituelles. Les taux directs réels dans le monde industrialisé et en Asie émergente continuent de se situer autour de zéro. Les taux longs nominaux, de même que les primes de risque et les volatilités, sont remarquablement bas. Le taux

d'épargne des ménages a chuté dans de nombreux pays industrialisés et l'endettement a été porté à des niveaux records. Les prix immobiliers sont à leur plus haut un peu partout. L'investissement, en Chine, a atteint la proportion phénoménale de 50 % du PIB. Et, pour finir, les déséquilibres extérieurs n'ont jamais été aussi marqués depuis la fin de la guerre. Il se pourrait bien que certains, voire la totalité, de ces indicateurs retrouvent leur valeur moyenne, ce qui ne serait pas sans effets sur la croissance mondiale. Pareil retour à la normale pourrait être progressif et bénéfique ou, au contraire, brusque et déstabilisateur. Ce qui adviendra sera déterminé, dans une large mesure, par les interactions entre sphères réelle et financière, que nous ne pouvons prétendre saisir pleinement.

Que peuvent les politiques économiques pour corriger ces déséquilibres internes et externes ? Sur le plan intérieur, augmenter les taux d'intérêt favoriserait, à l'évidence, une diminution des expositions à long terme, ce qui risque toutefois d'entrer en conflit avec les objectifs à court terme plus classiques que sont un taux de chômage bas et une désinflation maîtrisée. Quant aux déséquilibres extérieurs, les risques de conflits d'objectifs ne manquent pas non plus. Un durcissement budgétaire, qui pourrait certes contribuer à résorber le déficit des pays concernés, pourrait se solder par des niveaux préoccupants de chômage. Dans ces conditions, le mieux que l'on puisse espérer est une approche « opportuniste » visant à réduire les expositions à long terme, mais uniquement si les autres objectifs prioritaires le permettent.

Aux États-Unis, dans un contexte d'expansion, la politique monétaire s'est déjà durcie de manière mesurée, en réponse à l'augmentation du taux d'utilisation des capacités et à la montée des préoccupations concernant l'inflation, mais elle exercera un effet bénéfique sur les déséquilibres internes. L'économie des États-Unis, pourrait-on dire, est devenue par trop dépendante de la consommation, de l'endettement et de l'extraction hypothécaire. Globalement, une hausse des prix immobiliers n'a pas la même valeur d'entraînement sur la richesse nationale que l'investissement financé par un flux d'épargne ou que des gains de productivité : elle favorise les propriétaires, mais elle renchérit l'ensemble des prestations immobilières. Vue sous cet angle, l'économie américaine est bien plus exposée qu'il n'y paraît.

Même en tenant compte de la solidité présente de l'économie américaine, ce durcissement devra se faire en douceur, pour plusieurs raisons. La première est que l'influence accrue des prix des actifs, en particulier du logement, dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire est encore mal cernée. Au Royaume-Uni et en Australie, par exemple, comme aux Pays-Bas il y a quelques années, les prix du logement ont commencé à se stabiliser sous l'effet du durcissement monétaire, et la croissance de la consommation s'est déjà ralentie. La deuxième raison tient à la possibilité que le relèvement des taux directeurs freine l'investissement des entreprises. Heureusement, celles-ci ont bien allégé leur dette ces dernières années et elles enregistrent de hauts niveaux de bénéfices et de trésorerie ; il convient cependant d'ajouter que le rebond de l'investissement reste beaucoup moins ferme qu'au cours des cycles précédents.

La troisième raison est liée à la crainte que ce durcissement ne perturbe les marchés financiers, avec un inversement soudain de la « quête de rendement ». Certes, rien de tel ne s'est produit jusqu'ici, probablement parce que la Réserve fédérale a su communiquer clairement ses intentions, mais l'avenir est incertain. Si les pressions inflationnistes se révélaient plus fortes, il faudrait peut-être relever les taux directeurs plus rapidement, ce qui pourrait surprendre les marchés. Il est également possible que, interprétant les intentions de la Réserve fédérale, pourtant formulées de manière conditionnelle, certains spéculateurs aient amplifié leur effet de levier pour préserver leur rentabilité face au resserrement des marges sur les opérations de *carry trade*. Cela signifierait que d'autres corrections, éventuellement importantes, pourraient encore intervenir.

Dans d'autres grandes économies, le retour des taux d'intérêt à des niveaux plus normaux produirait un conflit d'objectifs encore plus marqué. En Europe continentale et au Japon, l'atonie persistante de l'activité ne favorise nullement un relèvement des taux. Au Japon, l'incapacité à sortir définitivement de la déflation va également à l'encontre d'une telle politique ; en Europe, l'effet désinflationniste de l'appréciation de l'euro va dans le même sens. Quoi qu'il en soit, il convient de noter que la dette du secteur privé continue de baisser au Japon et que son accroissement en Europe continentale n'est ni général ni aussi rapide qu'aux États-Unis. Cela étant, la BCE a, à plusieurs reprises, exprimé son inquiétude face au rythme d'expansion des agrégats de monnaie et de crédit ainsi qu'à l'envolée des prix de l'immobilier dans diverses régions de la zone euro.

En Asie hors Japon, le relèvement des taux directeurs pourrait être plus simple, car les tensions inflationnistes ont été un peu plus manifestes et la croissance a été rapide. En outre, le renchérissement de l'immobilier dans plusieurs pays et la dépendance accrue des banques à l'égard du crédit à la consommation ont suscité des préoccupations. Comme les taux ont augmenté aux États-Unis, un durcissement en Asie aurait moins d'impact sur les cours des monnaies locales vis-à-vis du dollar. Néanmoins, si la croissance a été forte ces derniers temps, nombreux sont ceux qui continuent de douter de sa solidité et de la capacité des entreprises et des banques à s'adapter à des taux plus élevés. En Chine, les autorités n'ont guère laissé monter les taux l'an dernier, par souci de stimuler les dépenses de consommation et d'éviter un plus grand afflux de capitaux. Face à la surchauffe apparue dans l'investissement en capital fixe, elles continueront probablement à mettre en œuvre des mesures administratives, dont l'efficacité reste à démontrer. Comme pour les États-Unis, le danger serait un degré insuffisant de durcissement monétaire, conduisant soit à l'inflation, soit à une aggravation des déséquilibres, sinon aux deux.

S'agissant des déséquilibres extérieurs, le creusement actuel du déficit courant américain pose un grave problème à longue échéance, parce qu'il pourrait provoquer une chute du dollar, et donc perturber les autres marchés financiers, voire entraîner une récession. La résurgence de tentations protectionnistes pourrait en être une autre conséquence, non moins préoccupante, et peut-être plus proche. Tout semble présager un problème à

terme : le déficit atteint une ampleur sans précédent ; la dette extérieure s'accroît à grande vitesse ; le financement du déficit repose de plus en plus sur le secteur officiel ; l'emprunt sert essentiellement à financer la consommation (plutôt que l'investissement). En outre, compte tenu de l'interdépendance des marchés financiers modernes, il est probable que les difficultés ne se cantonneraient pas au dollar. Une augmentation de la prime de risque sur les actifs libellés en dollars pourrait majorer les taux longs et les marges de crédit, avec des conséquences sur la valeur de toutes sortes d'actifs.

Pourtant, il serait faux d'annoncer l'imminence d'un tel scénario. Alors que leur dette extérieure grossit depuis des années, les États-Unis continuent de percevoir davantage de leurs actifs extérieurs qu'ils ne versent sur leurs passifs. De plus, dans la mesure où les passifs sont libellés presque exclusivement en dollars et que les actifs sont libellés en devises, la dépréciation de la monnaie américaine réduit d'autant leur volume net d'endettement. Les autorités étrangères qui soutiennent le dollar par leurs interventions ont maintes bonnes raisons de continuer. Les politiques correctives devraient ainsi avoir suffisamment de temps pour produire leurs effets. Mais il ne faudrait pas tarder à les mettre en œuvre.

À ce stade, que peut faire la politique économique ? En théorie, la réponse est simple : en présence d'une réduction des capacités excédentaires, les pays en déficit doivent ramener le taux de croissance de la dépense au-dessous de celui de la production. En laissant leur monnaie se déprécier en termes réels, ils améliorent leur compétitivité et favorisent une réorientation de la production au profit des biens échangeables. Pour les pays excédentaires, il convient, à l'inverse, de relever le cours de change réel et d'accroître la dépense domestique. Toutefois, il importe de replacer ces prescriptions macroéconomiques et structurelles dans le contexte de contraintes et d'arbitrages qui caractérisent le monde réel.

C'est sans doute les États-Unis qui auront le moins de difficultés à définir leur politique macroéconomique. Tous les voyants – inflation potentielle, déséquilibres internes et déficit extérieur – appellent une limitation de la dépense domestique. Compte tenu de l'ampleur du déficit de l'État, la priorité serait de réduire la dépense et d'augmenter l'impôt. Le gouvernement s'est fixé comme objectif de comprimer le déficit, mais il lui reste à mettre en place les mesures pour y parvenir. C'est regrettable car, faute d'une action budgétaire rapide, la charge du réajustement pèsera plus lourdement sur la politique monétaire. Certes, des taux d'intérêt plus hauts contribueraient à inverser des années de fléchissement de l'épargne des ménages – élément clé de la correction du déficit extérieur –, mais un recours excessif à la politique monétaire risquerait davantage d'entraîner les problèmes de transition mentionnés plus haut, avec leurs effets déstabilisateurs.

Pour les pays excédentaires d'Europe continentale et d'Asie, la situation est plus délicate, dans la mesure où ils envisagent de recourir à des instruments macroéconomiques pour stimuler la demande. Dans ces deux régions, et sans doute davantage dans la seconde, subsiste la crainte que le renchérissement des produits de base n'avive l'inflation. Il semble, en outre,

qu'il y ait opposition entre impératifs à court et à long terme. Ainsi, en Europe, l'utilisation de la politique budgétaire se heurte d'emblée au niveau élevé d'endettement, aux pressions démographiques et au Pacte de stabilité et de croissance. En effet, l'Europe a déjà épuisé il y a quelques années sa marge de manœuvre budgétaire. En Asie, à l'exception notoire du Japon, les positions budgétaires semblent, en général, plus saines. Cependant, dans nombre de pays – en Chine assurément –, il ne serait pas prudent d'ignorer le coût final pour le contribuable de la restructuration des systèmes financiers. Quant à assouplir la politique monétaire, alors que l'inflation suscite déjà des préoccupations, cela irait totalement à l'encontre du resserrement général qui serait nécessaire pour réduire les déséquilibres structurels internes (supra). De tels conflits expliquent pourquoi, pour la première fois depuis des décennies, il existe, dans certains pays, des désaccords non seulement sur le calendrier des décisions ou l'ampleur des changements, mais aussi sur l'orientation monétaire elle-même.

Les variations de change peuvent, elles aussi, donner lieu à des analyses divergentes. Jusqu'à présent, la dépréciation du dollar s'est opérée de façon ordonnée, mais principalement vis-à-vis de monnaies véritablement flottantes. Résultat : la valeur du dollar, en termes effectifs réels, n'est pas inférieure à sa moyenne des trente dernières années. Compte tenu des faibles répercussions que la dépréciation du dollar semble avoir eu, pour l'heure, sur le déficit commercial des États-Unis – en partie du fait de son impact limité sur les prix domestiques – d'autres mouvements paraissent quasiment inévitables. Le renminbi chinois et les monnaies d'Asie qui s'y rattachent semblent tout désignés pour une réévaluation. Pour les autorités chinoises, cette perspective crée des préoccupations légitimes, étant donné l'incidence sur le système financier et le revenu des paysans, mais la réponse à ces inquiétudes relève de la politique intérieure. D'ailleurs, une plus grande souplesse du change aiderait à freiner les entrées massives de capitaux qui, en aggravant les déséquilibres internes, menacent la pérennité de la croissance. En outre, elle donnerait à la politique monétaire une marge de manœuvre supplémentaire pour contenir l'inflation interne.

Les variations des cours de change réels incitent à une réallocation des ressources entre biens échangeables et non échangeables, et ne devraient donc pas être entravées. Quel que soit l'état de leur balance commerciale, les pays dont la monnaie s'apprécie tireraient eux aussi profit, sur le plan intérieur, des modifications structurelles induites. Au Japon, il faudrait avant tout dégager les services du carcan de réglementations qui comprime les bénéfices et moins hésiter à fermer les entreprises non solvables dans le secteur des biens échangeables. En Europe continentale, la tâche est sans doute plus rude, en raison des obstacles à lever : réglementations qui limitent l'ajustement de nombreux prix des services ; rigidité des salaires relatifs ; niveau élevé des coûts non salariaux de main-d'œuvre. En Chine, où la part des services dans le PIB se situe autour de 30 % –, alors que le chiffre équivalent pour le Brésil atteint quelque 50 % –, il faut de toute évidence aller plus loin dans l'élimination des vestiges de la planification centrale pour développer le secteur des biens non échangeables.



Enfin, si les États-Unis peuvent compter sur une structure de production particulièrement flexible, ils devront néanmoins procéder à bien des ajustements. Il ne leur sera pas facile de moderniser le secteur manufacturier, qui ne représente plus aujourd'hui que 10 % du PIB et dont la rentabilité est médiocre. Autre secteur dont la situation est peu encourageante, celui des biens échangeables, qui n'a, jusqu'à présent, guère tiré parti de la remontée de l'investissement interne. Il est possible que le plus grand frein à l'essor de la production de biens et services échangeables soit la perception d'une très forte concurrence venant de Chine, d'Inde et d'autres économies émergentes. Il faut bien admettre que ce n'est pas le moment le plus propice pour tenter de reconquérir des parts de marché.

Si les mesures à prendre pour redresser les déséquilibres extérieurs semblent relativement claires, elles ne peuvent pas toutes être appliquées dans l'immédiat. L'une des raisons tient aux conflits d'objectifs déjà évoqués. De fait, même une orientation souhaitable aux plans interne et international, comme la réduction du déficit budgétaire des États-Unis, pourrait facilement être l'objet d'affrontements politiques et se heurter à des intérêts acquis. Pire encore, en accusant les politiques menées par d'autres d'être à l'origine des déséquilibres extérieurs et en niant leur propre responsabilité, certaines autorités risquent de déstabiliser les marchés financiers et d'exacerber les problèmes que, précisément, elles devraient s'efforcer de résoudre. D'autres raisons sont d'ordre plus général : le manque d'attention aux questions systémiques ou la difficulté à reconnaître que la défense d'intérêts particuliers n'est pas la meilleure voie. Il faut désormais qu'un véritable dialogue s'établisse entre toutes les parties concernées par ces déséquilibres extérieurs, et que chacune s'engage à faire dès maintenant quelques difficiles concessions, afin d'éviter des solutions encore plus déplaisantes à l'avenir.

## Dispositif de stabilité macrofinancière pour le long terme

Régler les problèmes quand ils surviennent est une chose ; mettre en place un dispositif de prévention en est une autre. Il est indéniable que les mutations dans les systèmes économique, financier et monétaire mondiaux, évoquées dans l'Introduction, ont été bénéfiques. La difficulté est de préserver ces remarquables gains d'efficacité tout en minimisant les coûts des perturbations récurrentes nées de l'interaction de ces mutations.

### *Vers un dispositif domestique de stabilité macrofinancière ?*

L'objectif principal d'un dispositif de stabilité macrofinancière devrait être de favoriser une application plus symétrique, sur le cycle, de la réglementation et de la politique monétaire. Cela rejoint les recommandations en faveur de politiques d'excédents budgétaires en phase d'expansion, afin de créer une certaine marge de manœuvre en phase de contraction. Concernant le cadre réglementaire, une plus grande symétrie imposerait une accumulation de fonds propres en période favorable, pour non seulement freiner l'essor du crédit, mais encore disposer de réserves en période moins favorable, utilisables pour amortir les contraintes de financement. Un resserrement



monétaire face à une hausse excessive du crédit éviterait aussi les pires excès ; il permettrait peut-être, par la suite, de faire l'économie de mesures radicales d'assouplissement rapprochant les taux directeurs de la contrainte du seuil zéro – ce qui serait un précieux avantage au cas où une désinflation excessive menacerait dans un tel environnement.

En pratique, l'application plus symétrique de la réglementation peut prendre plusieurs formes. Si les régulateurs sont persuadés que les risques systémiques augmentent dangereusement, ils pourront resserrer de manière discrétionnaire divers ratios (liquidité, prêt/valeur, sûretés, marges, durée de remboursement). D'ailleurs, les banques centrales faisaient couramment appel à de telles mesures dans les pays industrialisés voilà quelques années et, plus récemment, les autorités de Hong-Kong RAS, notamment, les ont mises à profit. Par contre, si les autorités sont moins sûres de leur capacité à prévoir les difficultés, elles souhaiteront peut-être recourir à des indicateurs simples pour inciter les agents à la prudence. Les normes prudentielles relatives au taux de croissance du crédit ou des prix des actifs pourraient, en principe, moduler la tarification du risque, les provisions pour pertes attendues ou le renforcement des fonds propres pour pertes inattendues. En Espagne, un système de « provisionnement dynamique » a déjà été mis en place : les provisions doivent désormais augmenter parallèlement au niveau des prêts, au rythme défini par les antécédents de pertes sur un cycle économique complet.

Il en va de même pour une application plus symétrique de la politique monétaire. La Bank of England et la Banque de Réserve d'Australie ont décidé des mesures discrétionnaires l'an dernier : elles ont justifié leurs relèvements de taux par leurs préoccupations concernant l'augmentation des prix du logement et de l'endettement ainsi que le net accroissement de la demande. C'est pour des raisons analogues que la Sveriges Riksbank n'a pas baissé les taux d'intérêt autant qu'on aurait pu s'y attendre, l'inflation étant inférieure à l'objectif. S'agissant du recours aux indicateurs, il convient de prendre note de la stratégie en deux piliers de la BCE. La suggestion, ici, serait toutefois d'utiliser un peu différemment les agrégats de monnaie et de crédit pour contrer les excès financiers en général, et pas seulement les tensions inflationnistes.

Il est difficile, en pratique, de déterminer le seuil au-delà duquel les déséquilibres financiers entraîneraient des coûts macroéconomiques « trop élevés ». Une orientation macrofinancière permettrait au minimum – en particulier pour les autorités chargées de surveiller les vulnérabilités du secteur financier – de privilégier les foyers de risques susceptibles de provoquer des réactions en chaîne. En premier lieu, les établissements bancaires, en leur qualité de fournisseurs de liquidités, et surtout les plus grands d'entre eux, devraient faire l'objet d'une vigilance accrue ; afin de tenir compte de ces externalités, il serait approprié de durcir les normes prudentielles qui leur sont applicables, toutes choses égales par ailleurs. En second lieu, vu le rôle croissant des marchés dans les financements et le transfert des risques, il faudrait renforcer leur surveillance et le suivi des évolutions structurelles. Enfin, du fait de leur nature systémique, il importerait

d'évaluer l'efficacité du fonctionnement des systèmes de paiement et de règlement.

Par ailleurs, l'analyse quantitative des déséquilibres systémiques a progressé. Sur le plan des données, le FMI expérimente l'application de sa liste d'indicateurs de solidité financière par pays dans le cadre de son Programme d'évaluation du secteur financier. Pour ce qui est du suivi, les banques centrales sont de plus en plus nombreuses à évaluer la solidité de leur secteur financier ainsi que les vulnérabilités découlant de la situation des entreprises et des ménages, et à en publier les résultats dans des revues de stabilité financière. En outre, les modèles quantitatifs ont amélioré, ces dernières années, notre capacité à estimer les risques de crises bancaires et monétaires ; à cet égard, la mesure des déséquilibres internes et externes, en général définis comme des écarts amples et persistants des variables financières par rapport à leurs normes historiques, semble assez efficace.

En dépit de ces progrès, des insuffisances subsistent. Avec l'amélioration de l'intermédiation financière, il est devenu plus facile de supporter un ratio endettement/revenu élevé, ce qui complique l'évaluation précise des seuils tolérables. De surcroît, certaines données de base, comme les notations internes ou externes et les indicateurs de marché mesurant le risque de crédit, peuvent être faussées par des vagues d'optimisme ou de pessimisme, et donc fournir des indications trompeuses sur les risques pesant sur telle ou telle composante du système financier. Autre insuffisance : l'emploi à des fins de prévision de données agrégées ne permet pas de discerner certaines interactions à la fois complexes et non linéaires. Or, il importe de mieux connaître la répartition des risques à l'intérieur du système et de mieux déterminer la probabilité d'une réaction en sens unique des différents acteurs en cas de choc. Il faut améliorer les outils de simulation de crise pour l'ensemble du système financier, de manière à mieux appréhender leurs répercussions sur l'économie réelle et la spirale d'effets en retour. Rien de tout cela ne sera facile.

En supposant que les différentes instances officielles nationales s'accordent sur le constat d'un déséquilibre potentiel, la question est de savoir quelle pourrait être leur réaction. En premier viendraient, vraisemblablement, des avertissements concertés. La menace d'une intervention pourrait suffire à inciter créanciers et débiteurs à réviser leurs stratégies. S'il était ensuite jugé nécessaire d'agir, des mesures prudentielles discrétionnaires offriraient un premier niveau de recours, au cas où la solidité du système financier serait en jeu. Mais il importerait de se garder du « sophisme de composition » : une recommandation appropriée pour un établissement ne l'est pas forcément pour le système tout entier. À l'inverse, au cas où les préoccupations concerneraient les expositions excessives des débiteurs, alors que le système lui-même continuerait d'apparaître solide, la politique monétaire serait le premier recours.

S'agissant du cadre institutionnel, il convient avant tout de s'interroger sur le risque que la séparation entre autorités prudentielles et banques centrales ne laisse un vide de compétences : les problèmes seraient bien identifiés, mais chaque autorité attendrait que la réponse vienne d'une autre.

Il importe donc que les responsables des banques centrales, des régulateurs et du Trésor se rencontrent régulièrement pour analyser la conjoncture et détecter les problèmes. Il est intéressant de noter que cela se pratique déjà au niveau international (Forum sur la stabilité financière), mais plus rarement à l'échelle nationale. Dans les pays où de tels forums ont été institués pour la gestion et la résolution des crises, il suffirait d'étendre leur mandat à la prévention.

Quels seraient les obstacles pratiques à la mise en œuvre d'un dispositif de stabilité macrofinancière et comment pourrait-on les éliminer ? L'obstacle majeur, peut-être, serait de ne pas être convaincu que les déséquilibres internes sont un facteur d'augmentation des risques, pour l'économie et le système financier, et de douter qu'un diagnostic précoce sera un jour possible – en somme, de penser qu'un nouveau dispositif ne serait ni nécessaire ni réalisable. Concernant la nécessité du dispositif, on pourrait retourner l'argument : la charge de la justification, selon la stratégie minimax d'évitement des catastrophes dans un contexte de grande incertitude, incombe à ceux qui acceptent les risques à long terme inhérents à des politiques s'écartant sensiblement des normes historiques. Quant au diagnostic précoce, il serait facilité s'il s'appuyait sur une étude plus poussée des données historiques relatives aux crises financières, sans cesse plus nombreuses, hélas.

Quels obstacles spécifiques empêcheraient les régulateurs de participer à ce nouveau dispositif ? Le premier est que, après des décennies d'une approche centrée sur les établissements individuels, l'idée que l'instabilité financière peut se manifester même lorsque ceux-ci apparaissent solides n'est peut-être pas partagée par tous. Le second est que les régulateurs ne disposent généralement pas des pouvoirs requis. Pour ce qui est du premier obstacle, il faut noter que la culture des régulateurs, qui a déjà considérablement évolué, pourrait encore s'enrichir d'un contact régulier avec les autres parties intéressées à ces questions systémiques. Pour le second, il suffirait que le législateur soit convaincu qu'une extension des pouvoirs est souhaitable. Si cette perspective paraît peu probable, n'oublions pas que, durant les années 60 et 70, la lutte contre l'inflation n'avait guère reçu de soutien, alors qu'aujourd'hui quasiment personne ne remettrait en question son bien-fondé.

Quels obstacles spécifiques empêcheraient les banques centrales de participer à ce nouveau dispositif ? Le plus important est que celles-ci pourraient craindre un conflit avec leur objectif – stabiliser l'inflation à un niveau positif bas ; ce serait le cas si, l'inflation étant maîtrisée, le dispositif préconisait un durcissement de la politique. La première question à poser est donc de savoir s'il est réellement souhaitable de maintenir l'inflation à un taux positif bas en présence de chocs d'offre positifs récurrents – thème de débats animés pendant l'entre-deux-guerres déjà. Mais, même dans l'hypothèse du maintien de cet objectif, il ne semblerait pas si difficile d'adapter les régimes actuels, axés sur la lutte contre l'inflation, pour tenir compte des préoccupations relatives aux déséquilibres financiers internes. Contrer les excès financiers à des niveaux d'inflation initialement bas permet en effet

d'éviter, plus tard, de lutter contre la déflation pendant la longue période nécessaire à la correction des excès. En pratique, une banque centrale pourrait mener normalement sa politique comme elle le fait aujourd'hui, mais elle ferait clairement savoir, en rendant public son suivi des indicateurs de vulnérabilité financière, que sa politique devrait être conduite, à l'occasion, de manière à intégrer ces préoccupations à plus long terme sur la stabilité des prix.

#### *Vers un dispositif international de stabilité macrofinancière ?*

En un sens, il est étrange que les déséquilibres financiers internes ne figurent pas en meilleure place sur la liste des priorités des autorités, alors même que les déséquilibres internationaux sont une source de préoccupations depuis des siècles. Les précédents systèmes monétaires internationaux étaient tous conçus précisément pour empêcher ces déséquilibres de devenir ingérables. Face au « triangle des incompatibilités », le régime de l'étalon-or intégrait un processus (qui ne fonctionnait pas toujours sans heurt) d'ajustement automatique des déséquilibres commerciaux. Le change était fixe et les mouvements de capitaux libres, mais les pays renonçaient à leur indépendance monétaire au nom de la discipline systémique. Dans le régime de Bretton Woods, le change était fixe, les politiques monétaires indépendantes, mais c'était au détriment de la libre circulation des capitaux. Le FMI avait alors, pour l'essentiel, un rôle d'arbitre, rappelant à l'ordre les pays qui avaient un important déficit extérieur. Plus tard, quand la libre circulation des capitaux a mis fin à ce système, on a pensé qu'un régime de changes flottants permettrait de limiter les déséquilibres commerciaux avant qu'ils n'atteignent de dangereuses proportions. L'ampleur des récents déséquilibres des comptes courants, et avant tout du déficit des États-Unis, va de plus en plus à l'encontre de cette hypothèse. Comme il est noté plus haut, la préoccupation première est qu'une chute de la demande d'actifs libellés en dollars ne suscite une instabilité des marchés financiers mondiaux ou des tentations protectionnistes.

Reste à savoir quelles caractéristiques du système international actuel ont conduit à ce résultat et quelles modifications permettraient de prévenir les difficultés. Il semble, fondamentalement, que nous ne disposions plus d'un système qui, d'une façon ou d'une autre, force les pays à ajuster leur degré relatif d'absorption domestique et leur cours de change pour corriger les déséquilibres extérieurs de manière ordonnée. Plusieurs grands pays créanciers, particulièrement d'Asie, ont contré toute appréciation de leur monnaie, empêchant ainsi le nécessaire ajustement à la baisse du dollar en termes effectifs. En bref, notre système de change n'est pas vraiment flottant. Pour autant, nous sommes bien loin du système de Bretton Woods. Les principes d'ajustement du FMI n'ont jamais eu beaucoup de prise sur les pays créditeurs ; c'est peut-être encore plus vrai aujourd'hui. Même s'il est possible, en toute logique, que des mesures de correction des déséquilibres internes, dans les pays créditeurs et débiteurs, puissent redresser aussi les déséquilibres extérieurs, il ne faudrait pas tenir cette éventualité pour acquise, et elle paraît d'ailleurs peu probable. Nous devons donc nous demander quelles mesures institutionnelles pourraient être recommandées pour

renforcer le processus d'ajustement international. Trois possibilités sont envisageables.

Premièrement, on pourrait imaginer un retour à un système plus encadré. Plusieurs universitaires ont proposé d'instituer une monnaie internationale unique. Le triangle des incompatibilités supposerait que les autorités nationales renoncent à toute maîtrise monétaire et abandonnent les contrôles encore en vigueur sur les mouvements de capitaux. Une variante plus réaliste reposerait sur un petit nombre de blocs monétaires (autour du dollar, de l'euro et du groupe renminbi/yen, par exemple), mais il va sans dire que ces monnaies devraient pouvoir flotter plus librement entre elles. Pour autant, un tel système n'éliminerait pas la possibilité de mouvements de capitaux excessifs répondant à un optimisme inconsidéré à l'égard de l'un ou l'autre bloc, qui se traduiraient par une distorsion de change et perturberaient l'allocation internationale des ressources. Concrètement, les économies d'Asie semblent instaurer des contacts et des procédures en vue d'une coopération monétaire régionale plus formalisée, mais celle-ci reste cependant encore bien éloignée du mécanisme précurseur de l'euro, et *a fortiori* d'une monnaie unique.

Deuxièmement, on pourrait envisager de revenir à un système plus proche de celui de Bretton Woods. L'histoire a montré que cela exigerait davantage de contrôles sur les mouvements de capitaux qu'il n'en existe actuellement, ce qui n'irait pas sans coûts. Il faudrait, en outre, octroyer au FMI des pouvoirs bien plus étendus afin qu'il puisse imposer aux pays créditeurs et débiteurs de jouer effectivement leur rôle dans le processus d'ajustement international. Les autorités nationales seraient ainsi moins tentées d'accumuler des réserves de change massives à titre préventif. Il va sans dire qu'il ne serait pas aisé de convaincre les pays – spécialement les plus grands – de céder volontairement un pan de souveraineté.

Troisièmement – ce serait la possibilité la plus prometteuse et la plus réalisable –, on pourrait envisager des coopérations informelles prenant en compte les interdépendances et la nécessité d'éviter tout ce qui pourrait entraîner des perturbations systémiques. Au minimum, cela exigerait des échanges de vues réguliers entre grands pays créanciers et pays débiteurs pour établir un diagnostic et, au besoin, proposer les remèdes. En vertu du triangle des incompatibilités, cela signifierait que les autorités nationales devraient parfois accepter certaines contraintes. Toutefois, comme dans le cas des déséquilibres internes, il convient de ne pas sous-estimer les obstacles : les divergences de perception du risque, les différences culturelles, la diversité des modèles d'analyse ou, tout simplement, les intérêts purement nationaux.

---

En résumé, tout choix de politique économique exige des arbitrages et du discernement ; il n'en va pas autrement lorsqu'il s'agit de stabilité macrofinancière. Il est incontestable que la plus grande stabilité macroéconomique dont nous jouissons depuis vingt ans et le cadre des politiques qui l'ont permise ont eu des effets bénéfiques. Il est difficile, néanmoins, de ne pas voir les tensions naissantes, et on ne saurait exclure

l'apparition de problèmes. Il conviendrait donc de s'intéresser plus systématiquement aux déséquilibres financiers, tant internes qu'internationaux, ce qui pourrait nécessiter une adaptation du cadre des politiques actuelles. Certes, les obstacles ne manquent pas mais, pour qui est convaincu de l'existence de problèmes à résoudre, ces obstacles n'apparaissent pas insurmontables.

