

## I. Introduction: retournement de situation?

La période sous revue a été dominée par le ralentissement marqué de l'activité aux États-Unis à partir du second semestre 2000. Attendu, et même souhaité, depuis longtemps, ce phénomène frappe néanmoins par sa soudaineté, qui mérite attention pour plusieurs raisons. Il semble avoir clos, ou tout au moins interrompu pour un temps, une décennie d'expansion mondiale bienvenue mais trop largement tirée par l'économie américaine (chapitre II). Il s'est accompagné d'une pause dans la reprise au Japon ainsi que d'un tassement de la croissance dans de nombreuses économies émergentes (chapitre III) et, à un degré nettement moindre cependant, en Europe. Il a, en outre, profondément déçu les espoirs de ceux qui pensaient qu'une «nouvelle économie», fondée sur les technologies de l'information, avait définitivement mis fin aux variations cycliques des stocks et à la volatilité de l'investissement.

On s'est empressé d'avancer les explications habituelles. Les prix pétroliers étaient montés en flèche, freinant la dépense dans de nombreuses économies émergentes plus encore que dans le monde industriel. Les taux d'intérêt à court terme avaient été relevés dans tous les grands pays industriels, soit pour contrer des tensions inflationnistes naissantes, soit, comme au Japon, parce que des signes de reprise permettaient de revenir à une orientation monétaire plus habituelle. Les marchés des capitaux, eux aussi, étaient tenus pour responsables puisque, partout, les indices boursiers de la nouvelle économie s'étaient fortement repliés après leurs sommets de mars 2000. Les conditions de crédit, également, s'étaient durcies à travers le monde, de manière inégale mais inexorable durant l'année, surtout pour les signatures de moins bonne qualité. Dans de telles circonstances, une décélération de la dépense apparaissait naturelle, voire salutaire, dans les économies tournant à pleine capacité, tout comme l'était une inversion du resserrement monétaire dans les pays les plus touchés par le ralentissement. Au vu de l'histoire économique de l'après-guerre, tout cela pouvait sembler normal.

Pourtant, la question se posait, dans le même temps, de savoir si des forces moins habituelles n'étaient pas en jeu. Pour certains observateurs, la phase d'expansion s'apparenterait, à plusieurs égards, aux cycles antérieurs à la Première Guerre mondiale, rapprochement inédit mais peut-être pas dénué de fondement, étant donné l'incessant courant de déréglementation financière et de mondialisation qui a caractérisé les dernières décennies. Comme pour les autres révolutions technologiques – canaux, chemin de fer, électricité et automobile –, celle-ci a été marquée par une accumulation massive de capital, surtout dans les technologies de l'information et les télécommunications. L'envolée boursière qui lui était associée la confortait en

généralisant une offre abondante de capital-risque à bon marché. En outre, avec une inflation faible ou en repli, dans l'ensemble, les taux d'intérêt réels demeuraient relativement bas. Si ces tendances étaient particulièrement évidentes aux États-Unis, elles se manifestaient également, à des degrés divers, dans d'autres pays. En faisant prendre conscience d'une vulnérabilité généralisée, au cas où les retombées ne seraient pas à la hauteur des espérances, elles ont aussi probablement influé sur la décision de nombreuses banques centrales d'abaisser les taux d'intérêt dans le sillage de la détente, d'une vigueur inhabituelle, amorcée en janvier 2001 par la Réserve fédérale (chapitre IV).

Les dernières années de la phase d'expansion ont, en outre, été favorisées par le bon comportement global des prix, qui s'est confirmé tout au long de la période sous revue. Dans un large éventail d'économies émergentes et industrielles, l'inflation sous-jacente a réagi de manière exceptionnellement modérée aux tensions découlant des faibles taux de chômage, des dépréciations de change et du renchérissement du pétrole. Cette modération s'explique en partie par l'accroissement des capacités de production, notamment pour les biens manufacturés, consécutif à une longue phase d'investissements massifs; d'autres éléments, cependant, sont intervenus, comme la déréglementation des marchés des produits, la mondialisation des échanges de biens et services, la discipline budgétaire et la crédibilité croissante des banques centrales par rapport à leur objectif de stabilité des prix. Tous ces éléments conjugués ont créé un «marché d'acheteurs», ce qui a permis d'atténuer l'inflation et de la maintenir à un bas niveau.

Dans un tel contexte, il fallait que d'autres mécanismes absorbent des chocs tels que le renchérissement du pétrole pour éviter une érosion des bénéfices. C'est ce qui s'est effectivement produit pendant l'essentiel de la période sous revue. Aux États-Unis comme dans la majeure partie de l'Europe et au Japon, les hausses des salaires nominaux ont été singulièrement modestes, grâce à un meilleur fonctionnement du marché du travail dans les deux premiers cas et, dans l'archipel nippon, en raison de l'insécurité de l'emploi et de la dégradation de la situation. De surcroît, un cercle vertueux est apparu dans l'économie mondiale, la modération des prix se répercutant sur les salaires. Enfin, aux États-Unis surtout, l'amélioration sensible de la productivité du travail depuis quelques années a contribué à contenir les prix sans entamer les profits. Les perspectives de bénéfices se sont néanmoins gravement détériorées dans de nombreux pays ces derniers trimestres, la nouvelle économie étant partout durement touchée. Les marchés financiers s'en sont fortement ressentis, ce qui a rejailli alors sur l'ensemble de l'activité.

Le processus de mondialisation a également été marqué, récemment, par la facilité avec laquelle les flux de capitaux ont répondu aux larges écarts entre les taux d'épargne domestiques. Aux États-Unis, le taux de l'épargne privée nette est tombé au-dessous de -6% du PIB l'an passé (soit une baisse de 12 points de pourcentage depuis 1992), alors qu'il s'est élevé à près de 9% au Japon. Si les soldes budgétaires respectifs ont réduit cet écart, les importants déséquilibres courants qui subsistaient ont été financés par des apports massifs de fonds aux États-Unis sous la forme, de plus en plus, d'achats

d'actions et d'investissements directs. Sur un plan plus large, la même divergence se retrouve entre les économies asiatiques et européennes à forte épargne et l'hémisphère occidental. Là encore, les investissements directs étrangers, surtout en Amérique latine, ont assuré une bonne part du financement des déficits courants correspondants.

Les entrées de capitaux aux États-Unis et dans les pays partageant la même situation ont en partie répondu à un souci de diversification et à des perspectives de rendements supérieurs à la moyenne. Accessoirement, toutefois, elles ont apporté un soutien appuyé au dollar EU (chapitre V), ce qui a contribué à juguler les tensions inflationnistes. La vigueur persistante du dollar, même après les signes patents de ralentissement de l'économie américaine, peut indiquer que, dans l'esprit des opérateurs, il s'agissait d'une simple pause et que le potentiel de croissance de la nouvelle économie finirait par prévaloir. Il est possible aussi que les incertitudes grandissantes sur les perspectives de l'économie mondiale aient conforté la valeur refuge de cette monnaie de réserve, en raison surtout de l'impression de solidité donnée par le système bancaire et la situation budgétaire aux États-Unis. Il reste à savoir si ces hypothèses et impressions seront validées par le temps.

Tous les pays tributaires de financements extérieurs n'ont pas eu la partie aussi belle. Entre autres raisons, les dépassements budgétaires chroniques en Argentine et les problèmes structurels du secteur bancaire en Turquie ont mis à rude épreuve les taux d'intérêt et les cours de change et engendré, dans le dernier pays, une vive dépréciation de la monnaie. Fin avril, les signes de contagion se trouvaient cependant assez limités. Non seulement les effets de levier étaient moindres que lors des crises précédentes mais, en outre, les opérateurs se sont montrés de plus en plus aptes à différencier les risques de crédit (chapitre VI). L'abandon du régime de change à parité glissante, dans de nombreux pays, en faveur d'un flottement administré y a sans doute également contribué.

Durant la période sous revue, diverses initiatives ont été prises pour renforcer l'architecture financière internationale. De nombreuses économies émergentes s'emploient à améliorer leur infrastructure financière et leurs systèmes de paiement, en s'inspirant généralement des meilleures pratiques agréées au niveau international. En outre, les autorités ont prêté davantage attention à l'intensification de la concurrence et au processus de consolidation dans le secteur financier des pays industriels. Il est de plus en plus reconnu que, tout au long de l'histoire, les mutations financières rapides et l'expansion correspondante du crédit engendrent des difficultés (chapitre VII). Il convient de se féliciter que des responsables évaluent périodiquement ces sources de fragilité, même si l'élimination des crises financières récurrentes n'en est pas pour autant garantie.

## Sentiment des marchés, prix des actifs et évolution macroéconomique

Alors que les chocs généralisés et les interdépendances dans les sphères réelle et financière ont imprimé plus nettement leur marque sur l'économie mondiale, le contexte psychologique propre à chaque grande région est resté

déterminant. L'évolution la plus spectaculaire s'est produite aux États-Unis: la croissance du PIB s'est accélérée, pour atteindre près de 6% au premier semestre 2000, sous l'effet de dépenses de consommation élevées et d'une nouvelle progression marquée de l'investissement en capital fixe des entreprises. Ces deux développements ont résulté, pour une bonne part, du dynamisme antérieur des marchés des actions, qui a accru le patrimoine des ménages et abaissé les coûts de financement des entreprises. Ils ont aussi été favorisés par un large accès au crédit auprès de sources plus diversifiées, souvent à l'étranger. Le tout a été conforté par un sentiment de bien-être, né de la conviction que les nouvelles technologies de l'information et de la communication avaient donné une impulsion durable à l'expansion de la productivité et des bénéfices.

Au fil de l'année, des signes d'accumulation des risques sont toutefois apparus. Le Nasdaq s'est mis à chuter sans discontinuer, suivi, à des degrés moindres, par d'autres indices boursiers. Il en est résulté une baisse, en termes nominaux, du patrimoine des ménages aux États-Unis en 2000, pour la première fois de l'après-guerre. À l'inverse, leurs passifs et leurs charges au titre du service de la dette ont pratiquement atteint des niveaux records, en pourcentage du revenu net disponible, tandis que leur taux d'épargne devenait de plus en plus négatif. Bien que le niveau d'endettement des sociétés ait reflué par rapport aux maxima historiques, la situation des petites entreprises s'est détériorée. Les banques ont nettement durci leurs critères de prêt, les financements obligatoires sont devenus pour un temps quasiment inaccessibles aux signatures de qualité inférieure et les fabricants d'équipements technologiques ont restreint leurs crédits fournisseurs.

La demande finale aux États-Unis s'est fortement contractée au quatrième trimestre, toutes composantes confondues, et la confiance des consommateurs a sérieusement fléchi. Les bénéfices constatés ont chuté et les avertissements sur résultats se sont multipliés. En outre, il se confirmait que des facteurs ponctuels pouvaient avoir gonflé les bénéfices publiés ou dilué la valeur des actifs boursiers: la hausse des actions avait poussé à suspendre les contributions aux fonds de pension; le recours croissant aux options d'achat d'actions avait entraîné des économies d'impôts pour les entreprises et comportait un risque de dilution du capital; les rachats d'entreprises par échange d'actions, à des prix correspondant à des ratios cours/bénéfices excessifs, avaient encore affaibli la valeur détenue par les actionnaires de l'acquéreur. Malgré tout, des indicateurs économiques plus favorables ont conforté, par la suite, l'opinion de ceux qui considéraient que le tassement de l'activité ne serait que temporaire. La diminution des stocks au premier trimestre 2001, notamment, a été beaucoup plus forte que prévu. De surcroît, les dépenses de consommation ont fait preuve d'une résistance étonnante, compte tenu des annonces de suppressions d'emplois et de la baisse persistante de la confiance des consommateurs.

Le retournement soudain de la situation économique aux États-Unis a provoqué un changement brutal d'orientation monétaire. Dans l'ensemble, le processus d'assouplissement, comme le resserrement qui l'avait précédé, traduisait le désir de modérer l'amplitude du cycle conjoncturel, tout en

poursuivant l'objectif de stabilité des prix intérieurs. Toutefois, étant donné le rôle croissant des prix des actifs financiers aux États-Unis et leur interrelation avec la confiance des agents économiques, la Réserve fédérale était placée devant des choix délicats. Il importait plus que jamais, en particulier, que la baisse des taux n'apparaisse ni trop faible ni trop forte. Le risque était, dans le premier cas, de ne pas parvenir à stimuler la demande et, dans le second, de susciter sur les marchés soit une vague d'euphorie, soit, au contraire, un courant de panique, s'ils venaient à penser que la Réserve fédérale disposait d'éléments que, eux, ne possédaient pas. En l'occurrence, le premier abaissement majeur des taux, en janvier, s'est traduit par un assouplissement marqué des conditions de crédit, que les réductions ultérieures ont contribué à prolonger. Par bonheur, l'autre risque – un réveil de l'inflation – ne s'est pas matérialisé avec l'ampleur qu'auraient pu laisser présager la hausse antérieure des prix énergétiques et celle, plus récente, des coûts unitaires de main-d'œuvre.

L'économie nippone est restée déprimée dans l'ensemble, mais a suivi, d'un trimestre à l'autre, un schéma analogue à celui des États-Unis, à cette différence près que si la foi dans les nouvelles technologies entretenait un optimisme foncier aux États-Unis, malgré le ralentissement du second semestre 2000, il n'en était pas de même au Japon. Le pays a continué de subir les conséquences de l'éclatement de la bulle économique dix ans plus tôt: excédent de capacités industrielles et faiblesse des bénéfices, dévalorisation des actifs et fragilité persistante du secteur financier. De plus, étant donné l'incapacité chronique des autorités à traiter ces problèmes avec détermination, la déception générale suscitée par la situation du moment se doublait du sentiment qu'il était sans doute vain d'espérer une amélioration.

La production industrielle du Japon s'est, en fait, redressée quelque temps au premier semestre 2000, sous l'effet de la reprise aux États-Unis et en Asie, entraînant une augmentation des profits et de l'investissement, surtout dans l'informatique. À mesure que le stimulant extérieur s'essouffait et que les effets décalés du raffermissement du yen se faisaient sentir, les perspectives se sont toutefois assombries. Les consommateurs, quant à eux, sont restés dans l'expectative. Mal remis de lourdes pertes en patrimoine et préoccupés par la situation des systèmes de retraite par répartition, ils étaient davantage enclins à épargner qu'à dépenser, se sentant menacés dans leurs revenus et leur emploi par la lenteur des restructurations industrielles. La baisse des prix de détail, due en partie à une évolution favorable de l'offre, peut avoir favorisé leur attentisme.

Pour leur part, les responsables des politiques macroéconomiques ont mis à profit la faible marge de manœuvre dont ils disposaient encore. La Banque du Japon a brièvement interrompu sa politique de taux zéro durant l'été, quand la conjoncture a semblé s'améliorer, mais l'a ensuite restaurée de fait en assignant un objectif quantitatif explicite aux réserves excédentaires des banques. Dans le même temps, elle annonçait qu'elle maintiendrait cette orientation jusqu'à ce que les prix à la consommation aient fini de baisser. Cet engagement devait aider à prolonger la diminution spectaculaire et salutaire des taux longs au second semestre. La politique budgétaire a également

contribué à soutenir l'activité, mais ce soutien s'est progressivement affaibli à mesure que les investissements déficitaires et les garanties financières de l'État paraissaient constituer à terme un fardeau pour le contribuable.

L'espoir de voir la croissance lente aux États-Unis et au Japon compensée par une accélération ailleurs ne s'est qu'en partie réalisé. Comme les États-Unis, les autres grands pays anglophones, proches de la surchauffe au premier semestre, ont ensuite connu pour la plupart une vive décélération, accompagnée de réductions des taux. Seul le Royaume-Uni a été épargné, mais, là encore, les perspectives ont finalement justifié un abaissement des taux directeurs.

Dans la zone euro non plus, la croissance n'a pas été à la hauteur des espérances, mais le ralentissement a été moins sensible. L'Europe continentale a bénéficié d'une demande intérieure assez soutenue, résultant d'un regain de confiance des consommateurs devant la hausse exceptionnellement rapide de l'emploi, et a semblé un temps préservée. Pourtant, le cours de l'euro n'est pas parvenu à inverser totalement deux années de repli. À cela s'est ajouté le renchérissement du pétrole. Ces deux facteurs ont contribué à pousser le taux d'inflation au-dessus de l'objectif de stabilité des prix de la BCE. Quand, vers la fin de la période sous revue, les indicateurs ont signalé une décélération de la croissance et une légère amélioration des perspectives d'inflation, l'Eurosystème s'est décidé à procéder à un assouplissement prudent de sa politique. En fait, les résultats récents de la discipline budgétaire ont même permis, dans plusieurs pays européens, d'alléger la fiscalité. Répondant à l'origine à des considérations structurelles, ces mesures sont venues à point nommé soutenir les perspectives de croissance grâce à leurs effets sur la demande.

Les économies émergentes ont enregistré une croissance moyenne de 6% en 2000. L'expansion a concerné la totalité des grandes régions et l'ensemble, ou presque, des principales économies. Des signes de tensions sont progressivement apparus, cependant, et les indices boursiers ont généralement chuté dans le sillage du Nasdaq. Les exportations se sont en outre ralenties, mais cette tendance a été en partie compensée, dans certains pays, par le renforcement de la demande intérieure.

La demande d'exportations de produits électroniques s'est inscrite partout en forte baisse, mais l'Est asiatique a été le plus durement touché. Les répercussions sur les cours de change ont toutefois été bien moindres qu'en 1997 pour diverses raisons: tendance à privilégier le flottement de la monnaie, soldes commerciaux généralement positifs, niveau élevé des réserves et dépendance nettement réduite à l'égard des capitaux à court terme. Économies encore relativement fermées, la Chine et l'Inde ont été moins affectées, mais elles sont restées confrontées à des difficultés internes dues à une étatisation toujours bien présente et aux problèmes budgétaires correspondants. En Amérique latine, l'incapacité persistante de l'Argentine à maîtriser le déficit de ses finances publiques a fait douter de son aptitude à assurer le service de sa dette et amené à envisager la nécessité d'une restructuration. En conséquence, les primes ont dépassé un moment 1 000 points de base sur ses obligations et se sont mises à augmenter pour

d'autres emprunteurs souverains. Ailleurs dans la région, l'accélération de la croissance a commencé à générer des tensions inflationnistes, sans commune mesure avec les excès passés, mais qui n'en ont pas moins incité plusieurs banques centrales à durcir leur orientation monétaire. De surcroît, à l'exception des producteurs de pétrole, les pays d'Amérique latine et d'Europe centrale ont suscité une inquiétude grandissante, en raison de la persistance d'amples déficits commerciaux et de leur vulnérabilité si la confiance des investisseurs étrangers venait à faillir.

## Le problème de la fragilité financière

La récurrence des crises au cours des deux dernières décennies montre, à l'évidence, que les problèmes affectant le système financier peuvent engendrer des perturbations macroéconomiques et en amplifier considérablement les coûts. Les carences apparaissent à divers niveaux: établissements financiers, fonctionnement des marchés et spécificités du système financier mondial. Il n'est pas surprenant que les gouvernements, désireux d'assurer l'égalité des conditions concurrentielles et d'éviter les effets de contagion, s'emploient activement depuis quelques années à discerner les fragilités financières et à y remédier. L'apparition de doutes sur la viabilité de la croissance économique mondiale a conféré à ces efforts une dimension nouvelle.

Certaines des fragilités financières mises en lumière pendant la période sous revue ne datent pas d'hier. Au premier rang, l'incapacité de mobiliser la volonté nécessaire à une restructuration énergique des entreprises et établissements de crédit japonais. En fait, laisser fusionner de grandes banques sans exiger leur réorganisation revenait à maintenir le statu quo. Dans le même ordre d'idées, l'extension du régime d'assurance des dépôts et les tentatives réitérées des autorités pour enrayer la baisse des actions peuvent avoir incité les établissements à ne pas agir eux-mêmes avec détermination. Ces carences plus générales n'ont pu être totalement compensées par l'amélioration du contrôle des institutions financières et la proposition de nouvelles normes comptables plus contraignantes. Ailleurs dans l'Est asiatique, le réaménagement du secteur financier a généralement progressé mais demeure souvent trop timide et trop lent. Dans l'ensemble, les systèmes bancaires n'ont toujours pas recouvré leur rentabilité et la croissance du crédit est restée limitée. L'Europe centrale et l'Amérique latine se sont ouvertes de plus en plus aux banques étrangères. Si cette tendance revêt un côté positif, puisque cet apport en capitaux, technologies et compétences devrait être un facteur de stabilisation, elle apparaît préoccupante dans certains pays, car les établissements étrangers pourraient n'être guère enclins, ni suffisamment préparés, à accorder des prêts aux petites entreprises locales.

Parmi les autres inquiétudes qui se sont fait jour pendant la période examinée, quelques-unes sont moins tangibles. Il est à craindre que les banques de certains pays plus avancés dans le cycle conjoncturel, en dépit de bénéfiques et de fonds propres confortables, ne se retrouvent exposées à des risques de crédit plus élevés. Le bas niveau des provisions pour pertes sur prêts rend ces soupçons légitimes. L'ampleur des crédits consortiaux aux

sociétés de télécommunications a également donné matière à préoccupation, surtout en Europe, devant l'éloignement des perspectives de remboursement rapide par réalisation d'actifs, introduction en Bourse ou émission d'obligations. La difficulté de certains emprunteurs à renouveler leur encours de papier commercial n'a pas contribué, non plus, à calmer les esprits, car elle pourrait prélude à des tirages sur les facilités de crédit négociées antérieurement. Dans ces deux cas, la rapidité surprenante du déclassement de plusieurs sociétés jusque-là bien notées a renforcé les appréhensions.

Face notamment à ces évolutions, les banques de nombreux pays industriels ont uniformément durci leurs conditions de crédit, et les primes de risque se sont généralement élargies sur les marchés des capitaux. Le fait nouveau, cependant, est que les préoccupations entourant la qualité du crédit des établissements financiers ne semblent avoir affecté ni le fonctionnement ni la liquidité des marchés. L'explication réside en partie dans la prudence accrue des principaux opérateurs à l'égard des grands risques.

Les efforts de longue haleine visant à consolider le système financier ont été poursuivis avec détermination. Il convient de saluer, en particulier, l'action du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire qui, en étroite coopération avec les autorités prudentielles des marchés émergents et le secteur privé, a mis au point un accord sur les fonds propres établissant une plus grande différenciation en fonction du risque. Le chapitre Activités de la Banque décrit en détail ces travaux de même que les contributions des autres groupes et comités établis à Bâle. Des progrès ont été accomplis dans le même sens, sous l'égide du Forum sur la stabilité financière, pour élaborer des normes dans ce domaine ainsi que des recommandations concernant les problèmes posés par les institutions à fort effet de levier, les places franches financières et les mouvements internationaux de capitaux. C'est toutefois au niveau de la mise en œuvre des normes internationales que les avancées les plus marquantes ont été réalisées, le FMI et la Banque mondiale ayant nettement mis l'accent sur leur application concrète dans les économies émergentes et les pays industriels. Certes, la prise de conscience des problèmes ne constitue qu'un pas vers leur solution, mais il s'agit d'un pas important.

Des progrès ont aussi été enregistrés dans le domaine de la dette souveraine, avec l'aplanissement des divergences de vues sur les procédures de gestion et de résolution des crises de liquidité et d'endettement. Ces questions sont d'ailleurs redevenues d'actualité avec le soutien récent du FMI à l'Argentine et à la Turquie. Les exemples n'ont pas manqué non plus pour montrer qu'il pourrait être plus facile que prévu de mener à bien les opérations de restructuration de la dette souveraine, au moins pour les petits pays, si les clauses de sortie et de procédure collective dans les contrats obligataires étaient plus volontiers mises en œuvre. De surcroît, comme les perspectives d'un règlement ordonné des crises avec une forte participation du secteur privé se trouvent sensiblement améliorées, ces expériences ont pu aider à faire pencher la balance, ne serait-ce que légèrement, en faveur d'une approche moins interventionniste.