

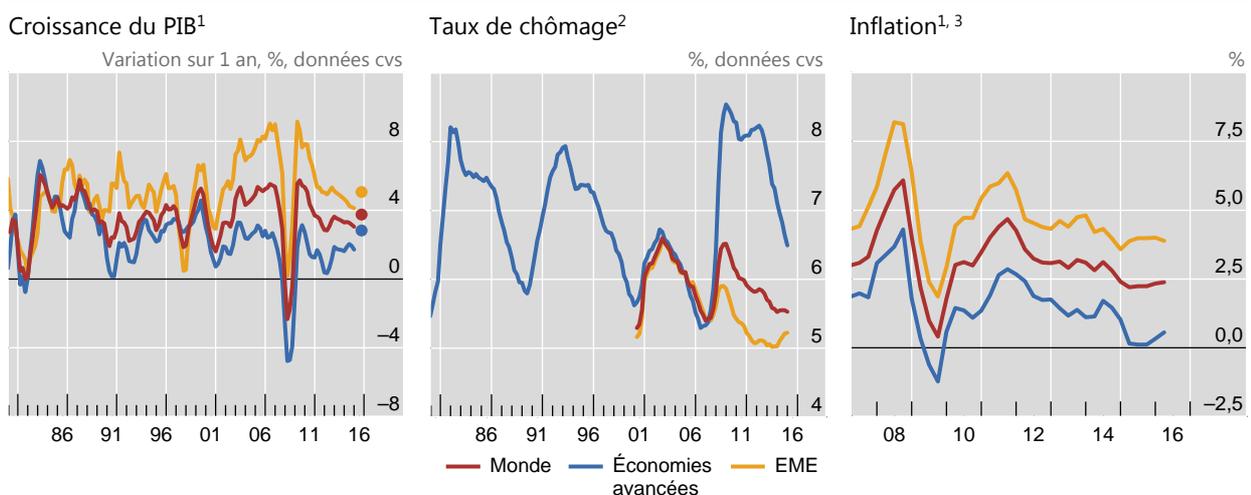
## I. Lorsque demain arrivera

L'expansion mondiale se poursuit, mais l'économie continue de donner une impression d'ajustement inégal et inachevé. Les anticipations n'ont pas été satisfaites, la confiance n'a pas été restaurée, et les amples mouvements des taux de change et des prix des produits de base observés au cours de l'année écoulée semblent indiquer la nécessité d'un réalignement fondamental. Le retour à une expansion robuste et durable est-il encore loin ?

Interprétés avec un peu de recul, les indicateurs standards montrent que les résultats macroéconomiques ne sont pas aussi mauvais que la rhétorique le laisse parfois penser (graphique I.1). Certes, les prévisions de croissance mondiale ont une nouvelle fois été révisées à la baisse, comme elles l'ont été à maintes reprises depuis la Grande Crise financière. Mais les taux de croissance ne sont pas si éloignés de leurs moyennes historiques et, dans un certain nombre de cas importants, ils sont supérieurs aux estimations du potentiel. Après ajustement en fonction des tendances démographiques, la croissance par adulte en âge de travailler dépasse même légèrement les tendances à long terme (chapitre III). Dans l'ensemble, les taux de chômage ont diminué et, bien souvent, ils sont proches de leurs niveaux historiques ou des estimations de plein emploi. Quant à l'inflation, bien qu'elle demeure inférieure aux objectifs spécifiques fixés dans les grandes économies avancées, elle peut être considérée comme globalement conforme à la plupart des acceptions de la stabilité des prix. Ainsi, l'expression pessimiste « reprise en cours » ne rend pas tout à fait justice aux progrès accomplis par l'économie mondiale depuis la crise.

Le contexte dans lequel se placent ces repères économiques et ce qu'ils nous disent peut-être de l'avenir sont cependant moins rassurants. Il s'agit d'un trio de conditions menaçantes : une croissance de la productivité anormalement molle,

L'économie mondiale n'est pas aussi faible que la rhétorique le laisserait penser Graphique I.1



Dans le cadre de gauche, les points représentent les moyennes sur la période 1982–2007.

<sup>1</sup> Moyennes pondérées sur la base des PIB et PPA. <sup>2</sup> Moyennes pondérées en fonction de la population active ; la définition peut varier d'un pays à l'autre. <sup>3</sup> Prix à la consommation.

Sources : FMI, *Statistiques financières internationales* et *Perspectives de l'économie mondiale* ; Datastream ; données nationales ; et calculs BRI.

faisant planer un doute sur une amélioration future des niveaux de vie ; une dette mondiale historiquement élevée, soulevant des risques pour la stabilité financière ; et une marge de manœuvre extrêmement réduite pour l'action des pouvoirs publics, fragilisant l'économie mondiale.

Comme le notait le Rapport annuel de l'année dernière, ce malaise s'exprime, de façon hautement visible et très commentée, par une faiblesse exceptionnelle et persistante des taux d'intérêt, lesquels ont encore diminué depuis lors (graphique I.2, cadre de gauche). Les taux directeurs corrigés de l'inflation sont descendus encore plus bas, poursuivant leur plus long séjour de l'après-guerre en territoire négatif. La Banque du Japon a rejoint la BCE et les banques centrales de la Suède, du Danemark et de la Suisse en adoptant des taux directeurs nominaux négatifs. Un nouveau record a été atteint fin mai : près de 8 000 milliards de dollars de dette souveraine, y compris des titres à long terme, se négociaient à des rendements négatifs (graphique I.2, cadre de droite).

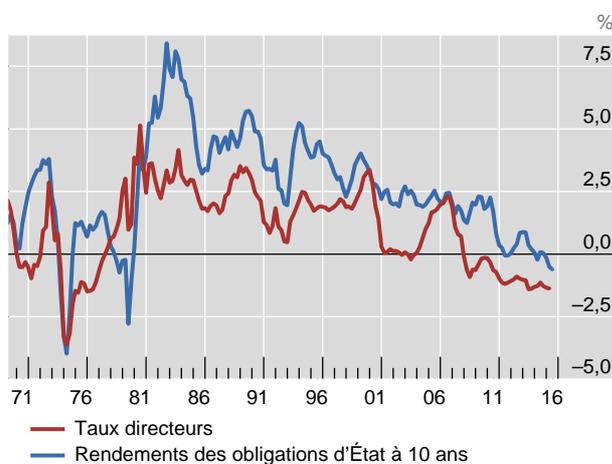
Le niveau des taux d'intérêt est révélateur. Il laisse entendre que les acteurs du marché envisagent l'avenir avec une certaine appréhension ; que, malgré les immenses efforts déployés par les banques centrales depuis la crise, l'inflation demeure obstinément faible et la croissance de la production, décevante ; et que la politique monétaire supporte, depuis beaucoup trop longtemps, une part excessive du fardeau. La croissance mondiale, qui n'est guère éloignée de ses moyennes historiques, offre un contraste particulièrement saisissant avec le bas niveau des taux d'intérêt. Ce contraste se manifeste aussi par des signes de fragilité sur les marchés financiers et par des tensions sur les marchés des changes.

Interpréter l'évolution de l'économie mondiale est une tâche ardue, mais nécessaire si l'on veut définir des remèdes possibles. À l'instar des éditions de ces dernières années, le présent Rapport annuel propose une interprétation qui s'attache en particulier aux aspects financiers, mondiaux et de moyen terme. Selon cette interprétation, la situation défavorable qui prévaut actuellement reflète en grande

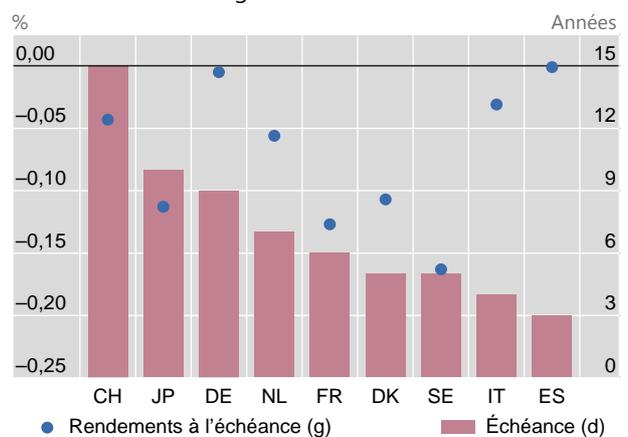
## Les taux d'intérêt restent d'une faiblesse exceptionnelle et persistante

Graphique I.2

Taux du G3, corrigés de l'inflation<sup>1</sup>



Durée la plus longue des obligations d'État se négociant à des rendements négatifs<sup>2</sup>



<sup>1</sup> Moyennes pondérées sur la base des PIB et PPA mobiles ; taux directeur nominal (rendement), déduction faite de la hausse des prix à la consommation, hors alimentation et énergie. <sup>2</sup> Obligations génériques Bloomberg au 27 mai 2016.

Sources : Bloomberg ; et données nationales.

partie l'incapacité à maîtriser les effets des cycles financiers, cette succession de phases de puissante expansion et de vive contraction, extrêmement coûteuse, qui a laissé des séquelles durables dans l'économie et freiné le retour à une expansion mondiale robuste, équilibrée et soutenue – autant de signes caractéristiques d'une reprise inégale après une récession de bilan. Depuis trop longtemps, la dette fait office de substitut politique et social à la croissance des revenus.

Il est urgent de rééquilibrer les politiques publiques pour les centrer davantage sur les mesures structurelles, sur l'évolution financière et sur le moyen terme. Une composante clé d'un tel rééquilibrage serait une meilleure appréciation des effets cumulés que produisent les politiques adoptées sur le stock de dette, sur l'allocation des ressources et sur la marge de manœuvre des pouvoirs publics. En effet, un défaut d'appréciation de ces effets restreint les options qui seront disponibles le jour où, finalement, l'avenir sera devenu le présent. Des arbitrages intertemporels s'imposent.

Le présent Rapport annuel actualise et explore plus avant certains de ces thèmes, ainsi que les défis qu'ils lancent sur le plan analytique et des politiques publiques. Le présent chapitre passe en revue les points qui seront abordés dans la suite du rapport. Il se penche tout d'abord sur l'évolution de l'économie mondiale au cours de l'année écoulée. Il revient ensuite sur certaines des forces en jeu, replaçant les éléments des nécessaires réalignements macroéconomiques dans une perspective à plus long terme tout en évaluant les risques potentiels. Le chapitre se conclut par les considérations qui en résultent pour l'action des pouvoirs publics.

## L'économie mondiale : principaux faits marquants de l'année écoulée

Dans l'ensemble, les performances de l'économie mondiale au cours de l'année écoulée ont reproduit des schémas déjà observés ces dernières années, avec des signes de tensions récurrentes entre évolutions macroéconomiques et marchés financiers.

La production mondiale a, de nouveau, connu une croissance plus lente que prévu même si, à 3,2 % en 2015, elle n'a été que légèrement plus modeste qu'en 2014, et guère éloignée de sa moyenne sur la période 1982–2007 (chapitre III). Au total, la rotation prévue de la croissance des économies de marché émergentes (EME) vers les économies avancées ne s'est pas concrétisée, car ces dernières n'ont pas acquis suffisamment de vigueur pour compenser la faiblesse des EME exportatrices de produits de base. Au moment de la mise sous presse du présent rapport, les prévisions consensuelles font état d'un renforcement progressif de la croissance dans les économies avancées et d'un rebond plus marqué dans les EME.

Les marchés du travail se sont avérés plus résilients. Dans la plupart des économies avancées, y compris toutes les grandes juridictions, le taux de chômage a poursuivi sa décrue. Fin 2015, le taux mondial moyen était revenu à 6,5 %, soit le niveau qu'il avait atteint en 2008 avant de s'envoler pendant la crise. Pourtant, dans certaines économies avancées, le chômage est demeuré à un niveau trop élevé, notamment dans la zone euro et parmi les jeunes. Le tableau a été plus contrasté dans les EME, associant des points faibles et des atouts, mais leur taux de chômage global a légèrement augmenté.

Ce différentiel de performances – amélioration sur le front de l'emploi contrastant avec une croissance modérée de la production – met en évidence la faiblesse de la croissance de la productivité, la première des trois menaces pesant sur l'avenir (graphique I.3, cadre de gauche). La croissance de la productivité est restée en berne, persistant dans son déclin de long terme qui était visible au moins dans les économies avancées, et qui s'est accentué dans les pays frappés par la crise.

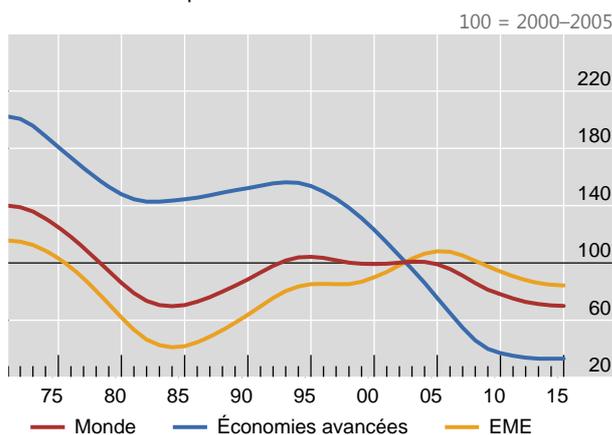
De manière générale, l'inflation est demeurée modeste, sauf dans certaines EME – surtout en Amérique latine –, qui ont connu une vive dépréciation de leur monnaie (chapitre IV). Dans les plus grandes économies avancées émettrices de monnaies internationales, l'inflation sous-jacente, bien que demeurant inférieure aux objectifs, a augmenté alors même que l'indice des prix à la consommation restait beaucoup plus faible. Un grand nombre de pays d'Asie et du Pacifique, ainsi que les petites économies avancées, ont eux aussi enregistré un faible taux d'inflation.

Une fois encore, un facteur critique, dans cette évolution, a été une nouvelle chute des prix des produits de base, et en particulier du pétrole. Après des signes de redressement au premier semestre de l'année passée, les prix du pétrole sont repartis à la baisse, avant de se raffermir quelque peu ces derniers mois. Le tassement généralisé des prix des produits de base contribue à expliquer les schémas de croissance qui se dessinent entre exportateurs et importateurs de ces produits (chapitre III). La contraction qui en a résulté pour les pays exportateurs n'a été que partiellement compensée par la dépréciation de leur monnaie vis-à-vis du dollar. De même, la baisse des prix des produits de base met en lumière l'écart qui est apparu entre inflation IPC et inflation sous-jacente, ainsi que les raisons pour lesquelles des taux d'inflation très élevés sont allés de pair avec une faible activité économique (chapitre IV).

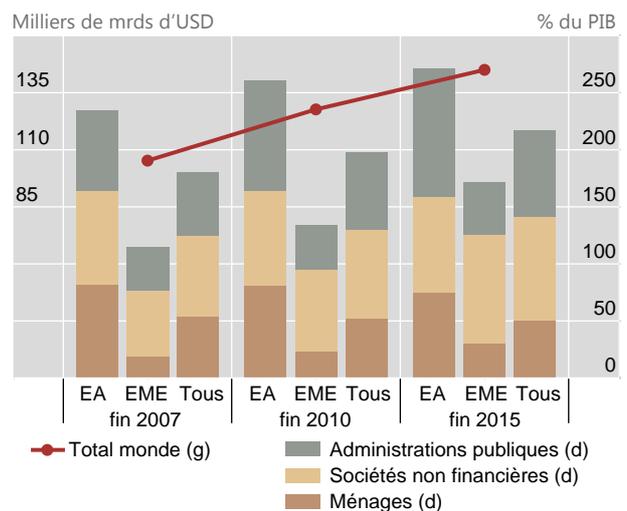
## La dette mondiale continue d'augmenter et la croissance de la productivité ne cesse de diminuer

Graphique I.3

Croissance de la productivité du travail<sup>1</sup>



Dette mondiale



<sup>1</sup> Filtre de Hodrick-Prescott (HP) appliqué au logarithme de la productivité annuelle du travail par employé.

Sources : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale* ; OCDE, *Perspectives économiques* ; The Conference Board, *Total Economy Database* ; données nationales ; et calculs BRI.

En arrière-plan, la dette rapportée au PIB a poursuivi son ascension à l'échelle mondiale – c'est la deuxième menace du trio (graphique I.3, cadre de droite). Dans les économies avancées les plus touchées par la crise, une réduction ou une stabilisation bienvenue de la dette du secteur privé a souvent été compensée par une nouvelle hausse de la dette du secteur public. Ailleurs, un nouvel alourdissement de la dette du secteur privé est allé de pair avec un mouvement similaire de la dette du secteur public ou a dépassé le reflux de cette dernière.

Les performances du secteur financier ont été contrastées (chapitre VI). Dans les économies avancées, les banques se sont rapidement adaptées aux nouvelles exigences réglementaires en continuant à renforcer leurs fonds propres. Pourtant, les prêts non productifs sont demeurés à un niveau très élevé dans certains pays de la zone euro. De plus, même dans les pays où les conditions économiques étaient favorables, la rentabilité des banques est restée modeste. Il est préoccupant de constater que les notes de crédit des banques ont continué de baisser après la crise et que les ratios cours/valeur comptable stagnent encore souvent au-dessous de 1. Durant l'exercice écoulé, les compagnies d'assurance ne se sont guère mieux portées. Dans les EME, où les conditions de crédit étaient généralement plus dynamiques, le secteur bancaire paraissait plus solide, mais il s'est dégradé dans les pays où le cycle financier avait tourné.

Les marchés financiers ont alterné des phases de calme précaire et de turbulences (chapitre II). Ces dernières avaient pour cause immédiate les inquiétudes quant aux perspectives de croissance des EME, en particulier celles de la Chine. Une première flambée de préoccupations s'est produite au troisième trimestre et, après une accalmie sur les marchés, une deuxième est apparue début 2016, entraînant l'une des pires vagues de liquidation jamais vues en un mois de janvier. Ces épisodes ont été suivis, en février, d'une phase de perturbations plus brève mais plus intense, dont l'épicentre était le secteur bancaire. Parmi les éléments déclencheurs figuraient des annonces de résultats décevantes, des incertitudes entourant le traitement réglementaire des obligations convertibles conditionnelles (CoCo) et, surtout, des inquiétudes concernant les bénéfices des banques, étant donné que les opérateurs tablaient sur la persistance de bas taux d'intérêt au vu des décisions des banques centrales. Par la suite, les marchés se sont stabilisés, stimulant une fois de plus de manière notable le cours des actions et les flux de capitaux à destination des EME.

L'alternance de calme et de turbulences a clairement laissé son empreinte sur les marchés financiers. À la fin de cette période, la plupart des marchés d'actions étaient en baisse, alors même que les ratios cours/bénéfices demeuraient élevés par rapport aux niveaux historiques. Les primes de risque de crédit avaient considérablement augmenté, en particulier dans le secteur énergétique et dans de nombreux pays exportateurs de produits de base. Le dollar s'était apprécié par rapport à la plupart des monnaies, et les rendements à long terme touchaient de nouvelles profondeurs.

Sur cette toile de fond, la marge de manœuvre des politiques macroéconomiques s'est encore rétrécie – c'est la troisième menace du trio –, surtout en ce qui concerne la politique monétaire (chapitre IV). Certes, la Réserve fédérale a commencé à relever son taux directeur après l'avoir maintenu, de fait, à zéro pendant sept ans. Mais elle a ensuite laissé entendre qu'elle allait opérer un resserrement plus progressif que prévu initialement. Dans le même temps, la politique monétaire s'est encore assouplie dans d'autres grandes juridictions, où les banques centrales ont à la fois abaissé leurs taux directeurs et poursuivi l'expansion de leur bilan. Le rétrécissement de la marge de manœuvre s'est également appliqué, dans une certaine mesure, à la politique budgétaire (chapitres III et V). L'orientation budgétaire

des économies avancées devenant, au total, plus neutre ou favorable à l'activité économique à court terme, le processus d'assainissement à long terme a marqué une pause. Dans les EME, la situation budgétaire s'est considérablement affaiblie, en particulier pour les pays exportateurs de produits de base.

## L'économie mondiale : interprétation et risques

Il est tentant d'envisager l'économie mondiale au fil du temps comme une série d'images sans rapport entre elles ou, pour parler comme les économistes, sous l'angle d'une série de chocs inattendus qui la ballottent en tous sens. Mais une approche plus révélatrice consiste à la regarder dans son évolution, comme un film, en quelque sorte, avec des scènes clairement liées entre elles. Tandis que l'intrigue se révèle, les personnages constatent que ce qu'ils ont fait au début du film impose inévitablement une contrainte à ce qu'on peut raisonnablement attendre d'eux dans la suite du film – parfois d'une manière qu'ils n'auraient pas soupçonnée. Pour employer encore le langage des économistes, il ne s'agit pas seulement de chocs mais aussi de l'historique, ou des circonstances sous-jacentes qui ont évolué. Cette perspective peut contribuer à expliquer comment nous en sommes arrivés là, et aussi nous éclairer sur ce que l'avenir pourrait nous réserver<sup>1</sup>. Passons rapidement en revue les principales scènes du film.

### Interprétation : le film

Comme l'avançaient déjà les précédentes éditions du Rapport annuel, le film qui décrit le mieux la situation défavorable que traverse actuellement l'économie mondiale démarre probablement il y a de nombreuses années, avant même que la crise éclate. Il se peut d'ailleurs que, à bien des égards, nous ne soyons pas encore sortis de l'ombre longue de la crise.

La crise pourrait avoir durablement réduit le *niveau* de la production. Comme l'indiquent des données empiriques de plus en plus nombreuses, la croissance peut retrouver sa tendance à long terme d'avant la crise, mais le niveau de la production, lui, n'y parvient généralement pas, de sorte qu'un écart permanent se creuse entre les tendances du niveau de production observées avant et après la crise (chapitre V). Ainsi, compte tenu de l'ampleur de cette crise, pratiquement sans précédent, il ne serait pas réaliste de croire que la production peut retrouver son niveau d'avant la crise. C'est ce qui explique les résultats constamment décevants et l'incessante révision à la baisse des estimations de la production *potentielle*.

Tout cela impliquerait que, du moins pendant un certain temps, la crise a freiné la *croissance* de la production potentielle. Le ralentissement persistant et, au demeurant, déconcertant de la croissance de la productivité semble confirmer cette interprétation. Nombreux sont les facteurs qui pourraient expliquer les mécanismes en jeu. L'un d'eux, peut-être sous-estimé, tient à l'héritage de la précédente phase d'expansion financière démesurée (chapitre III). Des recherches récentes de la BRI, couvrant une vingtaine d'économies avancées sur 40 ans, aboutissent à trois

<sup>1</sup> Voir J. Caruana, « Credit, commodities and currencies », discours à la London School of Economics, 5 février 2016 ; et C. Borio, « The movie plays on: a lens for viewing the global economy », intervention au Forum FT Debt Capital Markets Outlook, Londres, 10 février 2016.

conclusions : les booms financiers peuvent saper la croissance de la productivité ; une large fraction de cette érosion reflète généralement un transfert de main-d'œuvre vers des secteurs où la croissance de la productivité est plus faible ; et, surtout, l'impact de la mauvaise allocation des ressources qui se produit *durant un boom* semble beaucoup plus important et persistant lorsqu'une crise éclate ensuite.

Les effets correspondants sur la croissance de la productivité peuvent être considérables. Par exemple, sur cinq années de boom suivies de cinq années post-crise, l'impact cumulé représenterait une perte de quelque 4 points de pourcentage. En d'autres termes, sur la période 2008–2013, la perte pourrait se monter à environ 0,5 point de pourcentage par an pour les économies avancées qui ont enchaîné expansion et contraction. Or, ce chiffre correspond à la moyenne de la croissance *effective* de leur productivité sur une durée identique. Ces résultats laissent penser que, outre la demande globale, dont le déficit produit des effets délétères bien connus, *l'offre*, elle aussi, subit l'impact d'une succession de phases d'expansion-contraction financière.

Dans ce film, la réponse des pouvoirs publics, si elle a réussi à stabiliser l'économie durant la crise, n'a pas été suffisamment équilibrée lorsque la reprise s'est avérée plus molle que prévu. En effet, elle a accordé trop peu d'importance à la réparation des bilans et aux mesures structurelles, par rapport aux mesures traditionnelles agissant sur la demande globale. En particulier, la politique monétaire a supporté l'essentiel du fardeau, alors même que son efficacité était gravement mise à mal. En présence d'un système financier dégradé, l'assouplissement peinait à produire ses effets, les agents du secteur privé, surendettés, se désengageaient, et la politique monétaire n'avait guère les moyens de faciliter le nécessaire rééquilibrage de l'allocation des ressources. Tandis que les autorités appuyaient de plus en plus sur l'accélérateur, leur marge de manœuvre se rétrécissait progressivement.

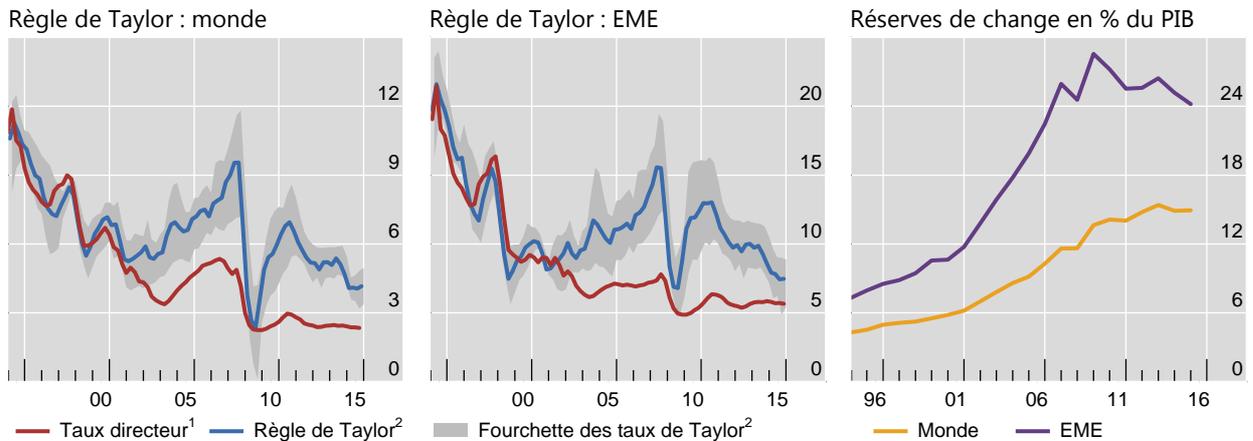
Cette réponse a eu des répercussions plus larges, à l'échelle mondiale. D'une part, étant donné que le canal de transmission de la politique monétaire semblait perdre de son efficacité au niveau national, le canal des taux de change a, par défaut, gagné en importance (chapitre IV). La résistance de beaucoup de pays à l'appréciation de leur monnaie a contribué à diffuser dans le reste du monde des conditions monétaires exceptionnellement souples, comme en témoignent les repères traditionnels (graphique I.4) : l'assouplissement a induit l'assouplissement. De plus, l'orientation monétaire extrêmement accommodante en vigueur dans les pays émetteurs de monnaies internationales, en particulier les États-Unis, a directement encouragé l'expansion du crédit dans les autres pays. À partir de 2009, le crédit libellé en dollar accordé à des emprunteurs non bancaires hors des États-Unis a augmenté de plus de 50 % pour atteindre quelque 9 800 milliards de dollars au troisième trimestre de 2015 ; dans les EME, le montant de cette catégorie de crédit a doublé, à environ 3 300 milliards de dollars. Ainsi, la liquidité mondiale a explosé sous l'effet de l'assouplissement des conditions de financement sur les marchés internationaux (chapitre III).

En résumé, on assiste depuis la crise à une migration tournante des épisodes d'expansion-contraction financière dans le monde : dans les économies avancées, le secteur privé, qui était au cœur de la crise, s'est peu à peu attelé à son désendettement ; ailleurs, surtout dans les EME mais pas seulement, il a recommencé à s'endetter à un rythme accéléré, tandis que le souvenir de la crise asiatique de 1997–1998 s'estompait progressivement. Des signes de booms financiers intenable ont commencé à apparaître dans les EME : forte hausse du crédit et des prix de l'immobilier associée, comme lors des épisodes précédents, à une envolée des

## Des conditions monétaires mondiales exceptionnellement accommodantes

%

Graphique I.4



<sup>1</sup> Moyennes pondérées sur la base des PIB et PPA de 2005. <sup>2</sup> Règle de Taylor :  $i = r^* + \pi^* + 1,5(\pi - \pi^*) + 0,5y$ , où  $\pi$  désigne l'inflation,  $y$  l'écart de production,  $\pi^*$  l'objectif d'inflation et  $r^*$  le taux d'intérêt réel à long terme (représenté ici par la croissance réelle tendancielle de la production). Les fourchettes sont fondées sur une série de couples de taux d'inflation et d'écarts de production ; et  $\pi^*$  est égal à l'objectif d'inflation officiel ou, à défaut, à la moyenne ou à la tendance de l'échantillon.

Sources : B. Hofmann et B. Bogdanova, « Taylor rules and monetary policy: a global 'Great Deviation'? », *Rapport trimestriel BRI*, septembre 2012 ; FMI, *Statistiques financières internationales* et *Perspectives de l'économie mondiale* ; Bloomberg ; CEIC ; Consensus Economics ; Datastream ; données nationales ; et calculs BRI.

emprunts en devises. L'appréciation des monnaies n'a pas suffi à endiguer ce mouvement. D'après les recherches de la BRI, elle aurait même encouragé la prise de risque, car elle a semblé renforcer le bilan des emprunteurs en devises et incité les prêteurs à accorder davantage de crédit – le canal dit « de la prise de risque » (chapitres III et IV).

Mais surtout, le prix des matières premières, et en particulier du pétrole, a accentué cette évolution – d'où les fréquentes références à un « supercycle » des produits de base (chapitre III). D'une part, la solide croissance des EME à forte intensité d'énergie a alimenté l'envolée des prix. La Chine, acheteur qui, par sa taille, détermine le prix à la marge pour toutes sortes de produits de base, a joué un rôle disproportionné du fait de son engagement, après la crise, dans une phase majeure de croissance alimentée par la relance budgétaire et le crédit ; elle a, ce faisant, inversé la forte chute des prix induite par la crise, et relancé le boom des produits de base. D'autre part, la souplesse des conditions monétaires et financières a encore accentué l'envolée des prix des produits de base. Cette hausse des prix a intensifié le boom financier et la souplesse des conditions de financement extérieur pour de nombreux fournisseurs de produits de base. Ces deux tendances se renforçant mutuellement, le mouvement d'ensemble a pris de l'élan.

La situation que l'on a observée sur l'exercice écoulé constitue peut-être le début d'un profond réalignement, inévitable et nécessaire, au cours duquel ces différentes tendances vont s'inverser. Ainsi, les cycles financiers arrivent à maturité ou ont commencé à changer de direction dans un certain nombre d'EME, et surtout en Chine, parallèlement à un ralentissement de la croissance. Les prix des produits de base diminuent. Plus précisément, la conjugaison d'un recul de la consommation et d'une augmentation de la production exerce de nouvelles pressions à la baisse sur les prix du pétrole. En outre, l'appréciation du dollar a été stimulée par le resserrement effectif et attendu de la politique monétaire aux États-Unis, contrastant avec le maintien

d'une politique accommodante dans d'autres pays. Cette évolution a durci les conditions de financement pour les emprunteurs qui s'étaient lourdement endettés en dollar (chapitre III).

L'année écoulée a montré, par ailleurs, que ce réaligement n'était ni simple ni régulier, mais que son rythme fluctuait en fonction des anticipations du marché. De fait, depuis les turbulences financières du début de 2016, les prix du pétrole se sont redressés et le dollar a fléchi quelque peu. Dans certains cas, les fluctuations sur les marchés répondent à des chocs de nature plus politique, comme dans le cas des incertitudes entourant le référendum sur le maintien du Royaume-Uni dans l'UE. Mais elles constituent surtout une réaction aux forces sous-jacentes qui façonnent l'économie mondiale depuis longtemps : des anticipations fluctuantes quant à la politique monétaire, l'évolution des coûts d'emprunt dans les grandes monnaies, et la poursuite de la stimulation alimentée par le crédit en Chine. En définitive, c'est l'historique, bien plus que l'actualité, qui détermine l'ajustement global.

Deux facteurs se détachent dans ce récit : le rôle de la dette et l'incidence cumulée des décisions passées.

L'historique de la dette aide à mieux comprendre ce qui pourrait apparaître comme un choc surgi de nulle part (chapitre III). Premièrement, il fait la lumière sur le ralentissement dans les EME et sur le profil de la croissance mondiale. L'endettement est au cœur des cycles financiers nationaux et le premier facteur du durcissement des conditions de financement liées aux emprunts en devises. C'est tout à fait patent chez les fournisseurs de produits de base, et en particulier les exportateurs de pétrole, qui ont vu s'effondrer leurs recettes et la solidité de leurs garanties – d'où des trous béants dans leurs comptes budgétaires et une baisse draconienne de leurs investissements. Par ailleurs, l'endettement peut expliquer en partie pourquoi la consommation, dans les pays importateurs de pétrole, n'a pas connu l'embellie qu'on aurait pu espérer : les ménages assainissent leurs bilans.

Deuxièmement, la situation de la dette aide à comprendre les fluctuations de change de l'année écoulée et leur incidence sur la production. La dette en devises pousse les monnaies nationales à la dépréciation et, partant, les monnaies de financement – très souvent, le dollar – à l'appréciation. Pour prendre un exemple, il suffit de penser aux volumes de dette conséquents que les entreprises chinoises doivent rembourser en dollar. De plus, les données empiriques semblent indiquer qu'un niveau élevé de dette en devises affaiblit voire, parfois, annule totalement, l'effet expansionniste d'une dépréciation pour les échanges commerciaux (chapitre III).

Troisièmement, la dette laisse entrevoir un autre facteur expliquant la faiblesse des prix du pétrole, outre l'influence d'éléments plus habituels. Durant le récent boom des produits de base, les compagnies pétrolières et gazières se sont lourdement endettées, profitant de conditions de financement inhabituellement favorables. Ainsi, le montant de leurs obligations en circulation a augmenté de 15 % par an – de 455 milliards de dollars en 2006, il est passé à 1 400 milliards en 2014 –, et leurs emprunts consortiaux ont atteint 1 600 milliards de dollars en 2014, contre 600 milliards en 2006, soit une progression de 13 % par an. Une large part de cette activité d'emprunt est imputable aux producteurs de pétrole et gaz de schiste ainsi qu'aux compagnies pétrolières du secteur public des EME. Face à la dégradation de leur situation financière, ils se sont vus obligés de maintenir une production soutenue, afin de pouvoir assurer le service de leur dette et couvrir encore plus leurs recettes, en chute libre.

Enfin, la dette peut même faire la lumière sur le déconcertant ralentissement de la croissance de la productivité. Utilisé à bon escient, le crédit est un puissant moteur pour une saine croissance économique. Mais, comme le passé l'a montré, un boom du crédit mal maîtrisé peut être source de problèmes ; la contraction qui lui fait suite peut durablement saper la croissance de la productivité. Un endettement excessif pèse sur l'investissement, ce qui affaiblit encore la productivité. Et le poids de la dette est plus difficile à supporter lorsque la productivité est faible – la boucle est bouclée.

L'incidence cumulée des décisions passées est à l'œuvre dans le rétrécissement de la marge de manœuvre des pouvoirs publics. À un moment donné, face à un éventail restreint d'options disponibles et en présence de contraintes politiques, il peut être tentant de chercher à résoudre les problèmes en stimulant la demande globale, indépendamment des moyens et des circonstances. Des mesures indiscriminées risquent cependant de gaspiller les munitions, sans pour autant parvenir à abattre les obstacles qui freinent la croissance. Lorsque c'est le cas, le choix des moyens d'action se restreint de plus en plus au fil du temps. Et lorsque demain finit par arriver, on risque de s'apercevoir que les gains à court terme ont engendré des problèmes à long terme et rendu plus difficiles les arbitrages entre différentes stratégies. Ce point est abordé plus en détail ci-dessous.

### Une stagnation séculaire, ou des booms financiers qui tournent mal ?

Cette interprétation possible du ralentissement de la croissance mondiale depuis la crise diffère de d'importants égards d'un autre point de vue, assez largement défendu, celui de la stagnation séculaire. Elle donne à penser qu'il convient plutôt d'envisager la question comme une succession de booms financiers qui ont mal tourné. Examinons, de façon certes très sommaire, les principales différences entre ces deux positions.

L'hypothèse de la stagnation séculaire pose, dans sa variante la plus largement partagée, que le monde est hanté par un déficit structurel de la demande mondiale. Ce déficit, qui trouve son origine avant la crise, répond à une série de facteurs profondément ancrés, tels que le vieillissement démographique, les inégalités de revenus et les avancées technologiques. Dans cette perspective, le boom financier qui a précédé la crise était le prix à payer pour que l'économie tourne à son plein potentiel. Le symptôme clé du malaise est la baisse des taux d'intérêt réels, à court et long terme, qui signale des pressions désinflationnistes endémiques.

Selon l'hypothèse proposée ici, en revanche, le monde est hanté par l'incapacité à maîtriser les booms financiers qui, une fois qu'ils ont mal tourné, provoquent des dommages durables. La phase d'expansion financière démesurée et intenable qui a précédé la crise a masqué et exacerbé le tassement de la croissance de la productivité. Et, loin d'être le prix à payer pour une performance économique satisfaisante, le boom a contribué, du moins en partie, à la dégradation des résultats, à la fois directement et par suite des mesures prises subséquentement. Un important symptôme de ce malaise est la baisse des taux d'intérêt réels, à court et long terme, parallèlement à des signes traduisant un regain de déséquilibre financier.

Comme l'analysait en détail le Rapport annuel de l'année dernière, l'interprétation du niveau exceptionnellement et durablement bas des taux d'intérêt revêt bien une importance critique. Dans l'hypothèse d'une stagnation séculaire, et plus généralement selon un point de vue très répandu, le niveau de ces taux relève d'un phénomène d'équilibre à long terme : il est nécessaire pour combler un déficit

de la demande à l'échelle mondiale qui existait déjà avant la crise. Selon ce point de vue, la manière dont l'inflation se comporte constitue le signal clé. Dans l'optique proposée ici, cependant, les taux d'intérêt ne peuvent pas être pleinement à l'équilibre s'ils contribuent à des déséquilibres financiers qui, à un moment ou à un autre, vont provoquer de graves dégâts économiques. Dans cette même optique, l'inflation n'est qu'un indicateur très imparfait pour repérer une expansion économique soutenable, comme il est apparu clairement avant la crise. C'est en particulier ce à quoi l'on pourrait s'attendre dans une économie hautement mondialisée, dans laquelle le jeu de la concurrence et la technologie ont érodé le pouvoir de fixation des prix que détenaient à la fois les producteurs et les travailleurs, rendant beaucoup moins probable l'émergence d'une spirale prix-salaires.

Choisir entre ces deux hypothèses est une tâche des plus ardues. Plusieurs arguments peuvent être avancés à l'encontre de l'hypothèse de la stagnation séculaire, initialement élaborée pour les États-Unis. En effet, elle est difficilement conciliable avec le vaste déficit des transactions courantes qui y existait avant la crise, indiquant que la demande intérieure dépassait, de fait, la production. À cette époque-là, le monde enregistrait des taux de croissance et d'emploi records – ce qui n'est pas un signe de déficit de la demande *mondiale*. Le vieillissement de la population a une incidence non seulement sur la demande, mais aussi sur l'offre – d'où la perspective d'un fléchissement de la croissance si la productivité ne se redresse pas. Enfin, le recul du chômage, lequel approche dans bien des cas ses niveaux historiques ou le plein emploi estimé, semble indiquer davantage des contraintes pesant sur l'offre qu'un déficit de la demande.

Mais les scénarios contrefactuels signifient que les données empiriques ne permettent pas de conclure, ce qui laisse la porte ouverte à d'autres interprétations. Le présent rapport expose plusieurs ensembles de données mettant en évidence l'importance des cycles d'expansion-contraction financière. Il constate que, en reproduisant par approximation les cycles financiers, on peut estimer en temps réel la production potentielle et les déficits de production de façon plus exacte qu'en recourant aux estimations couramment utilisées par les décideurs et qui reposent sur les modèles macroéconomiques classiques et l'inflation (chapitre V). Ce constat confirme le lien empirique, ténu mais bien connu, entre l'inflation et les indicateurs de sous-utilisation des capacités ; il recoupe aussi les données antérieures relatives à l'incidence des booms du crédit sur la croissance de la productivité. Au chapitre IV, on observe en outre que les chaînes d'approvisionnement internationales peuvent constituer un puissant mécanisme d'influence des facteurs mondiaux sur l'inflation intérieure, indépendamment des contraintes de capacités intérieures. Il s'avère que le recours à des variantes des mesures du cycle financier peut produire des estimations des taux d'intérêt d'équilibre qui sont plus élevées que celles qu'on attendrait.

Il importe de noter que *toutes* les estimations des taux d'intérêt d'équilibre à long terme, qu'il s'agisse de taux courts ou de taux longs, reposent inévitablement sur une certaine vision implicite du fonctionnement de l'économie. Les estimations fondées sur les moyennes arithmétiques historiques supposent que, sur la période en question, le taux d'intérêt en vigueur est le taux « juste ». Les estimations fondées sur l'inflation supposent que c'est l'inflation qui constitue le signal clé ; et celles qui reposent sur les indicateurs des cycles financiers – comme c'est largement le cas dans le présent rapport – avancent que ce sont les variables financières qui importent. Les méthodologies peuvent différer du point de vue de l'équilibre qui est trouvé entre, d'une part, laisser les données déterminer les résultats et, d'autre part, appliquer des

restrictions a priori ; une méthode moins restrictive peut offrir un degré d'assurance supérieur. Mais, invariablement, l'incertitude qui entoure les résultats est très élevée.

Cette incertitude laisse penser qu'il pourrait être imprudent d'accorder une confiance excessive aux signaux du marché pour former des jugements quant à l'équilibre et à la soutenabilité. Il n'y a aucune garantie que, sur une période de temps donnée, la conjugaison du comportement des banques centrales, des gouvernements et des intervenants de marché se traduira par des taux d'intérêt du marché qui se situent à un niveau approprié, c'est-à-dire qui correspondent à de bons résultats économiques (chapitre II). Après tout, compte tenu du haut degré d'incertitude, comment peut-on être sûr que le résultat à long terme sera celui qui est souhaitable ? Les taux d'intérêt, comme le prix de tout autre actif, ne peuvent-ils pas être en décalage sur de très longues périodes ? Seuls le temps, et les événements, le diront.

## Risques

L'analyse qui précède met en évidence un certain nombre de risques liés à l'interaction entre évolution financière et macroéconomie.

Il s'agit tout d'abord du risque de bouleversement macroéconomique résultant de la combinaison de deux facteurs : le resserrement de la liquidité mondiale et l'arrivée à maturité des cycles financiers nationaux, comme si deux courants d'amplitudes différentes se conjuguèrent pour former une vague plus puissante. Des signes indiquant que ce processus était en cours sont apparus au second semestre 2015, avec l'envolée des emprunts en devises et le durcissement des conditions pour certains emprunteurs, notamment parmi les fournisseurs de produits de base. Après les turbulences du début de l'année 2016, toutefois, les conditions financières extérieures se sont généralement détendues, atténuant ainsi le choc du basculement des cycles financiers. En Chine, les autorités ont encore stimulé l'expansion du crédit total pour tenter d'éviter un retournement trop brutal et d'amortir le nécessaire rééquilibrage économique au profit de la demande et des services intérieurs. En conséquence, les tensions dans les EME ont diminué, bien qu'il subsiste des vulnérabilités sous-jacentes. Il arrive souvent que les événements se déroulent lentement pendant longtemps avant de s'accélérer tout à coup.

Depuis les crises passées, les EME ont pris des mesures pour renforcer leurs économies et les rendre plus résilientes aux influences extérieures. Leurs cadres macroéconomiques sont plus solides ; leurs infrastructures financières et dispositions réglementaires sont plus robustes ; et l'association de taux de change flexibles et d'importantes réserves en devises a élargi leur marge de manœuvre. Par exemple, malgré la pire récession de son histoire, le Brésil n'a pas encore subi de crise extérieure, notamment grâce à un recours intensif à ses réserves de change pour protéger le secteur des entreprises contre les risques de pertes. En outre, l'augmentation des pertes sur prêts est limitée, du moins jusqu'à maintenant. De manière plus générale, la dette en devises des EME en pourcentage du PIB est plus faible qu'elle ne l'était avant les précédentes crises financières.

Néanmoins, la prudence est de mise. Dans certaines EME, l'accroissement de la dette intérieure est substantiel, et dépasse largement les normes historiques. Le secteur des entreprises y figure en bonne place, et représente une large part de la hausse de la dette en devises, tandis que la rentabilité est tombée au-dessous des niveaux enregistrés dans les économies avancées, notamment dans le secteur des

produits de base (chapitre III). Bien que cette dette ait, semble-t-il, commencé à diminuer, surtout en Chine, il est difficile d'évaluer les vulnérabilités du fait de la pénurie de données sur les asymétries de devises. Le développement de nouveaux acteurs du marché, en particulier des gestionnaires d'actifs, pourrait compliquer la réponse des pouvoirs publics face aux tensions en modifiant la dynamique des processus de détresse financière et en mettant à l'épreuve l'aptitude des banques centrales à fournir un soutien sous forme de liquidités. De plus, le poids accru des EME et leur intégration plus poussée dans l'économie mondiale laissent penser que d'éventuelles tensions auraient, sur le reste du monde, des répercussions plus importantes que par le passé, *via* le canal financier et celui des échanges (chapitre III).

Le deuxième risque concerne la *persistance* de taux d'intérêt extrêmement faibles, de plus en plus négatifs, même en termes nominaux, voire, dans certains cas, plus faibles que les niveaux attendus par les banques centrales. Ce risque est à plus long terme : les dommages potentiels sont moins immédiatement apparents et s'aggravent progressivement au fil du temps. Des taux aussi faibles ont tendance à réduire les primes de risque et à exagérer la valorisation des actifs, la rendant plus vulnérable à une inversion, du fait qu'ils encouragent la prise de risques financiers et exacerbent la sensibilité aux nouvelles économiques décevantes (chapitre II). Ils minent la solidité du système financier en érodant les marges d'intérêt nettes des banques, en aggravant les décalages de rendement des compagnies d'assurance et en alourdissant considérablement la valeur des engagements des fonds de pension (chapitre VI). Avec le temps, ils peuvent exercer des effets délétères sur l'économie réelle, *via* les canaux susmentionnés, y compris en affaiblissant les capacités de prêt des banques. Mais des taux bas favorisent aussi l'accumulation de la dette et n'orientent plus les ressources vers leurs usages les plus productifs. De fait, plus de telles conditions exceptionnelles persistent, plus il devient difficile d'en sortir. Des taux nominaux négatifs accentuent encore l'incertitude, surtout lorsqu'ils reflètent des choix de politiques publiques (*infra*).

Le troisième risque porte sur la perte de confiance envers les responsables de l'action publique. Plus le temps passe, plus leur réputation est entamée par le creusement de l'écart entre les attentes du public et la réalité. Un exemple en est la politique monétaire, à laquelle on a confié une part démesurée de la tâche consistant à remettre l'économie en selle. Lorsque la crise a éclaté, la politique monétaire s'est avérée essentielle pour stabiliser le système financier et l'empêcher de saper l'activité économique plus gravement encore. Mais en dépit de mesures extraordinaires et prolongées, les responsables de la politique monétaire ont eu des difficultés à rapprocher l'inflation de ses objectifs et à éviter des progrès décevants de la production. Tout au long de ce processus, les marchés financiers sont entrés dans une dépendance croissante à l'égard du soutien des banques centrales et la marge de manœuvre des pouvoirs publics s'est rétrécie. Si cette situation devait en arriver à ébranler la confiance du public envers les dirigeants, les conséquences pour les marchés financiers et l'économie pourraient être graves. Il est inquiétant de constater que de premiers signes de ce phénomène ont été observés durant les turbulences de février sur les marchés.

## L'économie mondiale : les politiques publiques

L'analyse qui précède contient d'utiles indices au sujet des politiques publiques. Certains portent sur les actions à mener dès maintenant, en particulier une action urgente de rééquilibrage visant à soulager la politique monétaire du fardeau excessif qu'elle porte. D'autres concernent l'architecture du cadre des politiques publiques. Il peut être utile de les aborder dans l'ordre inverse, de façon à ne pas perdre de vue la destination lorsque le voyage commence.

### Vers un cadre de stabilité macrofinancière

La destination est un ensemble de dispositions qui incorporent systématiquement les considérations de stabilité financière dans l'analyse macroéconomique traditionnelle – ce que nous avons, par le passé, dénommé un « cadre de stabilité macrofinancière »<sup>2</sup>. Ce dispositif est destiné à encadrer de manière plus efficace les phases d'expansion-contraction financière qui causent tant de dégâts dans l'économie. Au minimum, il engloberait les politiques prudentielles, monétaires et budgétaires, avec le robuste soutien de mesures structurelles. Sur le plan opérationnel, il se caractériserait surtout par le fait que les autorités opposeraient une résistance plus délibérée aux booms financiers, et contrediraient les épisodes de contraction de façon moins agressive et, surtout, moins persistante.

Cette politique plus symétrique à l'égard des cycles financiers pourrait contribuer à les modérer, et éviter la perte progressive de marge de manœuvre qui constitue, sans nul doute, un grave défaut des dispositions actuellement mises en œuvre. L'un des symptômes de cette perte est l'accroissement inexorable du ratio dette/PIB, tant dans le secteur privé que public. Un autre est le niveau exceptionnellement bas des taux directeurs. Si une partie de leur recul en termes réels reflète assurément des facteurs séculaires qui sont hors de contrôle des décideurs, une autre partie reflète probablement la réponse asymétrique des pouvoirs publics, qui peut contribuer à la constitution de déséquilibres financiers et à leur coût à long terme sur le plan de la production et de la productivité. Le risque est de tomber dans le piège de la dette : plus la dette s'alourdit, plus il est difficile de relever les taux sans causer de dommages. Cela signifie que, à suffisamment long terme, le faible niveau des taux d'intérêt finit, dans une certaine mesure, par s'autovalider. L'existence de faibles taux par le passé contribue à façonner un environnement économique que les décideurs considèrent comme acquis lorsque demain finit par arriver. En ce sens, des taux bas appellent des taux encore plus bas (*infra*).

Quels progrès ont été accomplis sur le front des politiques prudentielles, budgétaires et monétaires ?

#### Politique prudentielle

C'est sur le terrain de la politique prudentielle que les avancées ont été les plus grandes. La stratégie a consisté à mettre sur pied des dispositions dotées d'une robuste orientation systémique (macroprudentielle) et reposant sur de solides fondements. Avec le soutien de la communauté internationale, les autorités nationales ont pris, au cours de l'année écoulée, de nouvelles mesures destinées à

<sup>2</sup> Ce terme a été utilisé pour la première fois dans le 75<sup>e</sup> Rapport annuel. Certains aspects de ce cadre ont été présentés en détail dans le chapitre I des 84<sup>e</sup> et 85<sup>e</sup> Rapport annuel.

élaborer ou mettre en œuvre des cadres macroprudentiels dont le premier objectif est de renforcer la résilience et de limiter l'accumulation de déséquilibres financiers. Si les travaux sont encore en cours, la direction est clairement fixée.

En matière de réglementation bancaire, une priorité pour l'exercice en cours est d'établir la version finale du cadre Bâle III. Pour ce faire, il sera essentiel de s'assurer que les niveaux de fonds propres sont proportionnels aux risques sous-jacents. Comme le confirment des recherches récentes de la BRI, le débat public tend à sous-estimer les avantages des fonds propres en tant que fondement même de l'activité de prêt et à surestimer leurs coûts (chapitre VI). Dans le secteur bancaire, un niveau de fonds propres plus élevé va de pair avec une diminution des coûts de financement et un essor de l'activité de prêt. En d'autres termes, des banques plus solides prêtent davantage.

Une question qui a pris de l'importance au cours de l'année écoulée est le lien entre réformes réglementaires et liquidité de marché (chapitres II et VI). Ces dernières années, les vives fluctuations des prix des obligations souveraines les plus liquides au monde – les titres du Trésor américain et les bunds allemands – ont accentué les préoccupations concernant la fragilité des conditions de liquidité. Plus généralement, la réduction de la liquidité sur le marché secondaire de certains titres à revenu fixe ainsi que la diminution des stocks de titres détenus par des courtiers-contrepartistes de petite taille pourraient être imputables à des coûts de bilan induits par la réglementation et à d'autres restrictions. Des signes indiquent que les établissements financiers sont moins disposés que par le passé à soumettre leur bilan aux arbitrages sur la tarification des actifs, pointant ainsi dans la même direction (chapitre II).

Ces assertions doivent être évaluées dans un contexte plus large, car les variations de la dynamique de la liquidité de marché émanent de nombreuses sources différentes. Dans le cas des titres à revenu fixe, par exemple, le développement des plateformes de négociation électronique ainsi que des transactions algorithmiques et à haute fréquence joue un rôle clé. De même, la croissance du secteur de la gestion d'actifs a probablement accru la demande nette de services de liquidité. Et, depuis la crise, la direction et les actionnaires des banques ont adopté un point de vue beaucoup plus critique sur le rapport risque/rentabilité dans le secteur des transactions sur titres. Plus important encore, la liquidité était grossièrement sous-évaluée avant la crise, ce qui a contribué à son évaporation sous l'effet des tensions, et cette sous-évaluation est un problème qu'il faut impérativement éviter de ranimer. La meilleure protection structurelle contre une liquidité opportuniste et son pouvoir destructeur consiste à éviter l'illusion d'une liquidité de marché permanente et à améliorer la résilience des établissements financiers. Des normes plus robustes en matière de fonds propres et de liquidité ne constituent pas des problèmes, mais des composantes essentielles de la solution. Si les teneurs de marché sont plus solides, la liquidité de marché sera plus robuste.

## Politique budgétaire

La politique budgétaire est le grand chaînon manquant dans un cadre de stabilité macrofinancière. La stabilité financière en général, et les cycles financiers en particulier, ont été jusqu'à maintenant les grands absents dans la conception des politiques budgétaires, qu'il s'agisse d'objectifs macroéconomiques à court terme ou de viabilité à long terme. Pourtant, l'histoire a montré que les crises financières pouvaient bouleverser la situation des finances publiques ; à l'inverse, la conception de la politique budgétaire peut avoir des effets substantiels sur la stabilité financière. Par ailleurs, il ne faut pas sous-estimer le risque d'une spirale infernale, dans laquelle

les faiblesses des bilans publics et privés s'aggravent mutuellement. C'est pourquoi un chapitre entier du présent Rapport annuel est consacré à ces questions (chapitre V).

Pour protéger les États contre l'instabilité financière, il faut que ce risque soit bien reconnu et pris en compte dans les postes budgétaires. Parce qu'ils sont extrêmement flatteurs pour les comptes budgétaires, les booms financiers ont trop souvent donné aux gouvernements un sentiment de sécurité illusoire. Les phases d'expansion démesurée et intenable rehaussent artificiellement les estimations relatives à la production potentielle, à la croissance et aux recettes fiscales durables, et masquent les engagements conditionnels liés aux fonds publics nécessaires pour financer l'assainissement budgétaire lorsqu'une crise éclate. Ce rapport évoque des moyens d'améliorer l'estimation des positions budgétaires sous-jacentes pour les inclure dans une évaluation plus large de la marge de manœuvre budgétaire.

Inversement, la protection du système financier contre les risques souverains revêt plusieurs dimensions. L'une d'elles consiste à savoir comment traiter les risques souverains dans la réglementation et le contrôle prudentiels. Un aspect critique est le traitement du risque de crédit, qui fait l'objet d'une révision dans le cadre Bâle III. Le principe majeur est que la norme prudentielle devrait être proportionnelle au risque. Cela limiterait en outre le risque d'introduire des asymétries de concurrence entre les secteurs privé et public, ce qui affaiblirait encore les moteurs de la croissance. Mais le diable se loge dans les détails, et les États sont sources de risques multiples qui donnent lieu à des arbitrages. Par exemple, la possibilité pour les États de faire tourner la planche à billets réduit leur risque de crédit, même si elle ne l'élimine pas complètement. Cela suscite toutefois un risque d'inflation et, par conséquent, des risques de taux d'intérêt et de marché. Le bilan de l'État est au fondement de la bonne santé économique d'un pays. Il ne peut pas faire illusion indéfiniment. En fin de compte, rien ne remplace une solide situation budgétaire, assortie d'une marge de manœuvre suffisante pour éviter l'instabilité macroéconomique et soutenir le système financier si nécessaire.

On peut alors aller plus loin et réfléchir à une utilisation plus active de la politique budgétaire afin d'atténuer les risques d'instabilité financière. Une possibilité consiste à la rendre plus contracyclique à l'égard du cycle financier. Une autre approche, plus structurelle, serait de limiter les garanties implicites, qui peuvent encourager la prise de risque. Et une troisième méthode serait d'utiliser la fiscalité pour restreindre ou éliminer les avantages de l'endettement par rapport aux capitaux propres ou pour atténuer les cycles financiers (par exemple, sur le marché de l'immobilier, à l'aide de taxes variant au fil du temps). Chacune de ces options, complémentaires, comporte des difficultés de mise en œuvre redoutables et bien connues. Certaines d'entre elles ont déjà été utilisées. Elles méritent toutes un examen plus approfondi.

## Politique monétaire

La politique monétaire est à la croisée des chemins. D'un côté, il est de plus en plus largement reconnu qu'elle peut contribuer à l'instabilité financière en alimentant un boom financier et la prise de risque, et que la stabilité des prix ne garantit pas la stabilité financière. D'un autre côté, on hésite à lui accorder un rôle de premier plan dans la prévention de l'instabilité financière. L'opinion dominante est qu'elle ne devrait être activée que si la politique prudentielle – la première ligne de défense – s'avère insuffisante. La création de cadres macroprudentiels offre une raison supplémentaire d'adhérer à un tel « principe de séparation ».

Comme les rapports annuels précédents, celui-ci prône un rôle plus central pour la politique monétaire. Il serait en effet imprudent de s'en remettre exclusivement à des mesures (macro)prudentielles. Les cycles financiers sont trop puissants, comme en témoignent les signes de déséquilibres financiers croissants dans plusieurs EME qui ont activement appliqué de telles mesures. De surcroît, il est quelque peu contradictoire d'appuyer en même temps sur l'accélérateur et sur le frein, comme le feraient les décideurs si, par exemple, ils abaissaient les taux d'intérêt tout en réduisant leur incidence sur la stabilité financière par un durcissement des exigences prudentielles. Certes, le dosage entre mesures monétaires et macroprudentielles doit dépendre des circonstances et des spécificités du pays en question, en particulier son taux de change et ses flux de capitaux (chapitre IV). Mais il ne fait aucun doute que ces deux ensembles d'outils fonctionnent mieux lorsqu'ils sont utilisés dans la même direction. Au minimum, par conséquent, un cadre de politique monétaire devrait offrir une possibilité de resserrement même si l'inflation paraît maîtrisée à court terme.

Cette année, ce raisonnement est poussé plus loin : le chapitre IV examine en effet de plus près les arbitrages qu'implique une telle stratégie. Dans quelles conditions les inconvénients du recours à la politique monétaire pour redresser les déséquilibres financiers pèsent-ils plus lourd que les avantages ? La réponse n'est pas simple, mais on peut penser que certaines des analyses standards sous-estiment les avantages potentiels dans la mesure où elles sous-estiment le coût de l'instabilité financière et la capacité de la politique monétaire à l'influencer. Il existe en outre une certaine tendance à interpréter de manière trop restrictive l'action de « contrer ». Ainsi, la banque centrale applique la plupart du temps une stratégie « normale » axée sur l'inflation, et n'en dévie que lorsque des signes de déséquilibres financiers apparaissent. Elle risque alors d'en faire trop peu et trop tard ou, pire, d'être accusée de précipiter l'issue même que l'on tente d'éviter.

Il peut être plus utile d'envisager une politique monétaire orientée sur la stabilité financière comme une approche qui prend systématiquement en compte l'évolution financière, en période favorable comme en période de difficultés. L'objectif serait de maintenir les aspects financiers de l'économie à l'équilibre. Certains résultats préliminaires laissent penser que, en adjoignant de simples variables représentatives du cycle financier à une règle d'action standard, il serait possible d'atténuer les phases d'expansion-contraction, et de dégager ainsi de considérables gains de production à long terme. Une telle stratégie pourrait aussi limiter le fléchissement des taux d'intérêt naturels ou d'équilibre à long terme – le phénomène des taux bas qui appellent des taux encore plus bas.

Bien entendu, ces questions soulèvent de redoutables défis analytiques. Les présentes conclusions sont assorties de plusieurs réserves, et ne représentent qu'une contribution au débat parmi d'autres. Elles semblent toutefois indiquer qu'il serait imprudent de mettre en œuvre une politique contracyclique sélective. Elles favorisent en outre des cadres qui offrent suffisamment de souplesse non seulement lorsque les déséquilibres financiers sont déjà très avancés, mais pendant tout le cycle financier, avec ses hauts et ses bas. Enfin, elles montrent bien comment les décisions d'aujourd'hui peuvent restreindre les options disponibles à l'avenir.

## Quelle est la voie à suivre ?

L'analyse proposée ici laisse penser que des politiques différentes auraient pu nous conduire vers un monde meilleur. Mais les arbitrages se sont dégradés et l'éventail des moyens d'action disponibles s'est rétréci. Alors que faire maintenant ?

L'une des premières priorités est de rééquilibrer la gamme des politiques appliquées de façon à limiter le recours à la politique monétaire – une nécessité désormais largement admise par la communauté internationale des décideurs. Ce faisant, il est toutefois essentiel de prendre en compte non seulement les questions à court terme, mais aussi et surtout les problèmes à long terme. Comment faire ? Envisageons tour à tour les politiques prudentielles, budgétaires, monétaires et structurelles.

Pour la politique prudentielle, la priorité, outre l'achèvement des réformes, a deux facettes, en fonction des spécificités des pays. Dans les pays frappés par la crise, il est indispensable de mener à bien l'assainissement des bilans, ce qui a pris du retard dans plusieurs juridictions, et de restaurer les bases d'une rentabilité soutenue. Pour maximiser les ressources internes des banques, si nécessaire, une limitation des versements de dividendes ne devrait pas être exclue. Mais surtout, ce processus peut nécessiter le soutien de la politique budgétaire s'il est fait appel au bilan du secteur public dans le cadre de résolutions de défaillances bancaires. La meilleure manière de soulager les pressions pesant sur d'autres politiques et d'améliorer leur efficacité est de veiller à ce que les bilans des banques soient en bon état et dotés de fonds propres suffisants; En outre, pour restaurer la rentabilité à long terme du secteur bancaire, il faut éliminer les capacités excédentaires, un processus dont le catalyseur peut être une stricte supervision.

Dans les pays qui ont été épargnés par la crise, où l'expansion financière est plus avancée ou s'est déjà inversée, il est essentiel de renforcer les défenses contre d'éventuelles tensions financières. Les autorités doivent continuer à utiliser activement les outils macroprudentiels, et elles doivent intensifier la vigilance prudentielle de façon à repérer et résoudre rapidement toute dégradation de la qualité des actifs.

Pour ce qui est de la politique budgétaire, la priorité est de renforcer les fondements d'une croissance durable en évitant une dynamique de la dette déstabilisante. L'un des moyens, pour ce faire, est d'améliorer la *qualité* de la dépense publique, qui atteint déjà, dans de nombreux pays, des niveaux records par rapport au PIB. Il s'agit en particulier de déplacer le curseur pour l'éloigner des transferts courants et le rapprocher de l'investissement dans le capital physique et humain. Un deuxième moyen consiste à financer l'assainissement des bilans. Une troisième voie réside dans l'exploitation des marges budgétaires pour mener à bien des réformes structurelles. Une quatrième méthode serait de réaliser des investissements judicieux dans les infrastructures, lorsque c'est nécessaire et pour autant qu'une gouvernance appropriée soit en place. Enfin, une mesure cruciale serait de réduire les distorsions induites par la fiscalité, y compris le biais en faveur de l'endettement.

Ce faisant, il importe de ne pas surestimer la marge budgétaire. Les engagements à long terme qu'implique le vieillissement démographique sont loin d'être négligeables. De manière générale, la dette est à son plus haut niveau par rapport au revenu, et les volants supplémentaires requis pour se prémunir contre les risques d'instabilité financière peuvent être considérables (chapitre V). Dans certains pays, l'effondrement des prix des produits de base a déjà mis au jour l'absence de marge de manœuvre ; dans les pays où des booms financiers intenable sont en cours, cette marge peut paraître d'une ampleur trompeuse. Les taux d'intérêt exceptionnellement faibles qui prévalent actuellement ne constituent pas un guide fiable pour orienter les décisions futures. Ils offrent une bouffée d'oxygène, mais ils devront revenir à des niveaux plus normaux. Le risque de voir la politique monétaire subordonnée à la politique budgétaire (la « dominance budgétaire ») est bien réel.

En ce qui concerne la politique monétaire, la clé consiste à rééquilibrer l'évaluation des risques compte tenu de l'orientation mondiale actuelle. Les politiques exceptionnellement accommodantes atteignent leurs limites. L'équilibre entre coûts et avantages se dégrade (chapitre IV). Dans certains cas, les intervenants de marché ont commencé à remettre en cause l'efficacité d'une poursuite de l'assouplissement, en particulier du fait que son impact sur la confiance est de plus en plus incertain. Si chaque pas accompli a pu paraître justifié en son temps, il l'est moins à l'aune de l'ensemble du chemin parcouru, qui met en évidence à quel point nous sommes éloignés de la normale. Par conséquent, l'accumulation de risques et la nécessité de retrouver une marge de manœuvre monétaire pourraient se voir attribuer davantage de poids dans le choix des politiques publiques. En pratique, et compte dûment tenu des circonstances spécifiques à chaque pays, il faut saisir les opportunités qui se présentent en accordant davantage d'attention aux coûts que représentent des choix extrêmes et aux risques que présente un retour à la normale trop tardif et trop progressif. C'est là un point particulièrement important pour les grandes juridictions émettrices de monnaies internationales, car elles donnent le ton de la politique monétaire pour le reste du monde.

Une telle réorientation des politiques publiques requiert un certain nombre de conditions préalables. La première est une évaluation plus critique de ce que la politique monétaire peut raisonnablement accomplir. La deuxième est la pleine utilisation de la souplesse existant dans les cadres actuels pour laisser l'inflation s'écarter temporairement, mais éventuellement pendant longtemps, de son objectif, selon les facteurs qui sous-tendent cet écart. La troisième consiste à reconnaître le risque de surestimer tant le coût d'un léger recul des prix que la probabilité d'une spirale de baisse déstabilisante. La quatrième est une main ferme et stable : après tant d'années d'accommodation monétaire exceptionnelle et de dépendance croissante des marchés financiers à l'égard des banques centrales, le chemin qui reste à parcourir sera sans doute mouvementé. Enfin, la cinquième est une stratégie de communication qui rende compte des conditions précitées et qui évite de saper l'économie. Compte tenu du chemin déjà parcouru, les défis à venir sont imposants, mais pas insurmontables.

La nécessité de rééquilibrer l'éventail des politiques appliquées met davantage l'accent sur les politiques structurelles. Leur mise en œuvre se heurte bien sûr à d'importants obstacles politico-économiques. Qui plus est, elles ne produisent pas toujours de résultats à court terme, bien que cela dépende des mesures spécifiques et de leur incidence sur la confiance. Mais elles constituent le moyen le plus sûr d'éliminer les obstacles à la croissance, de libérer le potentiel des économies et de renforcer leur résilience.

Dans ce domaine, l'écart entre les besoins et les accomplissements est hélas particulièrement grand. L'importance des politiques structurelles est clairement reconnue, comme en témoigne la place qu'elles tiennent dans les délibérations du G20. La nécessité de les adapter aux spécificités des pays est largement admise aussi, au-delà de l'appel habituel en faveur d'une flexibilité accrue sur les marchés des biens et du travail, et du soutien à la création d'entreprises et à l'innovation. Pourtant, les progrès accomplis dans leur mise en œuvre sont restés jusqu'à maintenant décevants, les pays étant loin de réaliser leurs projets et leurs aspirations. Il est donc essentiel de redoubler d'efforts.

## Au sujet des banques centrales

Le nécessaire rééquilibrage des politiques publiques est assorti d'enjeux importants – pour l'économie mondiale, pour les participants aux marchés, pour les gouvernements et, surtout, pour les banques centrales. Depuis leurs premiers balbutiements au XVII<sup>e</sup> siècle, les banques centrales sont devenues indispensables à la stabilité macroéconomique et financière, comme l'ont encore prouvé leurs performances au plus fort de la crise. L'indépendance, alliée à la transparence et à la responsabilité, a permis aux banques centrales d'agir avec la détermination nécessaire pour remettre l'économie mondiale sur le chemin de la reprise.

Pourtant, le fardeau extraordinaire qu'elles portent depuis la crise génère des tensions croissantes. Durant la Grande Modération, les marchés et le grand public en sont arrivés à considérer que les banques centrales avaient la solution à tous les problèmes. Après la crise, ils ont fini par s'attendre à ce qu'elles gèrent l'économie, restaurent le plein emploi, assurent une croissance forte, préservent la stabilité des prix et rendent le système financier invulnérable. En réalité, il s'agit là de défis de taille, que les banques centrales ne peuvent pas relever seules. Les mesures exceptionnelles prises pour stimuler l'économie mondiale ont parfois touché aux limites des fonctions de ces institutions, ce qui a accru les risques pour leur réputation, leur légitimité perçue et leur indépendance.

Il est urgent de s'attaquer à ces risques, de sorte que les banques centrales puissent œuvrer efficacement en faveur de la stabilité monétaire et financière. Une condition préalable consiste à faire preuve de réalisme quant à ce que les banques centrales peuvent et ne peuvent pas accomplir, faute de quoi les efforts déployés seront, à long terme, voués à l'échec. Une priorité complémentaire est la sauvegarde de l'indépendance de la banque centrale au sein du cadre institutionnel d'ensemble, de façon à distinguer clairement les responsabilités de la banque centrale de celles des autres responsables des politiques publiques. Cette priorité est désormais pleinement reconnue dans le domaine de la stabilité financière ; c'est pourquoi les efforts ont redoublé, après la crise, pour mettre sur pied des modalités structurées permettant de mener à bien cette tâche commune. Mais des progrès restent à accomplir dans le domaine de la politique macroéconomique classique, où la frontière entre mesures monétaires et budgétaires est de plus en plus floue. L'indépendance, alliée à la transparence et à la responsabilité, est plus essentielle que jamais.

## Conclusion

À l'aune de l'histoire, les résultats de l'économie mondiale sur le plan de la production, de l'emploi et de l'inflation ne sont pas aussi mauvais que la rhétorique le laisse parfois penser. En réalité, le terme de « reprise » lui-même ne rend pas tout à fait justice à l'état actuel de l'économie (chapitre III). Mais la transition vers une expansion plus robuste, équilibrée et durable est menacée par un trio de risques : des niveaux d'endettement qui sont trop élevés, une croissance de la productivité qui est trop faible, et une marge de manœuvre trop étroite pour l'action des pouvoirs publics. Le signe le plus patent de cette situation est que les taux d'intérêt demeurent depuis trop longtemps à des niveaux exceptionnellement faibles, qui ont même encore diminué sur l'année écoulée. L'économie mondiale ne peut plus se permettre de

recourir au modèle de croissance alimenté par l'endettement qui l'a amenée à sa situation actuelle.

Un changement de vitesse exige de toute urgence un rééquilibrage des différentes politiques appliquées. La politique monétaire supporte, depuis beaucoup trop longtemps, une part excessive du fardeau. Les politiques prudentielles, budgétaires et, surtout, structurelles doivent maintenant arriver sur le devant de la scène. Il est toutefois essentiel de ne pas céder à la tentation de recourir à des solutions à courte vue ou de prendre des raccourcis. Les mesures adoptées doivent être fermement orientées sur le long terme. Le monde a besoin de politiques qu'il ne regrettera pas d'avoir adoptées, le jour où demain arrivera.