

## I. Sortir des cercles vicieux

Cinq années se sont écoulées depuis que la crise financière a éclaté ; pourtant, les déséquilibres dont souffre l'économie mondiale perdurent, et semblent même s'accroître, sous l'effet d'interactions amplifiant les vulnérabilités. Une croissance mieux répartie, des politiques économiques plus équilibrées et un système financier plus solide semblent des objectifs toujours hors d'atteinte. Dans les économies avancées au centre de la crise financière, l'endettement élevé continue de freiner la reprise ; il manque encore aux politiques monétaire et budgétaire une solution globale pour répondre aux besoins immédiats et prévenir les dangers futurs ; malgré les avancées réglementaires au plan international, l'état de santé du secteur financier fait toujours planer une menace sur la stabilité. Périodiquement, des signes encourageants éveillent l'espoir, mais ils s'estompent très vite, ce qui sape un peu plus la confiance des consommateurs et des investisseurs.

Tandis que les difficultés accablent maintes économies avancées, la croissance se poursuit dans les économies émergentes – entretenue dans certains cas par une expansion rapide du crédit ou par le puissant moteur des exportations. Cette situation contrastée se traduit par d'importants déséquilibres des paiements courants et des flux bruts de capitaux volatils, aux effets potentiellement déstabilisateurs. Dans beaucoup d'économies émergentes, le boum des exportations n'a guère incité à développer des modèles de croissance interne, plus durables, ce qui augmente la vulnérabilité des pays au moment où la croissance commence à s'essouffler. Comme en témoigne l'évolution au cours de ces douze derniers mois (chapitre II), la perspective d'une reprise autonome dans les économies avancées et d'un rééquilibrage de la croissance au plan mondial semble toujours s'éloigner.

Schématiquement, économies avancées et émergentes se trouvent prises dans des cercles vicieux, générateurs de distorsions. Comment en sortir pour enclencher des cercles vertueux ? Les défis posés par l'**ajustement structurel**, les risques liés aux **orientations monétaire** et **budgétaire** et les difficultés de la **réforme financière** demeurent les grands enjeux du monde d'aujourd'hui. Ces enjeux et les mesures à prendre pour arrimer fermement l'économie mondiale à une croissance viable à long terme sont traités dans les chapitres III à VI. Le reste du présent chapitre ébauche des recommandations sur les orientations à prendre. Il aborde aussi les vicissitudes actuelles de l'Europe, où l'union monétaire est confrontée, outre toutes les difficultés déjà évoquées, aux problèmes découlant d'une structure institutionnelle inachevée.

### Les ajustements structurels se font attendre

Les déséquilibres mondiaux demeurent : dans bien des économies avancées, la conjoncture reste hésitante, tandis que l'activité progresse ailleurs, parfois même à vive allure (chapitre III). Cette situation ne pourra vraisemblablement perdurer.

Les économies qui étaient au centre de la crise financière doivent s'attaquer résolument à ses conséquences : endettement et mauvaise répartition des ressources. La bulle immobilière – reposant sur l'effet de levier – a laissé une énorme masse de dette après son inévitable implosion. Le processus incontournable de désendettement des ménages, loin d'être achevé, progresse lentement par comparaison à d'autres périodes. Le niveau d'endettement des ménages se maintient à près de 100 % du PIB dans certains pays, notamment en Espagne, en Irlande et au Royaume-Uni. Dans d'autres, comme la France et l'Italie, la dette des entreprises et des ménages augmente par rapport au PIB depuis 2008.

L'un des freins au désendettement des ménages est la nécessité concomitante d'un assainissement des bilans et d'un désendettement dans le secteur financier et le secteur public. La lenteur exceptionnelle de ce processus dans chaque grand secteur d'activité explique, en partie, la fragilité de la reprise dans les économies avancées. Et, comme il reste encore à assainir les bilans, les effets bénéfiques que pourraient avoir des mesures de relance budgétaire sur la demande seraient limités, les agents économiques surendettés préférant rembourser leurs dettes. Il est donc vraisemblable que la croissance restera faible.

Les déséquilibres sectoriels persistants ne favorisent pas non plus la reprise. Une mauvaise allocation des ressources en phase d'expansion entrave la reprise après une crise, la main-d'œuvre et le capital ne se redéployant pas facilement d'un secteur vers un autre. Par conséquent, dans les pays où ces déséquilibres entre secteurs étaient les plus patents, le chômage est à la fois plus élevé et plus lent à se résorber.

Dans le même temps, les pays en forte croissance sont confrontés à d'autres défis : d'une part, se montrer vigilants et réagir face à l'émergence de boums financiers, et d'autre part, pour nombre de ces économies, réduire leur dépendance à l'égard des exportations. Les signes d'une flambée dans quelques économies émergentes ne manquent pas. Dans certaines d'entre elles, les prix de l'immobilier et d'autres actifs sont en forte progression, tandis que l'augmentation du service et de la charge de la dette du secteur privé par rapport au revenu dépasse sa tendance sur longue durée. Les dirigeants de ces pays ont bien conscience des leçons à tirer des difficultés que traversent aujourd'hui les pays avancés qui ont connu de telles évolutions, surtout depuis l'apparition récente de signes de ralentissement dans leurs propres économies. Étant donné les perspectives d'une faiblesse persistante de la croissance, les pays dont la réussite s'est bâtie sur les exportations seraient bien avisés de développer, sans attendre, leurs capacités de croissance interne.

## **Surexposées, les banques centrales sont confrontées à des risques**

Au cours de l'année écoulée, les banques centrales des économies avancées ont poursuivi, voire étendu, leurs programmes d'achat d'obligations d'État et de soutien à la liquidité bancaire. À \$18 000 milliards (chiffre toujours en progression), l'actif agrégé de l'ensemble des banques centrales représente 30 % environ du PIB mondial, deux fois plus qu'il y a dix ans. Par ailleurs, les

taux directeurs réels – taux nominaux moins inflation IPC – restent clairement négatifs dans la plupart des grandes économies avancées. À n'en pas douter, sans l'action résolue des banques centrales après la faillite de Lehman Brothers en 2008 et depuis lors, l'économie mondiale se trouverait aujourd'hui en moins bonne posture. Les prêts à 3 ans proposés aux banques par la BCE, fin 2011 puis, de nouveau, début 2012, témoignent aussi de cette détermination. Ce programme de €1 000 milliards, qui a accru de quelque €500 milliards le bilan des banques centrales de l'Eurosystème, a sans doute été déterminant pour mettre un terme à la paralysie sur les marchés du financement des banques et, indirectement, soutenir certains marchés des obligations d'État de la zone euro.

L'exceptionnelle longévité des politiques monétaires accommodantes tient, en grande partie, à l'insuffisance des mesures gouvernementales pour régler les problèmes structurels. En d'autres termes, les banques centrales sont contraintes de prolonger la stimulation monétaire face aux attermoissements des gouvernements, ce qui retarde le processus d'ajustement. Or, les éventuelles retombées bénéfiques de ces efforts pourraient bien être en train de s'estomper, alors que leurs effets indésirables sont peut-être en train de s'amplifier (chapitre IV). Il reste que les politiques monétaires accommodantes, conventionnelles ou non, ne sont que des palliatifs. Il serait faux de penser que tous les problèmes peuvent être résolus par le recours au bilan des banques centrales : il n'est d'aucun secours pour encourager le désendettement, redresser les déséquilibres sectoriels ou régler des problèmes de solvabilité. En réalité, des taux directeurs proches de zéro conjugués à un soutien de liquidité massif et quasi inconditionnel n'incitent guère le secteur privé à assainir ses bilans ni les autorités budgétaires à limiter leur appel à l'emprunt. Ensemble, ces politiques provoquent des distorsions dans le système financier et, ce faisant, alourdissent la tâche des autorités de contrôle.

Avec des taux nominaux maintenus à des niveaux qui ne sauraient être plus bas et des bilans en constante expansion, les risques s'accumulent pour les banques centrales. Il s'agit, dans une large mesure, de l'apparition de conséquences non voulues, qu'il convient d'anticiper et de maîtriser. Au nombre de ces conséquences pourraient figurer, notamment, un soutien accordé en pure perte à des emprunteurs et des banques, de fait, insolubles – un phénomène que le Japon a connu dans les années 1990 – et un gonflement artificiel du prix des actifs, porteur, à terme, de risques pour la stabilité financière. L'une des leçons de cette crise est d'avoir montré que les banques centrales ont la capacité d'éviter une débâcle. Une autre leçon, plus essentielle encore : il faut corriger les problèmes structurels sous-jacents en phase de reprise, au risque, sinon, de laisser se développer rapidement les conditions d'une prochaine crise.

Les banques centrales sont, de surcroît, confrontées à un autre risque : à l'heure où il faudra durcir la politique monétaire, l'ampleur et la portée mêmes des mesures non conventionnelles prises par les banques centrales pourraient empêcher l'abandon de la stimulation monétaire au moment opportun et compromettre la stabilité des prix. Il en résulterait, à n'en pas

douter, une perte de crédibilité, voire d'indépendance, pour les banques centrales.

Même si les banques centrales, dans bien des économies avancées, n'ont peut-être pas d'autre option, pour l'heure, que de poursuivre une politique monétaire relativement accommodante, elles doivent s'employer à favoriser le recours à d'autres voies pour inciter davantage au désendettement, à l'assainissement des bilans et à l'ajustement structurel. Elles devraient également redoubler de vigilance en cas de résurgence de déséquilibres sur les marchés des actifs.

La situation est tout autre pour les économies en rapide expansion, mais là aussi, les banques centrales se trouvent face à des choix difficiles. Voilà quelque temps que des menaces planent sur la stabilité monétaire et financière dans beaucoup d'économies émergentes. Les responsables de la politique monétaire devront continuer de s'efforcer de trouver le bon dosage, mais leur tâche est compliquée par une croissance donnant des signes d'essoufflement et par l'orientation monétaire exceptionnellement accommodante dans les économies avancées.

## La perspective des finances publiques donne le vertige

Depuis 2007 – année du début de la crise financière –, la dette publique a fortement progressé dans les économies avancées, passant d'une moyenne située autour de 75 % à plus de 110 % du PIB, tandis que le déficit public moyen s'aggravait, passant de 1,5 % à 6,5 % du PIB. On pourrait penser que, sans cette crise financière, l'assise des finances publiques serait relativement saine aujourd'hui. La progression constante et supposée pérenne des rentrées fiscales durant les années de boum ne l'avait que provisoirement consolidée. En réduisant les recettes fiscales et en augmentant le coût de la protection sociale, la crise financière a fait exploser les niveaux de déficit et d'endettement, rappelant brutalement aux autorités que des menaces, naguère latentes, n'étaient pas si éloignées : l'insuffisance flagrante du financement des engagements publics au titre de la santé et des retraites, ainsi que la taille ingérable du secteur public.

Dans plusieurs pays, les programmes de soutien au secteur financier, d'une ampleur colossale, ont mis à mal les comptes publics. L'interaction négative entre secteur financier et secteur public a ainsi joué un rôle déterminant dans l'accélération de la dégradation budgétaire, et le lien entre les tensions dans le système bancaire et les pressions des marchés sur la dette souveraine s'est fortement resserré ces dernières années, particulièrement en Europe.

Ce maelström budgétaire a fait perdre à de nombreuses signatures souveraines le privilège exclusif d'emprunteurs jugés exempts de risque de crédit par les marchés, et en ce sens, synonyme de « sans risque » (chapitre V). Cette perte est d'autant plus préoccupante dans le contexte économique actuel et au vu de la forte dépendance de maints systèmes bancaires envers le soutien du secteur public. La raréfaction d'actifs sûrs a des répercussions néfastes sur le fonctionnement des marchés financiers et tend à renchérir le

financement du secteur privé. En outre, elle pousse les banques à adopter des pratiques à risque, telle que l'utilisation de la même sûreté en garantie de plusieurs opérations successives.

Ces douze derniers mois, l'attention a été largement mobilisée par la situation dans la zone euro, où des crises de dette souveraine ont éclaté à un rythme alarmant. Pourtant, les déséquilibres budgétaires structurels ne sont pas l'apanage de cette région, comme en ont récemment témoigné l'abaissement de la note de crédit des États-Unis et du Japon, ainsi que les avertissements sur la note du Royaume-Uni.

Dans les économies émergentes, la dette publique est, en moyenne, restée assez stable par rapport au PIB. Pour autant, les gouvernements ne devraient pas baisser la garde : l'expansion du crédit et l'envolée du prix des actifs ont, dans bien des pays, masqué les faiblesses latentes de leurs finances publiques, à la manière de ce qui s'était passé dans les économies avancées avant la crise financière. Si les signes récents de ralentissement se confirment, l'horizon pourrait s'assombrir pour ces économies.

Partout dans le monde, donc, les autorités doivent s'attaquer à leurs problèmes budgétaires. Dans la plupart des économies avancées, il faudrait que le budget primaire (hors service de la dette) inscrive, pendant chacune des 20 années à venir, un excédent de plus de 2 % du PIB pour que le ratio dette/PIB revienne simplement à son niveau d'avant la crise. Or, chaque année supplémentaire de déficit budgétaire retarde l'ajustement. La question n'est pas de savoir si les gouvernements doivent procéder à des rééquilibrages, mais comment. Doivent-ils, comme certains analystes le pensent, se concentrer exclusivement sur le long terme, sans se soucier du court terme ? Ou, au contraire, s'atteler dès maintenant à un plan de redressement, comme le préconisent d'autres analystes, pour lesquels toute autre solution serait désastreuse pour les signatures souveraines ?

Où que l'on se situe entre ces deux extrêmes, plusieurs évidences s'imposent. La toute première priorité est de prendre des mesures énergiques et crédibles à long terme, même au prix de douloureux arbitrages aujourd'hui. Dans les économies avancées, les gouvernements vont devoir démontrer leur engagement à maîtriser le coût croissant de leurs systèmes de retraite et de santé compte tenu du vieillissement de la population. Une réduction des dépenses et une augmentation des recettes pourraient aussi être indispensables à court terme. Mais les pays en très grande difficulté devront faire bien plus, en réformant au plus vite leur secteur public. Dans nombre de pays, le processus de désendettement en cours dans le secteur privé affaiblit la demande agrégée à court terme et entrave la réforme budgétaire. Les autorités de ces pays devraient se donner une marge de manœuvre suffisante pour soutenir un processus d'assainissement des bilans du secteur privé, y compris en recapitalisant les banques lorsqu'elles constateront leurs pertes.

Mais il n'est jamais aisé de reconquérir la confiance perdue. La route sera longue avant que les signatures souveraines retrouvent le statut d'emprunteur sans risque. Certains pays, déjà à court d'options, n'auront d'autre choix que de prendre des mesures immédiates d'assainissement budgétaire. D'autres

devront, pour y parvenir, trouver le juste équilibre entre mesures de long et de court terme. Ce faisant, l'une des principales difficultés sera d'éviter de perdre la confiance des investisseurs.

Les économies moins touchées par la crise financière doivent mettre à profit leur relative position de force pour placer leurs finances publiques sur une trajectoire tenable à long terme. Plus tôt elles s'y attelleront, plus elles auront de marge pour réagir quand, inévitablement, une nouvelle crise éclatera. En outre, tous les pays devront enrayer les interactions négatives entre secteur financier et risque souverain. À cette fin, ils devraient s'employer, dans les meilleurs délais, à rendre leurs banques plus résilientes et veiller, à mesure que la conjoncture s'améliore, à constituer un volant de réserves budgétaires.

## La sphère financière est en pleine mutation

Toujours aux prises avec les effets de la crise, les établissements financiers doivent, en outre, s'adapter à un nouvel environnement de marché et à de nouvelles réglementations. Si certains ont bien progressé sur le plan de la recapitalisation, l'ajustement aux nouvelles conditions, loin d'être achevé, doit se poursuivre (chapitre VI). La défiance que les investisseurs continuent de montrer à l'égard des banques donne la mesure de ce qui reste à faire. En témoignent le prix de la protection contre le défaut d'une banque (les primes CDS), aussi élevé qu'au plus fort de la crise, et le terrain perdu par les actions du secteur bancaire par rapport à l'ensemble du marché.

Malgré les efforts de recapitalisation, de nombreuses banques présentent encore un fort levier, même celles qui sont suffisamment capitalisées en apparence, mais dont l'exposition sur dérivés est disproportionnée. Les grandes banques continuent de trouver un intérêt à augmenter leur levier d'endettement sans se soucier suffisamment des conséquences d'une défaillance : du fait de leur poids systémique, elles comptent sur un soutien public en cas d'évolution défavorable. Autre signe préoccupant : l'activité de négoce, après une brève contre-performance imputable à la crise, est en passe de redevenir l'une des sources principales de revenu pour les grandes banques.

Avec cette évolution, le secteur financier retrouve le profil à haut risque qui était le sien avant la crise. Les pertes colossales subies récemment sur le négoce de dérivés viennent pourtant rappeler les dangers qu'il présente. Des progrès fondamentaux auront été accomplis le jour où le contribuable ne sera plus sollicité en cas de défaillance de très grands établissements et où le poids de ce secteur dans l'économie sera ramené à des proportions plus restreintes.

Certaines initiatives permettraient d'aligner les intérêts des marchés sur l'intérêt général. L'une consiste à réformer les systèmes de rémunération dans les banques. Une autre concerne les investisseurs en obligations qui, avec le secteur public, risquent de devoir régler la facture dès lors que l'actif net d'un intermédiaire financier devient négatif. Leurs intérêts seront d'autant mieux alignés sur l'intérêt général qu'ils seront conscients des pertes qu'ils

auraient à subir en cas de difficultés d'un établissement. Il faudra, pour y parvenir, s'appuyer sur l'émission d'obligations requalifiables (*bail-in bonds* – où les pertes des porteurs en cas de résolution sont déterminées à l'avance) et sur l'amélioration des dispositions en matière de résolution de défaillances. Une telle clarification des risques encourus par les investisseurs et l'élimination du soutien public aux banques en crise – notamment les garanties d'État sur les obligations – inciteront les intervenants à examiner plus soigneusement la santé financière d'un établissement bancaire avant de prendre leur décision d'investissement. La transparence joue à cet égard un rôle clé : elle permet aux détenteurs d'obligations d'effectuer un meilleur suivi, puisque la prise de risque des établissements est rendue plus visible.

Pour résumer, les autorités doivent amener les banques à adopter des modèles opérationnels moins risqués, plus viables et plus nettement en conformité avec l'intérêt général. Les pouvoirs publics pourraient donner au secteur bancaire une impulsion salutaire en ce sens, sous réserve de veiller à ce que les nouvelles réglementations adoptées soient appliquées partout et sans délai. En plus d'améliorer la transparence, cela assurerait des conditions de concurrence équitables aux banques actives à l'international. Il importe plus encore que les autorités continuent d'imposer aux banques de ramener leur levier financier à un niveau plus bas – et de l'y maintenir, en les empêchant de déployer de nouveaux instruments ou de nouvelles tactiques susceptibles de le relever. Toutefois, les efforts ne sauraient porter sur les seules banques traditionnelles. Partout dans le monde, il reste encore aux autorités prudentielles à mettre en place de solides réglementations applicables au système bancaire parallèle.

### Quant à l'Union monétaire européenne...

C'est avec anxiété que le reste du monde observe la crise qui frappe la zone euro, craignant ses éventuelles répercussions. Fondamentalement, la crise européenne pourrait préfigurer la convergence de problèmes – aux effets virulents et déjà bien présents – qui pourrait se produire ailleurs si les politiques suivies ne parviennent pas à briser les cercles vicieux générés par les vulnérabilités mondiales traitées dans le présent rapport : déséquilibres sectoriels, levier financier excessif, surendettement public et sursollicitation des banques centrales.

Pour l'heure, les interactions délétères nées de ces problèmes se trouvent concentrées dans la zone euro : dans quelques pays, les autorités budgétaires, contraintes d'opérer un assainissement des finances publiques, ne peuvent plus soutenir ni leurs banques ni leur économie. La brusque défiance des investisseurs à l'encontre de ces pays a provoqué une fragmentation tout aussi rapide des marchés financiers au sein de la zone euro. Dans ces conditions, comment la monnaie unique peut-elle regagner son crédit, qui permettrait à l'Europe de retrouver le chemin de la prospérité et de continuer de progresser sur la voie de l'intégration ?

Pour une part, la crise de la zone euro met en scène des problèmes latents, révélés par la crise financière et communs à de nombreuses économies

avancées. Résoudre cette crise-là impose donc, en partie, des corrections communes : ajustement des bilans dans le secteur privé, rééquilibrage sectoriel, assainissement des finances publiques et recapitalisation dans le secteur bancaire. L'Europe a progressé sur plusieurs fronts, en réformant les marchés du travail et les systèmes d'assurance sociale et en adoptant un pacte budgétaire qui fait obligation aux pays de présenter des budgets en équilibre ou excédentaires.

Mais la pleine résolution de la crise de la zone euro passe par un renforcement des fondements institutionnels mêmes de l'union monétaire. Pour mesurer l'importance de cet enjeu, il faut se rappeler que l'Union monétaire européenne a réalisé l'intégration des marchés financiers et créé une autorité monétaire centrale afin que les capitaux puissent circuler librement et facilement à l'intérieur de la zone de la monnaie unique. Toutefois, si, pour la sphère financière et les banques centrales, les frontières internes ont disparu, les autorités d'un pays donné n'ont toujours que des responsabilités limitées vis-à-vis des opérations d'un intermédiaire financier dans un autre pays. Par conséquent, on ne saurait attendre d'une collectivité nationale qu'elle assume les conséquences financières d'opérations réalisées ailleurs dans l'union. Il est difficile, dans ces conditions, de ne pas en conclure qu'un marché financier paneuropéen et une banque centrale paneuropéenne ont besoin d'un système bancaire lui aussi paneuropéen. Ce qui revient, peu ou prou, à dire qu'une union monétaire qui centralise la fonction de prêteur en dernier ressort doit également unifier son système bancaire. Les banques de l'Europe doivent devenir des banques européennes.

Les propositions faites récemment pour amorcer une évolution sur le front bancaire permettraient de progresser rapidement, dans la mesure où elles seraient réalisables dans le cadre actuel des dispositions régissant l'union monétaire. En premier lieu, elles préconisent d'unifier les règles bancaires dont la portée s'arrête actuellement aux frontières nationales. En second lieu, des règles communes donneraient compétence, en matière de réglementation, de contrôle, d'assurance des dépôts et de résolution des défaillances à des entités communes centralisées.

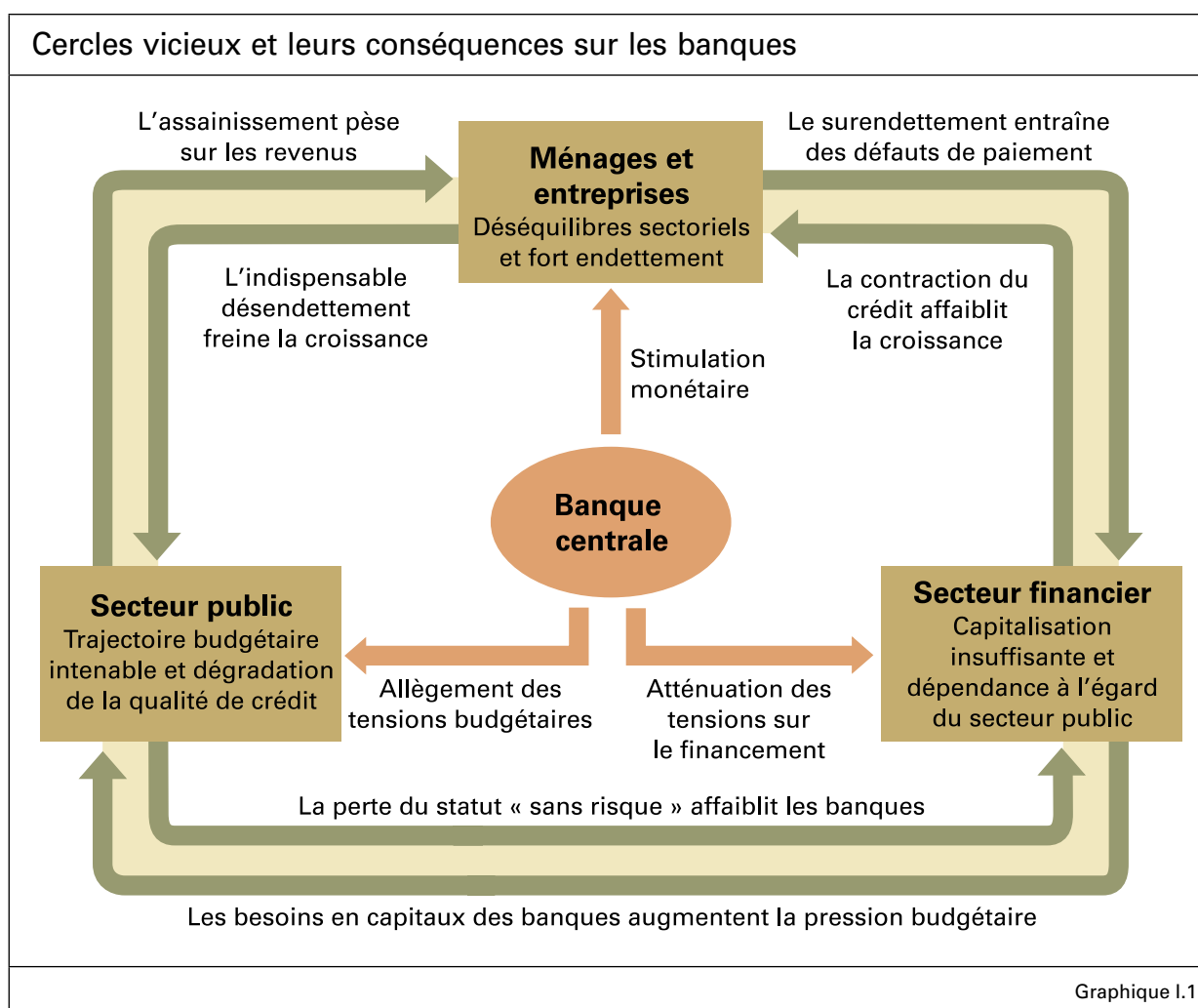
L'adoption de telles mesures stopperait l'interaction néfaste entre secteur bancaire et risque souverain et supprimerait les autres interdépendances responsables du degré de gravité de cette crise. Elle redynamiserait l'activité de prêt interbancaire et améliorerait l'accès des émetteurs souverains aux marchés de financement. Elle permettrait à l'Eurosystème de sortir du rôle, non conventionnel et non souhaitable, qu'il a dû endosser. Elle restaurerait la confiance dans la monnaie unique, de sorte que les déposants – des grands institutionnels aux particuliers – reprennent le chemin des établissements de leur marché naturel. Avec une normalité assurée au quotidien grâce à une monnaie **et** un système bancaire unifiés, les dirigeants disposeraient du temps nécessaire pour parachever la construction du cadre institutionnel plus large dont l'union monétaire a besoin pour sa viabilité à long terme.



## Synthèse

Réorienter l'économie mondiale vers une croissance équilibrée et autonome reste une tâche difficile, loin d'être achevée. Comme il est constaté dans le présent rapport, l'économie mondiale souffre de vulnérabilités structurelles, qui s'amplifient, par interactions, et gênent la mise en place de réformes indispensables dans les économies émergentes et avancées. Il serait vain d'espérer trouver des solutions instantanées : il n'y en a pas. Les banques centrales – déjà sollicitées de toutes parts – ne peuvent corriger ces vulnérabilités. Les consommateurs dans les économies avancées le comprennent bien, eux qui réduisent leurs dettes et se montrent peu enclins à la dépense ; les entreprises également, qui diffèrent investissements et recrutements ; de même aussi, les investisseurs, qui hésitent face aux perspectives à la fois médiocres et porteuses de risques (comment, sinon, expliquer qu'ils acceptent des taux d'intérêt réels négatifs sur les obligations d'État dans nombre d'économies avancées ?).

En considérant l'économie dans sa globalité, on s'aperçoit que trois groupes doivent procéder à des ajustements (graphique I.1) : le secteur financier doit reconnaître ses pertes et se recapitaliser ; les gouvernements doivent placer les finances publiques sur des trajectoires durables ; et les



ménages et les entreprises doivent réduire leur endettement. En l'état actuel, les problèmes qui pèsent sur chaque secteur, et les efforts que chacun déploie pour les corriger, ne font qu'aggraver la situation des deux autres. Les difficultés dans le secteur financier mettent le secteur public à rude épreuve et freinent aussi le désendettement des ménages et des entreprises. Les défis posés au secteur public par la baisse de qualité de son crédit et la nécessité d'un rééquilibrage budgétaire mettent à mal la capacité des autres secteurs de se rétablir. Enfin, les efforts des ménages et des entreprises pour diminuer leurs niveaux d'endettement vont à l'encontre d'un redressement dans les secteurs public et bancaire. Tous ces liens de cause à effet finissent par générer toute une série de cercles vicieux.

À la croisée de ces interactions, les banques centrales se retrouvent contraintes d'employer tout ce qui est en leur pouvoir pour limiter les dégâts : contraintes de financer directement le secteur financier et contraintes de maintenir des taux à des niveaux exceptionnellement bas pour alléger la situation financière du secteur public, des ménages et des entreprises. Cette forte sollicitation représente un risque pour l'objectif de stabilité des prix, la crédibilité et, au final, l'indépendance des banques centrales.

Il est crucial de sortir de ces cercles vicieux, et ainsi de réduire la pression qui s'exerce sur les banques centrales. Y parvenir exigera l'assainissement et le renforcement du bilan des banques et demandera, en même temps, de limiter la taille du secteur financier et son exposition au risque. Comme nous l'avons préconisé dans de précédentes éditions du *Rapport annuel*, il faut que les banques corrigent leur bilan de sorte qu'il reflète fidèlement la valeur des actifs ; des progrès ont été faits en la matière, mais il faudrait que les responsables des politiques poussent à un ajustement plus rapide. Ce faisant, ces responsables devront veiller à la rapide recapitalisation des établissements et s'assurer que les banques constituent des volants de fonds propres à mesure que la conjoncture s'améliore. Plus généralement, les autorités doivent mettre en œuvre les réformes financières convenues, les étendre à l'activité du système bancaire parallèle et limiter la taille et le poids du secteur financier, pour éviter que la faillite d'un établissement soit le déclencheur d'une autre crise.

Dans la zone euro, les effets dommageables de ces cercles vicieux ont atteint une phase avancée, qui non seulement témoigne de vulnérabilités observées ailleurs, mais aussi met en évidence l'intégration financière encore incomplète au sein de l'union monétaire. L'Europe surmontera cette crise si elle s'emploie à résoudre ces deux problématiques : réaliser l'ajustement structurel, le rééquilibrage budgétaire et la recapitalisation des banques ; unifier le cadre de la réglementation du secteur bancaire, du contrôle prudentiel, de l'assurance des dépôts et de la résolution des défaillances. Cette démarche contribuerait de façon décisive à rompre les liens nocifs entre emprunteurs souverains fragilisés et établissements bancaires fragilisés, pour produire la normalité financière qui accordera le temps de développer plus avant le cadre institutionnel de la zone euro.

D'une manière générale, en Europe, mais pas seulement, la redynamisation du secteur bancaire et la modération des excès dans l'industrie financière

mettront fin aux interactions négatives avec les autres secteurs, dégageant ainsi la voie pour s'atteler aux prochains objectifs : rééquilibrage budgétaire et désendettement du secteur privé non financier. Alors seulement, lorsque la situation financière de tous les secteurs sera redressée, pourrons-nous espérer revenir à une croissance équilibrée. Alors seulement, l'économie mondiale pourra s'extraire du cercle vicieux dans lequel elle est prise, et intégrer un cycle vertueux.