



Vers une perspective à plus long terme

Jaime Caruana

Directeur Général de la Banque des Règlements Internationaux

Assemblée générale ordinaire de la BRI

Bâle, le 28 juin 2015

Mesdames et Messieurs,

Je vous souhaite la bienvenue à cette présentation du 85^e Rapport annuel de la BRI, par lequel nous entendons contribuer, aux côtés des responsables politiques, du secteur privé et du monde universitaire, aux débats actuels sur l'économie mondiale post-crise.

Tout d'abord, je vais aborder quatre constats qui se dégagent du Rapport annuel. Ils convergent tous sur la nécessité d'adopter une perspective à plus long terme, qui accorde davantage de place aux considérations financières dans l'analyse de l'économie mondiale. Ensuite, Claudio Borio, Chef du Département monétaire et économique, et Hyun Song Shin, Conseiller économique et Chef de la recherche, développeront tour à tour certains de ces points.

Les taux actuels, très bas, ne sont pas les nouveaux taux d'équilibre

Permettez-moi tout d'abord de formuler un commentaire sur la situation actuelle, et en particulier sur la question de savoir si les taux d'intérêt actuels, très faibles voire négatifs, sont devenus la nouvelle norme.

Au cours de l'année écoulée, les marchés mondiaux ont été le théâtre de trois phénomènes qui ont modifié l'équilibre des risques économiques et financiers. Les prix du pétrole, exprimés en dollar, ont chuté d'environ 50 % au second semestre de 2014. Le dollar s'est vivement apprécié par rapport à toutes les monnaies (graphique 1, cadre de gauche). Mais le phénomène le plus inattendu est que les taux d'intérêt à long terme ont poursuivi leur recul, passant même en territoire négatif sur certains marchés (graphique 1, cadre de droite). En moyenne, sur les cinq premiers mois de cette année, quelque 2 000 milliards de dollars de titres de dette souveraine – pour la plupart émis dans la zone euro – se sont échangés à des rendements négatifs.

Dans une large mesure, ces phénomènes reflètent une réévaluation des perspectives économiques mondiales par les participants aux marchés, et notamment une modification des anticipations quant aux conditions économiques dans les économies avancées et les économies de marché émergentes (EME), des incertitudes face aux trajectoires divergentes des politiques monétaires dans les grandes économies, et des préoccupations concernant la résolution des problèmes économiques à long terme.

Il n'est guère surprenant que les marchés révisent leur appréciation de la situation. En dépit de tous les efforts déployés pour sortir de l'ombre projetée par la crise financière, les conditions prévalant dans l'économie mondiale sont loin d'être revenues à la normale. L'augmentation de la dette et des risques financiers, la dépendance des marchés financiers à l'égard des banques centrales et la



persistance de faibles taux d'intérêt semblent désormais faire partie du paysage économique ordinaire. Or, ce n'est pas parce qu'on s'habitue à un état de fait qu'il est normal pour autant.

Sept ans après la crise financière mondiale, le dosage des politiques appliquées demeure fortement déséquilibré. La relance monétaire reste trop sollicitée tandis que les progrès accomplis sur la voie des réformes structurelles sont encore insuffisants. Qui plus est, les arbitrages deviennent de plus en plus délicats.

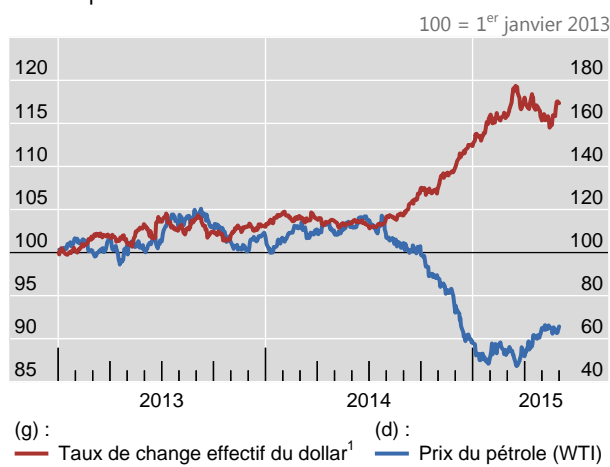
Il est vrai qu'une pression séculaire pourrait expliquer la baisse des taux d'intérêt d'équilibre, mais, selon nous, le bas niveau actuel des taux n'est pas inéluctable et il ne constitue pas un nouvel équilibre. Il pourrait bien, dans une large mesure, résulter plutôt des lacunes que présentent les cadres analytiques et de politique économique appliqués aujourd'hui pour gérer les épisodes d'expansion-contraction financières. Dans sa présentation, Claudio Borio développera ce point et ses conséquences pour l'économie mondiale.

Notre conclusion est que la normalisation de la politique monétaire devrait être accueillie avec satisfaction. Dans l'ensemble, la baisse des prix du pétrole offre un vigoureux coup de pouce à la croissance mondiale, ce qui pourrait favoriser un retour progressif de la politique monétaire à la normale, compte dûment tenu, bien entendu, des conditions spécifiques à chaque pays. Une normalisation pourrait générer une certaine volatilité à court terme mais, à plus long terme, elle contribuerait à contenir les risques.

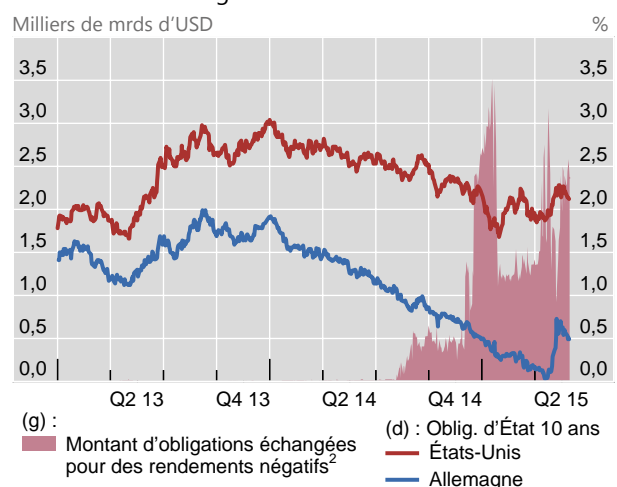
Trois phénomènes majeurs sur les marchés mondiaux

Graphique 1

Prix du pétrole et cours du dollar



Taux d'intérêt à long terme



¹ Indices larges BRI de taux de change effectif nominal. Une baisse (hausse) indique une dépréciation (appréciation) de la monnaie en termes pondérés des échanges. ² Montant total d'obligations d'État assorties de rendements négatifs ; indice Merrill Lynch Global Government Bond, moyenne des données à fin janvier 2015 et fin mai 2015.

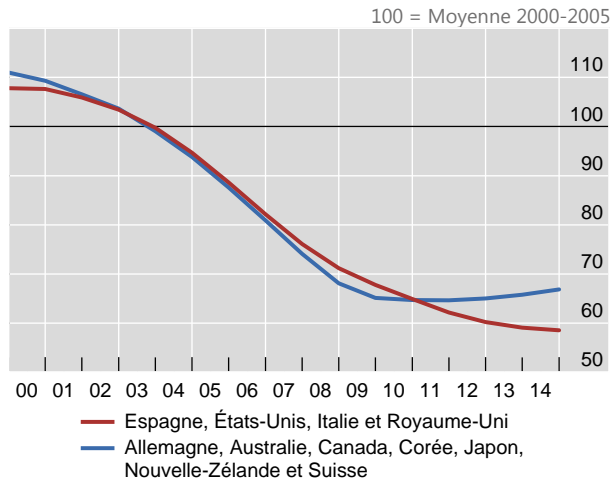
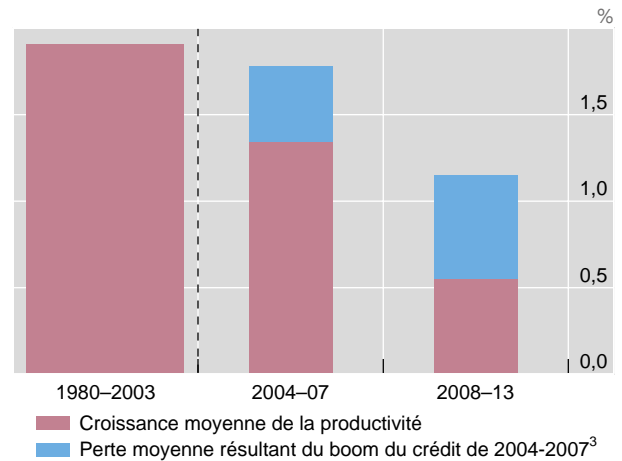
Sources : Bank of America Merrill Lynch ; Bloomberg ; données nationales ; BRI ; calculs BRI.

Les booms financiers ont des conséquences sur l'économie réelle

Ma deuxième observation concerne l'effet néfaste des booms financiers sur la croissance de la productivité. Elle se réfère plus précisément à la manière dont nous analysons l'impact que les booms financiers ont pu avoir sur le déclin de la croissance de la productivité, en particulier dans les économies avancées qui ont connu ce type d'expansion financière (graphique 2, cadre de gauche).

Les cycles financiers contribuent à affaiblir la croissance de la productivité

Graphique 2

Croissance tendancielle de la productivité du travail¹Tendances de la productivité dans les économies connaissant des cycles financiers²

¹ Filtre de Hodrick-Prescott (HP) appliqué à la croissance annuelle de la production par employé. Chiffres agrégés : moyennes de la croissance tendancielle pondérée sur la base des PIB et PPA actuels. ² Danemark, Espagne, États-Unis, France, Irlande, Italie, Royaume-Uni et Suède. ³ Par comparaison avec le scénario contrefactuel d'une augmentation moyenne du ratio crédit/PIB sur la période 1994-2004.

Sources : EU KLEMS ; FMI, *Perspectives de l'économie mondiale* ; OCDE, *Perspectives économiques* et STAN ; Conference Board, *Total Economy Database* ; base de données GGDC 10-Sector ; BRI ; et calculs BRI.

Au cours de l'année écoulée, la croissance de l'économie mondiale s'est rapprochée de sa moyenne à long terme. Mais les entreprises n'investissent guère, alors que les fusions-acquisitions et les rachats d'actions financés par des émissions obligataires sont en plein essor. La prise de risque est plus marquée sur les marchés financiers que dans l'économie réelle, et la croissance mondiale de la productivité du travail reste orientée à la baisse.

Il est souvent question de la position défendue par la BRI, selon laquelle les récessions de bilan sont d'une nature particulière, parce qu'elles surviennent après le dénouement brutal d'un boom financier. Leur impact négatif sur la demande globale est évident. Mais qu'en est-il de la capacité productive de l'économie ?

Les travaux de la BRI ont récemment permis d'établir qu'un boom financier avait tendance à affaiblir la croissance de la productivité, en déplaçant les travailleurs et d'autres facteurs de production vers des secteurs où la productivité croît plus lentement. Contrairement à ce qu'il se passe lors d'une récession normale, cette mauvaise affectation de la main-d'œuvre exerce durablement des effets négatifs sur la trajectoire de croissance de la productivité, et donc sur la production potentielle au lendemain d'une crise financière.

L'intuition économique dirait que, dans un cycle économique normal, les travailleurs licenciés pendant une récession sont réembauchés lorsque l'activité reprend. Or, dans une récession de bilan, on ne peut pas s'attendre à ce que les secteurs qui ont artificiellement enflé durant le boom financier retrouvent leur niveau d'activité d'avant la crise. La main-d'œuvre mal affectée doit alors se déplacer vers d'autres secteurs de l'économie, ce qui prend généralement beaucoup plus de temps. Les dommages qui en résultent pour la productivité, et donc pour la production potentielle, peuvent ainsi persister pendant longtemps.

Il existe certes d'autres facteurs expliquant le déclin tendanciel de la croissance de la productivité. Il importe de comprendre que, par le passé, les booms financiers n'ont peut-être pas



seulement masqué ces autres facteurs, mais aussi contribué à ce déclin en favorisant une mauvaise allocation des ressources. De toute évidence, c'est un aspect qui mérite approfondissement.

L'impact des booms financiers sur la productivité est-il significatif ? Les données laissent penser que c'est le cas, en effet. Notre analyse porte sur un ensemble d'économies avancées qui ont enregistré un boom du crédit en amont de la crise financière. Selon nos estimations, la croissance de leur productivité pendant les années d'expansion, de 2004 à 2007, a été amputée de quelque 0,4 point de pourcentage par rapport à ce qu'elle aurait été en l'absence de boom, c'est-à-dire si le ratio crédit/PIB avait suivi sa trajectoire moyenne des dix années qui ont précédé le boom (graphique 2, cadre de droite). On ne peut qu'être frappé de constater que cet effet persiste alors que l'expansion a fait place à une contraction. Ainsi, d'après nos calculs, la croissance moyenne de la productivité aurait été, dans ces pays entre 2008 et 2013, supérieure de 0,6 point de pourcentage par an en l'absence de boom. De fait, sur cette dernière période, la perte estimée est du même ordre que le taux de croissance de la productivité effectivement enregistré.

Ce qu'il ressort de cette analyse, c'est que l'offre mérite davantage d'attention. Les politiques de gestion de la demande ne peuvent pas remplacer les mesures qui remédient aux déficiences de l'offre, lesquelles freinent la demande et sapent la croissance. Restaurer une croissance forte et durable exige une analyse plus approfondie des contraintes pesant sur l'offre, qui sont bien entendu spécifiques à chaque pays. Il faudra aussi mener des réformes structurelles avec détermination.

Qu'en est-il des économies qui ont été en grande partie épargnées par la crise financière ? Il s'agit de certaines petites économies avancées et d'un grand nombre d'EME. Pour elles aussi, le lien entre booms financiers et déclin de la croissance de la productivité peut être significatif. Ces économies ont été nombreuses à enregistrer une forte expansion du crédit, et elles ont atteint le point où la conjugaison de ces booms avec un fléchissement de la croissance a fait naître des vulnérabilités intérieures et extérieures.

À bien des égards, les EME sont plus résilientes aujourd'hui que dans les années 1980 et 1990, marquées par des tensions financières pour nombre d'entre elles. Les cadres macroéconomiques sont plus solides et les cours de change plus flexibles, l'infrastructure du système financier est plus robuste et la réglementation prudentielle plus stricte. Le développement des marchés obligataires en monnaie locale a libéré les EME du « péché originel », qui les obligeaient à emprunter en devises. L'étoffement de leurs réserves de change a renforcé leurs lignes de défense.

Mais il ne faudrait pourtant pas en déduire que tout va pour le mieux. Des taux de change flexibles et une bonne performance macroéconomique ne suffisent pas toujours à amortir les chocs extérieurs. Si la dette en devises a diminué en proportion du PIB, elle est plus concentrée sur le secteur des entreprises, où les asymétries de devises sont plus difficiles à détecter et peuvent peser plus directement sur l'investissement et l'emploi. En pareil cas, la banque centrale n'a pas un rôle facile, car il peut s'avérer délicat de mobiliser efficacement les réserves de change pour parer à la pénurie de liquidités dans des secteurs spécifiques, ou encore pour soutenir la monnaie locale ou le marché obligataire. Par ailleurs, la réorientation de l'intermédiation au profit des entités non bancaires, et aux dépens des banques, peut avoir modifié la dynamique du marché d'une manière qui n'est pas totalement élucidée. Je reviendrai sur ce point dans un instant.

La persistance de taux bas pèse sur le secteur financier

Ma troisième observation concerne les risques que pourrait engendrer un coût d'endettement si faible depuis si longtemps – un sujet que la BRI a déjà abordé à de nombreuses reprises.



Comprenons-nous bien : le principal sujet de préoccupation est la persistance de taux très bas. C'est cette persistance qui incite les agents économiques à modifier leur comportement et permet l'accumulation des dettes et des risques – d'une façon si progressive qu'elle peut être difficile à déceler.

Je voudrais me pencher aujourd'hui sur deux points spécifiques. Le premier concerne les implications de cet état de fait pour les principaux modèles opérationnels utilisés par le secteur financier, et le second porte sur les conséquences pour la liquidité et le risque de marché.

La présence prolongée de taux d'intérêt très faibles peut nuire à la capacité d'intermédiation des banques, non seulement parce qu'elle pèse sur la rentabilité de la transformation d'échéances et des prêts à long terme mais aussi parce qu'elle érode la position de marché des banques de détail.

La bonne nouvelle, c'est que les grandes banques internationales reposent maintenant sur des bases plus solides, car elles ont utilisé leurs bénéfices pour redresser leur ratio de fonds propres réglementaires. La composante dure des fonds propres de base (CET1) a ainsi augmenté de 45 % entre 2011 et 2014 (graphique 3, cadre de gauche). Une moins bonne nouvelle, c'est que les banques peinent à retrouver l'entière confiance des marchés. Les ratios cours/valeur comptable des grandes banques des économies avancées tournent encore autour de un, soit la moitié du ratio des entreprises non financières, voire moins. Cette faiblesse des valorisations pourrait traduire des incertitudes quant aux modèles opérationnels des banques, et notamment des doutes quant aux effets que produisent, sur une longue durée, des courbes des rendements très basses et aplaties.

De plus, les banques ont vu s'accroître leur exposition au risque de taux d'intérêt ainsi qu'au risque de crédit. Elles doivent donc s'attacher en priorité à gérer les risques que présente la persistance de faibles taux d'intérêt pour la stabilité financière et à maîtriser leur exposition au risque. Les autorités de contrôle et de réglementation sont bien conscientes de ces risques. Une protection adéquate du portefeuille bancaire contre les risques de taux d'intérêt constitue, à cet égard, un élément important.

L'impact de ce phénomène est encore plus grand pour les compagnies d'assurance vie et les fonds de pension, compte tenu de leurs engagements à très long terme. Face à l'explosion de la valeur de leurs engagements et à la baisse des rendements, les compagnies d'assurance ont commencé à explorer des stratégies d'investissement plus risquées. Dans les portefeuilles de placement des compagnies nord-américaines et européennes, la part des obligations notées au-dessous de A est passée d'environ 20 % à 30 % entre 2007 et 2013 (graphique 3, cadre de droite). Qui plus est, ces compagnies reportent, de plus en plus souvent, les risques sur leurs clients. Les pressions pesant sur leur solidité financière persistent néanmoins.

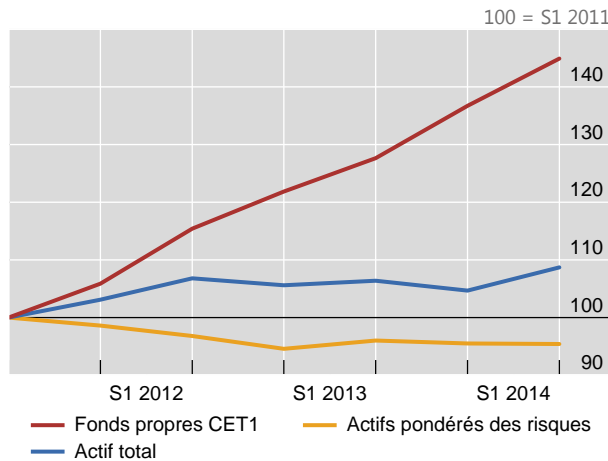
Les conditions prévalant sur les marchés financiers, aggravées par l'évolution démographique, sont synonymes de difficultés pour les fonds de pension. Des deux côtés de l'Atlantique, les coefficients de capitalisation se sont dégradés par rapport à leurs niveaux d'avant la crise. Pour les fonds de pension des grandes entreprises, par exemple, ce coefficient avoisinait les 80 % à fin 2014. Les fonds de pension ont réagi à cette insuffisance en adoptant des stratégies d'investissement plus audacieuses, en réduisant leur exposition aux risques classiques et en accroissant leurs investissements alternatifs.

Pourtant, le vieillissement démographique pose des problèmes plus profonds. Avec la montée des préoccupations concernant les retraites, il se pourrait que le faible rendement de l'épargne, ajouté au transfert des risques sur les ménages, entraîne un accroissement de l'épargne de précaution et, partant, une baisse de la consommation. De façon analogue, le déficit de capitalisation des régimes de retraite des grandes entreprises pourrait avoir le même effet qu'un endettement excessif en restreignant la capacité de ces sociétés à se lancer dans de nouveaux investissements. Ces changements de comportement pourraient remettre en cause le point de vue traditionnel sur les relations économiques, ce qui mérite une analyse plus poussée.

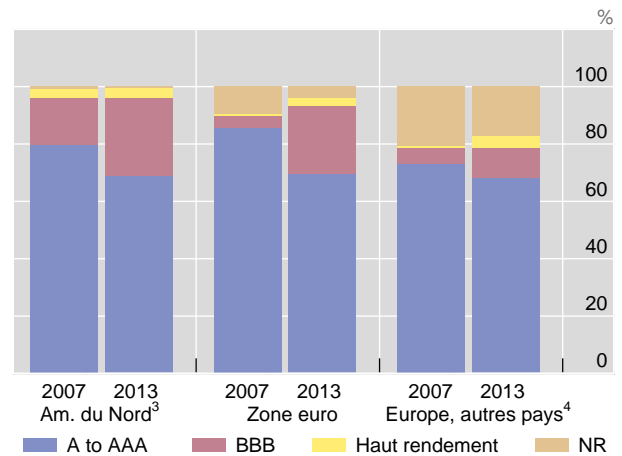
Les banques renforcent leurs fonds propres et les compagnies d'assurance détiennent des actifs plus risqués

Graphique 3

Fonds propres réglementaires : évolution de la situation des banques¹



Risque de crédit²



¹ Selon les définitions de Bâle III. Banques actives à l'international dont les fonds propres T1 sont supérieurs à 3 milliards d'euros ; CET1 = composante dure des fonds propres de base. ² Placements des compagnies d'assurances par tranche de notation, en pourcentage des titres assortis d'un risque de crédit. ³ Canada et États-Unis. ⁴ Danemark, Norvège, Royaume-Uni et Suisse.

Sources : Source : Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, *Basel III Monitoring Report* ; SNL ; et calculs BRI.

L'autre aspect sur lequel je voudrais attirer votre attention est la reconfiguration de l'intermédiation financière, dans laquelle les marchés de capitaux et les gestionnaires d'actifs gagnent sans cesse du terrain. En dix ans, le volume global d'actifs sous gestion a plus que doublé, atteignant 75 000 milliards de dollars en 2013. Par ailleurs, ce secteur est fortement concentré, puisque les 20 plus grands établissements gèrent 40 % du total de ces actifs.

Les investisseurs se livrant à une quête effrénée de rendement, la liquidité du marché peut susciter des risques auxquels il convient de prêter attention. Les épisodes de volatilité observés sur les marchés l'année passée ont mis en lumière la situation fragile de la liquidité du marché. La réglementation vise à encourager une tarification et une gestion des risques de liquidité qui soient plus appropriées. Mais les stocks de dette ont augmenté et les volumes de transactions ont diminué. En prévenant le risque d'une illusion de liquidité et en confortant la résilience des intervenants de marché face aux chocs de liquidité, on atténuerait, à la source, la probabilité que de tels chocs portent atteinte à la liquidité de l'ensemble du système. Les pouvoirs publics peuvent, eux aussi, inciter à la préservation de la liquidité, par exemple, en encourageant la tenue régulière de tests de résistance au risque de liquidité et en contribuant à éliminer l'impression que l'abondance de liquidités peut être tenue pour acquise.

Cette évolution pose au moins deux problèmes pour les autorités. Le premier consiste à déterminer le degré d'exposition des gestionnaires d'actifs aux risques de liquidité et de marché. En particulier, même si le recours effectif à l'effet de levier, sous forme de financement par l'emprunt, est en réalité très modeste, certaines pratiques peuvent donner lieu à un comportement similaire. La question qui se pose alors est de savoir à quel point la dynamique qui en résulte peut créer des problèmes de liquidité systémiques. Le second consiste à cerner le champ d'action possible des politiques micro- et macroprudentielles ; la persistance de faibles taux d'intérêt, du fait de ses répercussions sur un vaste éventail de marchés et d'établissements, se traduit en effet par de multiples conséquences pour la stabilité financière.



Le système monétaire et financier international a des lacunes

Le quatrième et dernier thème que je voudrais aborder porte sur les lacunes du système monétaire et financier international, ainsi que sur les risques de contagion et d'effets de retour.

L'appréciation du dollar au cours de l'année écoulée est l'un des signes les plus patents de la transformation qui s'opère dans les processus d'ajustement à l'échelle mondiale. Elle représente en effet à elle seule plusieurs des mécanismes de contagion internationaux.

L'un des aspects en est l'interaction des régimes monétaires. On constate ainsi que les politiques monétaires des grands pays influent sur les conditions financières dans les autres pays. Cette contagion est directe, parce que les principales monnaies, et surtout le dollar, sont largement utilisées à l'échelle internationale. Mais elle est aussi indirecte, dès lors que les autorités d'un pays résistent à l'appréciation de leur monnaie. Les taux directeurs sont ainsi maintenus globalement au-dessous du niveau auquel ils devraient se situer, au regard de valeurs de référence standard (graphique 4, cadre de gauche).

De plus, si les autorités interviennent sur le marché des changes, le produit de ces opérations est investi en actifs libellés dans des monnaies de réserve, ce qui comprime encore les rendements sur les marchés obligataires mondiaux. Les banques centrales et autres entités publiques détiennent aujourd'hui quelque 40 % du stock d'obligations d'État libellées dans les grandes monnaies de réserve. Les marchés obligataires mondiaux sont ainsi devenus plus sensibles aux actions des banques centrales (graphique 4, cadre de droite).

L'autre aspect est l'interaction des régimes financiers. Les capitaux circulent librement à travers les frontières et les monnaies, ce qui génère des vagues de financement facile sur les marchés internationaux. Le concept de « liquidité mondiale » a déjà été évoqué ici à plusieurs reprises. Dans quelques minutes, Hyun Song Shin reviendra sur le thème des interactions financières et la nécessité de tenir compte des risques de contagion et des effets de retour.

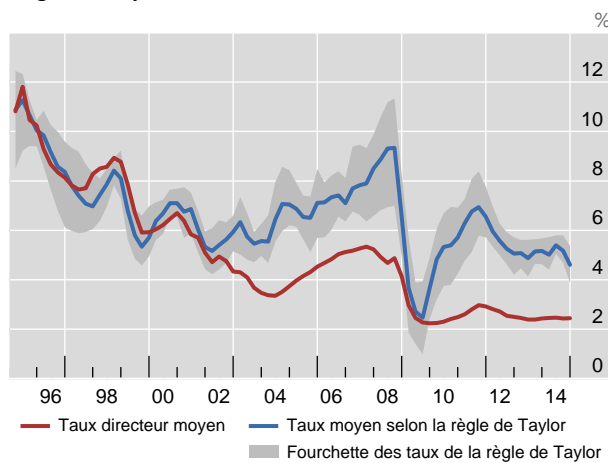
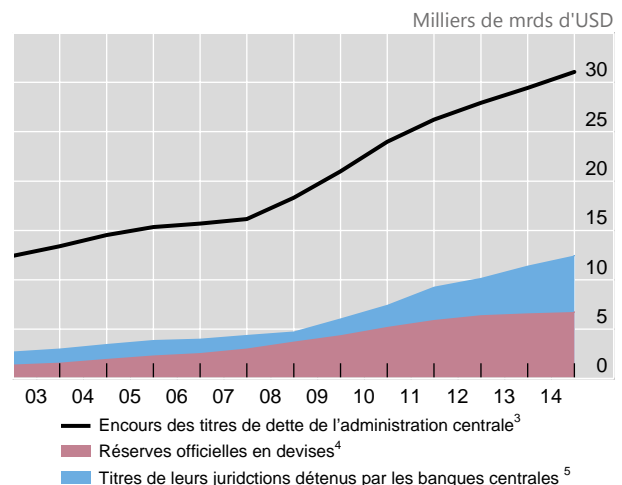
La flexibilité des taux de change est une importante ligne de défense, aux côtés de solides fondamentaux, de saines politiques macroéconomiques, et de marchés financiers profonds et résilients. Mais elle ne peut pas amortir totalement l'impact international des politiques monétaires des grandes économies. Elle ne peut pas non plus entièrement protéger la scène financière nationale contre le rôle croissant de facteurs internationaux tels que l'évolution de l'aversion pour le risque que manifestent les grands gestionnaires d'actifs.

La situation actuelle témoigne d'une lacune dans le fonctionnement du système monétaire et financier international. Celui-ci est en effet incapable de contenir la formation ou la transmission des déséquilibres financiers à l'échelle internationale. Par essence, cet élément d'instabilité inhérent au système reflète l'incompatibilité entre des politiques publiques à visée par trop nationale et un monde où les capitaux circulent librement.

On pourrait, à cet égard, s'interroger sur une éventuelle sous-estimation de l'ampleur des effets de retour potentiels, émanant en particulier des EME. Ces économies sont aujourd'hui à l'origine de la moitié de la production mondiale, en termes de parité de pouvoir d'achat. Les emprunteurs des EME représentent 20 % des expositions étrangères des banques déclarantes BRI et 14 % de l'encours des titres de dette. Il s'agit là de volumes considérables.

La contagion financière pousse les taux d'intérêt mondiaux à la baisse

Graphique 4

Règle de Taylor : ensemble du monde¹Avoirs officiels en titres d'État²

¹ Moyenne pondérée sur la base des PPA de 2005. Pour plus de précisions, voir BRI, *85^e Rapport annuel*, graphique V.3. ² Données sur la zone euro, le Japon, le Royaume-Uni et les États-Unis. Zone euro, Japon et Royaume-Uni : montants convertis en dollar aux cours de change constants fin 2014. ³ États-Unis : montant du total des titres négociables du Trésor hors titres d'agences. ⁴ Réserves libellées en euro et en yen : on suppose que ce sont, à 80 %, des titres d'État ; réserves libellées en dollar : selon déclaration du US Treasury International Capital ; réserves libellées en livres sterling : avoirs détenus par des banques centrales étrangères. ⁵ Zone euro : avoirs des banques centrales nationales en titres de dette des administrations publiques et avoirs de la BCE au titre du Programme pour les marchés de titres.

Sources : BCE ; Banque du Japon : Flow of funds accounts ; Conseil de la Réserve fédérale : Flow of funds accounts ; FMI, enquête COFER ; Bureau de gestion de la dette du Royaume-Uni ; Département américain du Trésor ; Datastream ; données nationales ; et calculs BRI.

Que faire alors ? Dans un premier temps, les cadres de politiques nationales devraient tenir davantage compte des aspects financiers, ce qui devrait contribuer à limiter, à la source, les risques de propagation.

Mais il faudrait aller plus loin, et chercher à mieux intégrer les effets potentiels de contagion entre pays, ainsi que l'interaction des politiques publiques. Cette étape est beaucoup plus délicate, car il reste à élaborer un cadre analytique qui permette de prendre ces facteurs correctement en considération dans la politique monétaire.

Et il ne fait aucun doute qu'un renforcement de la coopération internationale serait souhaitable, non pas au sens d'une coordination formelle de l'action des autorités nationales – ce n'est pas le propos ici –, mais au sens d'un échange d'informations ainsi que d'une compréhension commune des répercussions externes des politiques intérieures et de la dynamique des phénomènes de contagion et des effets de retour.

Il y aurait donc lieu d'appliquer le principe de « l'intérêt bien entendu ». En d'autres termes, s'il est bon de mettre de l'ordre chez soi – c'est même une priorité –, il est encore mieux de contribuer à maintenir en bon ordre l'ensemble du quartier, tant il est vrai que, en définitive, ce qui est bon pour les voisins sera aussi bon pour soi.

À cet égard, il reste à décider s'il conviendrait de concevoir, à l'échelle mondiale, de nouvelles règles du jeu qui contribueraient à instaurer une discipline renforcée dans les politiques nationales. Mais c'est peut-être là une question qui nous occupera un autre jour.



Conclusion

Pour conclure, je dirais que le niveau inhabituellement bas des taux d'intérêt ne devrait pas être accepté comme la nouvelle norme, au risque de valider le sentiment que c'est la seule manière de relever les défis qui se posent actuellement. Cela reviendrait à accepter une faiblesse chronique, à rendre le retour à la normale encore plus difficile et, surtout, à réduire la marge de manœuvre des politiques publiques en cas de nouveau choc.

Il vaudrait mieux se placer dans une autre perspective, de plus long terme, macrofinancière et mondiale. Un tel angle d'analyse fait apparaître plus clairement les coûts du déséquilibre qui caractérise actuellement la combinaison des politiques appliquées. Si l'on ne s'attaque pas résolument aux problèmes sous-jacents, les gains à court terme seront obtenus au prix de difficultés à long terme – mauvaise allocation des ressources, épisodes dommageables d'expansion-contraction financière, affaiblissement du secteur financier et aggravation des déficiences du système monétaire et financier international.

Il s'agit donc d'accorder davantage d'attention aux réformes qui éliminent les obstacles à la croissance, favorisent une réaffectation efficace des ressources et relancent la croissance de la productivité. Le fardeau qui pèse sur la politique monétaire en serait ainsi allégé, et le terrain serait mieux préparé pour un retour progressif à la normale.

Permettez-moi de terminer sur une dernière idée, concernant notre connaissance incomplète de la dynamique des marchés financiers et de leur interaction avec l'économie réelle. La réorientation au profit de cette perspective à plus long terme, macrofinancière et mondiale nécessitera une amélioration des outils analytiques pour mieux appréhender l'interaction entre régimes monétaires et financiers intérieurs, pour apprécier pleinement les conséquences voulues et non voulues des politiques nationales et, à terme, pour améliorer les cadres des politiques publiques.