

## VIII. Conclusion: le passé récent comme prologue?

L'attention s'est focalisée sur les États-Unis lorsque la croissance s'est brutalement ralentie, au second semestre 2000, dans l'économie la plus grande et la plus dynamique. En outre, la réponse à la question venant naturellement à l'esprit – où cela nous mène-t-il? – se voyait conférer d'autant plus d'importance que le Japon ne montrait toujours pas de signes de reprise durable et qu'un tassement de l'activité apparaissait ailleurs. Ces faits confirment que le cycle conjoncturel n'a pas disparu. Ils montrent également que les prévisionnistes qui se contentent d'extrapoler le passé récent sont certains, par définition, de manquer le point de retournement. Cette leçon vaut autant pour les banquiers, dans leurs anticipations des pertes sur prêts, que pour les économistes.

Ces développements ont également déclenché un débat sur les limites d'un certain nombre de prescriptions de politique économique qui continuent à bénéficier d'un large soutien. Il apparaît de plus en plus qu'un faible niveau d'inflation, dont le caractère souhaitable n'est pas remis en question, n'est pas suffisant pour assurer la stabilité macroéconomique et financière. De même, le fait de s'être doté d'un système bancaire sain n'exclut pas l'apparition de turbulences financières perturbatrices émanant d'autres sources. Enfin, il est de plus en plus évident que les autorités monétaires et les responsables de la réglementation financière ne peuvent plus mener à bien leur mission sans s'appuyer sur un dialogue efficace aux niveaux national et international. Ce constat nouveau ramène, hélas, à une conclusion qui ne date pas d'hier: les choses s'avèrent toujours plus complexes qu'elles ne le paraissent à première vue.

Établir des perspectives de croissance à court terme aux États-Unis est rendu difficile par la coexistence de plusieurs schémas différents, tous aussi plausibles les uns que les autres. Le premier, axé sur l'offre, renvoie au thème de l'«ère nouvelle». Il met en avant l'augmentation du potentiel de croissance des États-Unis, des profits sous-jacents plus élevés justifiant une forte valorisation des actifs, et la capacité accrue des entreprises à éviter d'amples fluctuations des stocks. C'est le scénario type d'un atterrissage en douceur impliquant une reprise en V. Le deuxième schéma s'appuie davantage sur la demande et présente, par conséquent, une connotation keynésienne: indépendamment de toute évolution positive de l'offre aux États-Unis, la demande globale a progressé trop vite et trop longtemps. La correction de ce genre d'excès s'est toujours traduite, depuis la guerre, par une croissance inférieure à la norme, même en période d'inflation maîtrisée. Le troisième schéma conjugue offre et demande et participe d'un courant de pensée

européen né avant la guerre. Un cycle se caractérise d'abord par une accélération du crédit et un optimisme pouvant s'expliquer par de nouvelles technologies et se poursuit par une phase d'optimisme excessif et de surinvestissement. En fin de cycle, l'effondrement des bénéfices se répercute sur les cours des actions et affecte, à terme, la capacité du système financier de répondre à de nouvelles dépenses. Manifestement, ce dernier scénario impliquerait un atterrissage plus périlleux, même sans avoir été précédé d'un degré notable d'inflation globale.

Quel que soit le schéma privilégié, il est probable que l'évolution aux États-Unis se fera davantage sentir que par le passé dans les autres pays, l'inverse étant tout aussi vrai. Sur le plan de l'économie réelle, les liens commerciaux se renforcent depuis des décennies. Plus récemment, les flux d'investissement direct étranger et, en particulier, les fusions et acquisitions ont nettement amplifié le rôle des multinationales, dont les bénéfices consolidés reflètent de plus en plus l'évolution de l'activité dans le monde. De plus, en raison de la structure toujours plus complexe de l'offre internationale de produits de haute technologie, les cycles de production inhérents à cette branche en rapide expansion ont de puissantes répercussions presque partout. Les progrès de la communication, quant à eux, ont favorisé la propagation des modifications des comportements et de la confiance, avec des effets induits sur la consommation et l'investissement.

Les marchés des capitaux, dont la dimension et la portée se sont fortement développées ces dernières années, ajoutent à ces connexions internationales. Les taux des obligations, cours des actions, marges de crédit et primes de risque ont de plus en plus tendance à évoluer dans le même sens sur les diverses places, les États-Unis donnant habituellement le ton. Cette imbrication accroît également la probabilité qu'un dysfonctionnement sur un marché se retrouve très vite ailleurs. De telles connexions sont évidemment importantes en soi, mais elles impliquent aussi que la diversification du risque sur les marchés pourrait s'avérer progressivement plus difficile, surtout en période de tensions, comme cela s'est produit au moment de la crise LTCM. Enfin, si le processus de concentration au sein de la sphère financière reste un phénomène essentiellement national, l'expansion de l'activité transfrontière des grandes banques représente un autre canal de transmission des chocs à l'échelle internationale.

L'existence de telles connexions comporte deux implications évidentes. Premièrement, comme les politiques nationales ont des répercussions hors des frontières, il est légitime qu'elles fassent l'objet de discussions au niveau international. Les retards dans la restructuration du secteur des entreprises et du système financier au Japon pourraient affecter de nombreux autres pays, surtout dans l'Est asiatique. Si le ralentissement de l'activité aux États-Unis durait plus longtemps que prévu et qu'en Europe les politiques ne soutenaient pas la croissance, cela ne manquerait pas de rejaillir ailleurs. Au surplus, il est évident que les moyens susceptibles d'être employés aux États-Unis pour atténuer un ralentissement prolongé de l'économie, et l'attention que les décideurs pourraient accorder aux variations de change en résultant, présentent un intérêt manifeste pour le monde en général et, en particulier, pour ceux qui

ont récemment investi dans ce pays. Dans le même ordre d'idées, les politiques destinées à renforcer la résistance des systèmes financiers locaux ne laisseraient certainement pas indifférents les établissements étrangers pouvant offrir de nouvelles sources d'investissement et de compétences.

La seconde implication réside dans la nécessité d'intensifier la coopération internationale et de la rendre plus efficace. Cet objectif sera encore plus difficile à atteindre si les nouvelles équipes gouvernementales à Washington comme à Tokyo choisissent de privilégier davantage les affaires internes, si l'Union européenne se voit accaparée par les questions d'élargissement et si les autorités des pays émergents se ferment à toute coopération parce qu'elles s'estiment exclues de processus centrés sur le monde industriel. Il est à redouter également que, si les implications les moins plaisantes de la mondialisation ne sont pas convenablement gérées, les événements n'aillent alors dans la direction opposée. Faire la part trop belle aux solutions régionales pourrait y conduire, de même que le recours à un protectionnisme déclaré, ce que d'aucuns considèrent encore comme une option viable. Si l'éclatement de tensions commerciales longtemps contenues ou la détérioration de l'environnement économique font apparaître au grand jour de telles tendances, il importera de s'y opposer avec détermination pour ne pas compromettre les gains économiques acquis ces dernières décennies.

### Politiques en faveur de la stabilité macroéconomique et de la croissance

Pour mener à bien une politique économique, il importe non seulement de se fixer un objectif mais aussi de savoir comment l'atteindre. Or, au moment de la mise sous presse du présent Rapport, ces deux aspects comportaient des incertitudes. Pour de nombreux commentateurs, un rebond rapide de la demande et de la croissance aux États-Unis est clairement souhaitable, afin d'éviter un ralentissement prolongé et de concrétiser le potentiel offert par la nouvelle économie. En outre, divers arguments portent à croire qu'une telle issue est possible, avec le soutien sans doute des politiques économiques. Les actifs détenus par les consommateurs demeurent bien supérieurs à leurs dettes. Les analystes boursiers espèrent toujours que les profits retrouveront une croissance à deux chiffres, qui relancerait l'investissement. La persistance d'un dollar fort et d'importantes entrées de capitaux aux États-Unis paraissent également inciter à l'optimisme.

D'autres observateurs se demandent, cependant, si une reprise aussi rapide est à la fois souhaitable et probable. De nombreux déséquilibres financiers avérés affectent l'économie américaine, notamment des niveaux d'endettement sans précédent, tant pour les consommateurs que pour les entreprises, et une dette extérieure qui ne cesse d'augmenter. Ce constat conduit parfois à conclure que la meilleure issue pourrait résider, en fait, dans une reprise puis une expansion modérées, qui permettraient d'atténuer progressivement ces déséquilibres et d'éviter le risque d'une rechute encore plus sérieuse. Ce point de vue se trouverait confirmé si l'accélération de la croissance de la production potentielle n'a pas réellement été aussi forte que

d'aucuns le prétendent. Dans ce cas, une puissante reprise ne pourrait que raviver plus facilement les tensions inflationnistes.

Ceux qui estiment qu'il serait prudent d'éviter un rebond marqué de l'activité pourraient être confortés par le fait que ces mêmes déséquilibres financiers rendent une telle issue moins probable. Il apparaît que d'autres forces, peut-être très puissantes, s'y opposent également. Si les cours des actions ont déjà considérablement baissé, les valorisations n'en demeurent pas moins très élevées par référence à la plupart des mesures traditionnelles. Le volume important des biens de consommation durables acquis récemment et les investissements non rentables effectués, notamment en équipements informatiques, pourraient fort bien conduire à différer de nouvelles dépenses. Si la demande venait à fléchir, l'accélération des gains de productivité se traduirait par une diminution des heures de travail et une montée du chômage, avec des répercussions sur la confiance des consommateurs. Quant au secteur financier, dès lors qu'il prendra conscience des risques qu'il encourt du fait de la contraction des bénéfices des entreprises, il pourrait aussi se montrer réticent quelque temps à financer de nouveaux programmes de dépenses.

Au départ, la Réserve fédérale a senti que les risques allaient dans le sens d'un ralentissement de l'activité. Début janvier 2001, elle a résolument amorcé un processus de réduction des taux d'intérêt, qui s'est poursuivi jusqu'à la mi-mai. S'il était à craindre que les niveaux d'endettement élevés et le resserrement du crédit soient de nature à limiter les effets de ces mesures, cette préoccupation était atténuée par le fait que de nouvelles baisses étaient envisageables en cas de nécessité. La détente des taux longs de référence jusqu'en mars 2001 cadrait avec cette analyse, ainsi qu'avec l'idée que la Réserve fédérale n'avait pas à redouter une montée sensible des tensions inflationnistes. Depuis, cependant, des inquiétudes se manifestent plus fréquemment au sujet de l'inflation, les taux longs étant remontés au-dessus des niveaux qu'ils occupaient avant le premier assouplissement. Divers aspects s'avèrent préoccupants: hausse des rémunérations, contraction des gains de productivité, persistance de pénuries d'énergie et incidence inflationniste d'une éventuelle dépréciation du dollar.

Les perspectives à court terme de l'économie américaine seront également influencées par le contenu du programme d'allègement fiscal proposé par la nouvelle Administration. Une réduction de \$1 250 milliards, échelonnée sur 2002-11, a déjà été approuvée par le Congrès. Il reste à savoir, cependant, si une remise d'impôts, applicable dès cette année, figurera dans le texte de loi définitif. L'opportunité d'une telle mesure dépend toutefois largement de l'issue macroéconomique envisagée. Si l'économie repart rapidement, une expansion budgétaire immédiate aura tendance à aggraver les déficiences fondamentales de l'épargne aux États-Unis. À l'inverse, si l'économie devait connaître un ralentissement sensible, cette remise deviendrait plus indiquée. Le problème, bien sûr, est que la décision doit être prise à l'avance, sur la base de prévisions macroéconomiques des plus incertaines.

Ce qui est beaucoup plus certain, c'est que toute action visant à restaurer les perspectives de profits contribuera largement à compenser les effets d'un

affaiblissement prolongé de l'économie. Heureusement, les États-Unis ne manquent pas d'atouts à cet égard. Les marchés du travail et les salaires sont généralement flexibles et la structure juridique régissant les réaménagements de dette et la fermeture de capacités excédentaires est bien rodée. Le secteur financier, s'il est affecté, lui aussi, par des anticipations de bénéfices en baisse, apparaît sain dans l'ensemble. Le fait que le stock excédentaire de biens d'équipement concerne essentiellement l'informatique, dont l'amortissement est plus court, devrait également constituer un avantage. De plus, la crise des caisses d'épargne et de crédit au début des années 90 a fait comprendre aux responsables politiques qu'une solution rapide aux problèmes du secteur financier s'avère finalement beaucoup moins onéreuse que la temporisation.

De tels points forts ne se retrouvent pas dans l'économie japonaise. Au contraire, une décennie de restructuration des entreprises et des banques a laissé des traces: baisse continue des prix des actifs, capacités excédentaires dans l'industrie et, surtout, persistance de perspectives de bénéfices médiocres. Les principaux obstacles à un changement fondamental demeurent le système politique fondé sur la protection d'intérêts particuliers et une tradition d'échanges de bons procédés. L'ensemble actuel de stimulants et garanties budgétaires, conçu au départ comme un soutien ponctuel à l'économie, s'est progressivement substitué à des mesures politiquement coûteuses qui remettraient en cause l'existence même de nombreuses entreprises et provoqueraient une montée temporaire du chômage. S'il est davantage question d'agir à présent, sous la direction d'un nouveau Premier ministre, les intentions ne pourront se concrétiser que lorsqu'un consensus politique sera apparu en faveur d'un véritable changement.

La situation est rendue d'autant plus délicate que, plus la restructuration est différée, plus le tribut à payer sera lourd et plus la capacité des autorités d'y remédier par des stimulants macroéconomiques sera réduite. Les taux directeurs au Japon ont été de fait ramenés à zéro et, comme les prix continuent à baisser, les taux d'intérêt réels sont de nouveau positifs. De surcroît, les programmes de relance successifs ont porté le ratio dette publique/PNB à plus de 120%. Quoi qu'il en soit, si des réformes structurelles judicieuses étaient entreprises, il vaudrait quand même la peine de s'engager davantage dans les deux domaines de la politique économique, afin qu'une poussée de la demande puisse compenser l'augmentation du chômage qui résulterait d'une telle orientation.

La Banque du Japon a déjà élargi la gamme des actifs éligibles dans le cadre de ses opérations d'achat. Elle pourrait aller encore plus loin dans cette voie, si le gouvernement offrait des garanties préservant l'indépendance de la banque centrale en cas de pertes de crédit. Elle pourrait aussi envisager d'effectuer des achats non stérilisés d'actifs libellés en devises, en tenant compte, bien entendu, des intérêts des autorités nationales concernées. Son engagement récent de ne pas relever les taux directeurs tant que la baisse de l'IPC n'aura pas été enrayée a constitué une décision utile. Cependant, il pourrait être opportun également d'envisager un engagement plus explicite en faveur d'un objectif défini en termes de niveau des prix ou d'inflation. Un tel dispositif permettrait au public de s'attendre à un rebond substantiel des prix

et, partant, à l'apparition de taux d'intérêt réels négatifs. En même temps, cette attitude aurait un effet rassurant, en montrant qu'une hausse des prix ne pourrait pas échapper au contrôle des autorités, comme ce fut le cas dans des circonstances analogues au cours des années 30.

Le bien-fondé de nouvelles mesures de relance budgétaire dépend de l'équilibre désiré entre les exigences à court terme et la nécessité d'un assainissement à long terme. La décision sera liée en partie à l'évolution de la confiance par rapport au processus de restructuration. D'un côté, les pertes d'emplois en résultant pourraient avoir une incidence négative à cet égard mais, d'un autre côté, le fait de prendre en mains la situation au lieu de laisser aller pourrait avoir l'effet inverse. À l'évidence, si l'accroissement des dépenses au titre du système de protection sociale pouvait être financé par une compression des investissements non productifs dans le secteur public, des avantages sensibles pourraient être obtenus sans même changer l'orientation budgétaire. Pour le long terme, il importe clairement d'élaborer dès que possible un plan crédible d'assainissement budgétaire. Ce qui est plus difficile à admettre, cependant, c'est l'opportunité d'entreprendre une telle restructuration au Japon au moment même où l'économie mondiale connaît une phase de ralentissement.

À côté des dilemmes auxquels sont confrontés les décideurs aux États-Unis et au Japon, les problèmes que rencontrent leurs homologues dans la zone euro semblent mineurs. Apparemment, aucun déséquilibre financier important n'affecte les consommateurs, les entreprises ou les pouvoirs publics. De surcroît, des progrès notables, mais qui sont passés inaperçus, ont été accomplis dans de nombreux pays pour renforcer l'efficacité des marchés du travail et des produits et mettre en œuvre d'autres réformes structurelles visant, à terme, à rendre l'allocation des ressources plus efficace. Cela ne veut pas dire pour autant que des réformes supplémentaires ne soient pas nécessaires. Les régimes fiscaux ont artificiellement gonflé le coût de la main-d'œuvre et la charge fiscale demeure considérable. Dans certains secteurs, un besoin urgent de déréglementation se fait encore sentir. En outre, il apparaît de plus en plus que les gains de productivité attendus des nouvelles technologies ne pourront pleinement se concrétiser qu'à travers une plus grande souplesse sur les marchés du travail et une intensification de la formation.

Deux exemples illustrent ces problèmes sous-jacents: la pénurie de compétences révélée par la poursuite de l'expansion et la persistance d'un niveau d'inflation supérieur à l'objectif annoncé de l'Eurosystème. Ce dernier élément, mêlé au sentiment que tout allait bien par ailleurs, permet d'expliquer la réserve de l'Eurosystème face aux signes de ralentissement économique. De surcroît, plusieurs banques centrales de la zone euro ont toujours manifesté une préférence marquée pour une stratégie monétaire à moyen terme, refusant ainsi d'adopter une attitude qu'elles considèrent trop volontariste. Quel que soit le bien-fondé de ce point de vue, les décideurs européens sont demeurés ouverts à l'idée que les perspectives économiques de la zone euro sont à présent plus étroitement liées à celles des autres régions que lors des décennies précédentes. Aussi ont-ils légèrement assoupli leur orientation

monétaire à la mi-mai. Ils devraient être prêts, cependant, à continuer dans cette voie si, sous l'effet de forces mondiales ou locales, les tensions inflationnistes diminuaient de manière encore plus sensible.

Une cause de désinflation dans la zone euro pourrait résider dans une appréciation notable de la valeur de la monnaie unique, peut-être vis-à-vis à la fois du dollar et du yen, ce qui aurait, bien entendu, des implications inflationnistes pour les États-Unis et entraînerait une diminution des pressions désinflationnistes au Japon. Un tel scénario participerait d'une logique toute simple: l'anticipation d'un retournement de la faiblesse de l'euro, dont l'ampleur et la durée n'ont jamais trouvé d'explication satisfaisante. Un autre argument en faveur de la fermeté de l'euro repose sur l'hypothèse d'une période prolongée de croissance plus favorable en Europe, traduisant simplement une expansion plus hésitante aux États-Unis comme au Japon. Toutefois, étant donné que l'euro ne parvient pas à s'apprécier nettement par rapport au dollar, alors que ces hypothèses macroéconomiques apparaissent pourtant de plus en plus plausibles, un autre scénario est à envisager. Si le dollar reste ferme, soit parce que les marchés anticipent une vigoureuse reprise aux États-Unis, soit en raison du statut de valeur refuge de la monnaie américaine en période de difficultés, l'actuel déficit américain des paiements courants demeurera élevé. Une telle situation pourrait se traduire, le moment venu, par un ajustement de change encore plus marqué.

Il est encore plus difficile de prévoir la tournure que prendra la relation dollar/yen. Il semble néanmoins qu'on soit davantage disposé, tant aux États-Unis qu'au Japon, à tolérer une dépréciation du yen, à condition qu'elle soit graduelle et liée à d'importantes réformes structurelles au Japon, qui amélioreront les perspectives de croissance à long terme. Le risque évident, cependant, est de perdre le contrôle de ce processus. Avec un excédent commercial déjà comprimé par un déferlement d'importations à faible coût, des taux d'intérêt ramenés de fait à zéro et des établissements financiers dont la solidité est remise en question, une telle éventualité n'est pas à exclure. Si la faiblesse du yen devait alors conduire à des taux d'intérêt plus élevés au Japon, avec des répercussions sur les banques détenant des positions considérables sur obligations d'État japonaises, cette évolution pourrait même avoir des implications pour la stabilité financière interne. Elle aurait une autre conséquence indésirable, sous la forme d'une augmentation des pressions protectionnistes aux États-Unis, où la position commerciale bilatérale avec le Japon est au cœur d'un débat politique de longue date. Bien entendu, on ne saurait écarter non plus le risque de dévaluations compétitives en Asie, qui pourraient s'étendre à la Chine. Après tout, la récente crise asiatique a été en partie exacerbée par la vigueur du dollar vis-à-vis du yen en 1996 et 1997.

Fort heureusement, pour des raisons qui sont analysées dans l'Introduction au présent Rapport, la plupart des pays d'Asie sont, depuis, généralement plus aguerris aux chocs résultant des variations de change entre les monnaies des grands pays industriels. Certaines vulnérabilités subsistent cependant. Dans beaucoup d'économies d'Asie de moindre dimension, la croissance est largement tributaire des exportations, ce qui n'est pas une mauvaise chose en soi, si ce n'était leur forte dominante en produits

électroniques destinés aux États-Unis. Un ralentissement prolongé dans ce pays, surtout s'il provenait d'abord de l'investissement, ne pourrait qu'avoir des conséquences majeures. Au surplus, comme la Chine absorbe une part croissante d'un volume d'investissements directs étrangers allant en s'amenuisant, de nombreux pays d'Asie ne vont plus pouvoir compter sur ces flux pour amortir le choc.

Dans de telles circonstances, il serait logique de compter davantage sur la demande intérieure pour stimuler la croissance; d'ailleurs, il convient de saluer diverses initiatives prises dans ce sens. Cependant, la détérioration de la situation budgétaire de certaines économies d'Asie s'avère de plus en plus préoccupante. C'est vrai pour la Chine, où une amélioration de l'administration fiscale s'impose, mais surtout pour l'Inde. Fréquemment, le coût budgétaire prolongé de la restructuration du secteur bancaire doit également être pris en considération. En outre, comme cette restructuration est souvent inachevée, des doutes subsistent sur la capacité du système financier de répondre aux besoins d'une expansion d'origine interne. La conclusion évidente est que cette restructuration aurait dû être rapidement menée à bien. Cela étant, après cette occasion manquée, il n'est guère facile de savoir quelle est la conduite à tenir dans les circonstances actuelles. Pour certains, la réponse est simple: mieux vaut tard que jamais. Pourtant, comme dans le cas du Japon, il est difficile d'imaginer un moment moins propice pour entreprendre des réformes structurelles indispensables.

Dans les autres grandes économies émergentes, les points faibles sont d'une tout autre nature. Celles d'Amérique latine sont généralement moins ouvertes aux échanges commerciaux et, de ce fait, moins exposées à un retournement de la demande extérieure. Si le Mexique constitue un cas à part, en raison de ses liens commerciaux de plus en plus étroits avec les États-Unis, il est à espérer que, dans de telles circonstances, il puisse bénéficier d'un apport croissant d'investissements étrangers attirés par de faibles coûts de production. De même, la plupart des pays d'Amérique latine, à l'exception manifeste de l'Argentine, ne paraissent pas trop gênés par la vigueur persistante du dollar, même si beaucoup sont affectés d'un important déficit structurel des paiements courants. Si les exportateurs de pétrole ont profité du renchérissement de ce produit, tous les pays ou presque ont enregistré une forte poussée des dépenses de consommation et des importations. Jusqu'à présent, leurs besoins de financement ont été satisfaits par des entrées massives d'investissement direct étranger. Ils demeurent toutefois très vulnérables à une modification du sentiment sur les marchés internationaux des capitaux, surtout si un ralentissement mondial se traduit par un regain généralisé d'aversion pour le risque. À diverses périodes déjà, les financements par obligations se sont révélés très coûteux, voire impossibles. Plusieurs pays d'Amérique latine ont accompli des progrès remarquables à différents niveaux: privatisation et déréglementation de leur économie, lutte contre l'inflation et mise en œuvre de législations instaurant des dispositifs monétaires et budgétaires durables. Plus ces dispositifs seront crédibles, plus les investisseurs étrangers reprendront confiance et mieux ils seront disposés à l'égard de politiques à court terme visant à soutenir la demande face à des

chocs de dimension mondiale. Les difficultés rencontrées actuellement par l'Argentine, qui n'est jamais parvenue à concrétiser ses engagements à l'égard de réformes fondamentales du marché du travail et des finances publiques, en sont une parfaite illustration.

Dans le reste du monde, les déséquilibres macroéconomiques ne sont pas difficiles à percevoir, mais ils freinent généralement moins la croissance que les problèmes structurels fondamentaux. En Turquie, comme dans une bonne partie de l'Afrique, en Russie et dans les autres pays de la CEI, la gouvernance politique et celle des entreprises demeurent au cœur des préoccupations. Faute de lois adéquates et d'un système judiciaire indépendant, les droits de propriété ne sont pas toujours assurés et la corruption reste un mal endémique. Dans un contexte aussi défavorable, souvent aggravé par une infrastructure financière quasi inexistante, il n'est pas surprenant que les niveaux d'épargne et d'investissement soient encore très faibles et que l'investissement direct étranger n'ait pas véritablement progressé. Des années seront certainement nécessaires pour traiter ces questions fondamentales, mais on ne peut qu'approuver les initiatives entreprises par la Banque mondiale et le FMI pour les porter de plus en plus à l'attention du monde entier.

Enfin, des changements structurels sont également requis au Moyen-Orient et en Europe centrale. Dans le premier cas, des efforts doivent être mis en œuvre pour diversifier la structure de production et réduire la dépendance à l'égard de la main-d'œuvre étrangère qualifiée. Dans les pays exportateurs de pétrole, il est à espérer que la persistance de prix pétroliers élevés fournisse les moyens financiers d'une telle transition, au lieu de constituer une excuse facile pour la remettre à plus tard. En Europe centrale, il importe de se pencher plus attentivement sur le problème du chômage structurel et sur le recours à des entrées massives de capitaux pour financer d'importants déficits commerciaux. Les profondes réformes structurelles déjà entreprises dans la région devraient favoriser ces apports de fonds, mais il faut néanmoins veiller au maintien de la stabilité financière au cas où ils viendraient à s'inverser.

## Politiques en faveur de la stabilité financière

L'élaboration de la législation et de la réglementation financières repose sur un équilibre bien connu entre sécurité et efficacité. L'expérience récente laisse toutefois penser qu'il comporte deux composantes: l'une dynamique, l'autre statique. La majorité des systèmes fondés sur le marché semblent avoir une propension plus grande à fournir le capital de départ pour la mise en œuvre d'innovations favorisant à terme les gains de productivité. Dans le même temps, l'octroi de crédit peut être trop généreux, de sorte qu'il finance des projets douteux et durcit artificiellement la concurrence pour ceux qui sont valables. Par voie de conséquence, les prêts, même productifs, risquent de se détériorer au détriment du bailleur de fonds et de la solidité du système financier. Peut-être conviendrait-il alors que les politiques en faveur de la stabilité financière cherchent à équilibrer les bénéfices tirés d'une accélération durable de la croissance et les coûts engendrés par la correction des excès

financiers liés à l'intensité des cycles économiques. Dans cette optique, il est donc difficile de concevoir des politiques optimales à l'échelle mondiale, étant donné surtout que les préférences nationales sont encore sensiblement différentes. Il reste possible, malgré tout, d'identifier et d'appliquer des politiques susceptibles de conforter ce compromis.

En pratique, les politiques en faveur de la stabilité financière comportent différents objectifs. L'un d'eux consiste à déceler les faiblesses spécifiques consécutives aux développements macroéconomiques récents. Un autre vise à mettre en évidence les tendances et produits nouveaux, de manière à en prévoir l'impact éventuel sur la stabilité financière. Un troisième est de rechercher des moyens de renforcer chacun des trois socles sur lesquels repose le système financier international: établissements, fonctionnement du marché et infrastructure. Des avancées notables ont été enregistrées dans ces domaines au cours de la période sous revue.

En ce qui concerne d'abord les faiblesses actuelles, il convient de rappeler que le système financier mondial a traversé une longue période de déréglementation et de consolidation, de sorte qu'il est, plus que jamais, soumis aux forces du marché, mondialisé, étroitement imbriqué et très évolutif. De ce fait, il est difficile d'en localiser les faiblesses et de voir comment y remédier. Néanmoins, la question qui vient inévitablement à l'esprit est la suivante: étant donné que la longue phase récente de croissance économique s'est accompagnée d'une vive expansion du crédit et d'une flambée des prix des actifs, un ralentissement de l'activité ne risquerait-il pas de faire apparaître, dans le système financier, des carences susceptibles d'amplifier les développements dans l'économie réelle?

Une première série d'arguments va à l'encontre d'une telle éventualité. Si, dans le passé, les prix excessifs de l'immobilier ont généralement constitué la principale source de fragilité financière, les hausses enregistrées dans ce domaine, au cours de la dernière période d'expansion, ont été relativement modérées. En outre, les taux directeurs ont commencé à être relevés dès le milieu de 1999. Depuis, la baisse des actions a entraîné une réduction globale de \$10 000 milliards des valorisations, soit un tiers du PIB mondial. Les primes de risque se sont également accrues sensiblement, dépassant souvent leurs niveaux de fin 1998, dans le cadre d'un durcissement généralisé des conditions du crédit. Néanmoins, malgré la durée et l'ampleur de ces chocs, les marchés ont continué à bien fonctionner, sans difficultés financières notables.

Une autre série d'arguments aboutit à un constat moins rassurant. Le ralentissement de l'activité économique et de l'expansion des profits est, en fait, très récent. Ce qui va se passer dans les mois à venir sera assez déterminant. De plus, si l'exposition des établissements financiers envers une région ou un secteur – par exemple l'Argentine, la Turquie et les entreprises technologiques – semble gérable, les expositions cumulées commandent une plus grande vigilance. On ne peut que se féliciter de ce que les principaux établissements s'appuient davantage, depuis quelques années, sur des simulations de crise pour évaluer les effets de situations extrêmes, mais néanmoins possibles, afin de prendre les précautions qui s'imposent. Il reste à déterminer, cependant, s'ils ont dûment tenu compte de la manière dont

les risques de crédit, de marché et de liquidité tendent à s'accroître simultanément en période de tensions. Fort heureusement, les autorités de contrôle, conscientes de l'interaction de ces facteurs, sont généralement devenues beaucoup plus attentives et mieux préparées à poser la question «que fera-t-on si?».

S'agissant des nouvelles tendances dans le secteur financier et de leurs implications possibles pour la stabilité financière, la plus importante peut-être réside dans le développement rapide de techniques nouvelles permettant le transfert du risque de crédit. D'un côté, elles devraient améliorer la gestion des risques, à travers une redistribution exploitant les avantages comparatifs dans ce domaine. Le développement de marchés liquides devrait aboutir, par ailleurs, à une tarification appropriée de ce risque, ce qui aura des retombées considérables, voire révolutionnaires. D'un autre côté, cette évolution n'est pas sans susciter des préoccupations d'ordre prudentiel. De telles transactions pourraient atténuer la transparence de la répartition du risque au sein du système et aboutir tout aussi bien à une concentration qu'à une dispersion du risque. Un autre aspect concerne le rôle croissant des compagnies d'assurances, ce qui n'a rien de surprenant puisque la plupart des instruments de transfert de crédit s'apparentent à des polices d'assurance. Une collaboration toujours plus étroite s'impose donc entre autorités de contrôle des banques et des compagnies d'assurances, afin de prévenir une possible extension des arbitrages réglementaires et de garantir une surveillance et une tarification correctes des risques. Enfin, comme pour tout produit nouveau, il convient de s'interroger sur les documents d'information correspondants et sur leur statut juridique. De même que pour la compensation en cas de liquidation, les structures d'investissement ad hoc et de multiples autres innovations récentes, les incertitudes juridiques ne seront peut-être finalement levées que par les tribunaux. En attendant, la seule certitude est que toute détérioration de la situation économique entraînera une multiplication des litiges. Ainsi, les autorités de contrôle seraient bien avisées d'examiner avec attention les concentrations d'expositions à des risques juridiques identifiés, car, comme l'a montré un jugement récent aux États-Unis, les montants en jeu peuvent être considérables.

Enfin, sur le plan des mesures destinées à consolider les fondements du système financier international, de gros efforts ont été accomplis pour améliorer la gestion du risque dans les banques, les compagnies d'assurances et les entreprises d'investissement. Une attention toute particulière a été accordée à l'ensemble révisé de propositions pour un Nouvel accord de Bâle sur les fonds propres, diffusé en janvier 2001. L'accord initial de 1988 a permis de relever partout les niveaux de fonds propres. Comme il reposait sur la pondération d'un nombre restreint de catégories de risques, il offrait l'avantage de la simplicité et a rapidement été adopté en tant que norme à l'échelle internationale. Avec le temps, cependant, ses insuffisances sont aussi devenues plus apparentes. Étant donné que des crédits de qualité différente recevaient un traitement prudentiel identique, les établissements ont été incités à retirer de leur bilan les prêts de bonne qualité pour accroître leur rentabilité globale. En outre, à mesure que les évaluations internes des risques

par les banques se sont affinées, il est devenu plus évident que les exigences réglementaires de l'accord initial étaient de moins en moins capables de couvrir de manière adéquate les risques effectivement encourus.

Comme le nouvel accord traite ces questions en profondeur, il est nécessairement plus complexe. Il offre, en particulier, différentes options pour le calcul des exigences minimales de fonds propres et cherche à fournir aux banques elles-mêmes des incitations à améliorer constamment leurs capacités internes de gestion des risques. La caractéristique commune de ces options réside dans une différenciation plus marquée de la qualité du crédit, de sorte qu'il est prévu que l'exigence de fonds propres en regard d'un prêt donné varie dans le temps, parallèlement à l'évolution estimée de son niveau de risque au gré des circonstances. Pour la toute première fois, le problème du risque opérationnel, qui revêt manifestement de plus en plus d'importance, se trouve également abordé. Enfin, les propositions soulignent le rôle du processus de surveillance prudentielle, notamment pour l'examen des procédures internes des banques en matière d'évaluation du risque, et la nécessité d'une plus grande transparence des établissements au niveau de leur profil de risque et de leurs transactions. Pour ce dernier aspect, l'idée fondamentale est que la discipline de marché, fondée sur cette communication financière, incitera à davantage de prudence.

Toutes ces propositions représentent des avancées décisives. Cependant, des détails importants restent à régler par les autorités de contrôle, conjointement avec l'ensemble de la profession, avant leur mise en œuvre en 2004. L'une des questions en suspens est de savoir si les évaluations internes du risque par les banques ne sont pas susceptibles de varier de manière excessive au cours du cycle conjoncturel, ce qui pourrait donner lieu à des réductions inopportunes des volants de fonds propres en période d'expansion et à des augmentations lors d'une récession. Les établissements pourraient y être encouragés si les méthodes de mesure se fondent sur des horizons relativement courts et procèdent par extrapolation du passé récent. Heureusement, le processus de surveillance prudentielle permet de traiter ces questions pratiques, à condition, bien sûr, que les autorités de contrôle disposent des ressources, compétences et pouvoirs nécessaires pour garantir le respect des dispositions. Il s'agit là, sans doute, d'un défi majeur, en particulier pour de nombreuses économies émergentes.

Dans un même ordre d'idées, les récentes propositions visant à étendre l'utilisation de la comptabilisation à la juste valeur sont de nature à affecter le fonctionnement de tous les établissements financiers. Sous l'angle de la stabilité financière, il est fait valoir que la discipline de marché s'en trouverait renforcée, puisque les états financiers seraient plus transparents et offriraient une image plus fidèle de la réalité. Cette approche permettrait, en particulier, l'enregistrement immédiat des gains et pertes résultant de toute modification des taux d'intérêt et de la qualité du crédit. Certains objectent, en revanche, que les bénéfices nets et les valorisations pourraient devenir ainsi excessivement volatils d'une période à l'autre et risqueraient de varier beaucoup trop au cours du cycle, rendant le système financier encore plus procyclique qu'il ne le paraît actuellement.

En raison des difficultés que pourrait présenter la comptabilisation à la juste valeur, une voie médiane est proposée; elle consiste à adopter une méthode de provisionnement à caractère préventif en regard des pertes de crédit. En vertu des conventions comptables actuelles, les provisions sont normalement réduites en période d'expansion et ne sont renforcées que lorsque l'activité ralentit. Un préprovisionnement permettrait d'enregistrer plus tôt les pertes de crédit attendues et d'avoir l'assurance de disposer de ressources adéquates pour faire face aux défaillances sur prêts dans une phase de détérioration de la conjoncture. Malheureusement, cette approche médiane n'est pas non plus dénuée de difficultés. La plus importante tient à l'aspect subjectif de ce type de provisionnement, qui donnerait aux banques la possibilité de manipuler leurs comptes pour des raisons fiscales ou autres. En outre, si les modifications de la qualité du crédit au cours du cycle conjoncturel ne sont pas bien prises en compte ex ante, le préprovisionnement n'aura guère d'incidence concrète. Nonobstant ces difficultés, cette approche mérite d'être approfondie, de même que les propositions conférant aux autorités de contrôle la possibilité d'exiger, dès l'octroi d'un prêt, un provisionnement automatique sous une forme ou une autre.

Outre la solidité des établissements, l'efficacité des marchés financiers constitue le deuxième préalable essentiel à la stabilité du système. Au cours de la période sous revue, nombre d'observateurs ont exprimé la crainte que la liquidité de marché, c'est-à-dire la capacité d'effectuer d'importantes transactions sans incidence notable sur les prix, ne soit entravée par plusieurs développements structurels et autres: diminution et concentration manifestes du capital affecté à la tenue de marché, désengagement des fonds spéculatifs des activités d'arbitrage, uniformisation des pratiques de gestion des risques, recours croissant au courtage électronique (caractérisé normalement par l'absence de teneur de marché) et tarissement de l'offre de titres d'État «sans risque». En réalité, les chocs récents n'ont pas eu la même influence généralisée sur le fonctionnement des marchés qu'en 1990 et au troisième trimestre de 1998. Il convient pourtant de rappeler que ces deux épisodes avaient été marqués par un incident de crédit majeur sous la forme de l'effondrement d'un gros opérateur, Drexel Burnham Lambert, et du quasi-effondrement d'un autre, LTCM. Étant donné qu'aucun incident de cette nature ne s'est produit dernièrement, il se pourrait que la liquidité en période de tensions n'ait pas été, en fait, véritablement mise à l'épreuve. À l'inverse, on pourrait aussi faire valoir que ces expériences passées ont entraîné une réduction des opérations à effet de levier, de sorte que les marchés ont eu moins tendance à se gripper en présence de difficultés.

Si ces interrogations restent encore sans réponse, certaines suggestions pratiques ont néanmoins été formulées pour favoriser la poursuite du bon fonctionnement des marchés financiers. De nouveaux progrès dans l'élaboration et l'application de normes en matière de sûretés et de documentation devraient développer la capacité des contrats d'échange de reprendre un grand nombre de fonctions assurées auparavant par les obligations d'État. En Europe, la mise en œuvre rapide des recommandations contenues dans le Rapport Lamfalussy aurait pour effet bénéfique de

contribuer à l'intégration de marchés à présent fragmentés. De plus, comme l'expérience a montré que les préoccupations sur le risque de contrepartie peuvent affecter très vite la liquidité de marché, il conviendrait d'encourager toute initiative visant à améliorer la communication financière. Enfin, les gros établissements, en particulier ceux à qui il pourrait incomber de fournir des liquidités en période de tensions, sont instamment invités à procéder, vis-à-vis du risque de liquidité, à des simulations de crise aussi rigoureuses que celles qu'ils effectuent de plus en plus pour la mesure des risques de marché et de crédit.

Le troisième socle de la stabilité du système financier est l'adéquation de son infrastructure. Outre les fondements comptables et juridiques déjà évoqués, il importe de disposer de systèmes de paiement et de règlement fonctionnant sans heurts, quelles que soient les tensions auxquelles ils sont soumis. D'importants progrès ont été accomplis, ces dernières années, dans le domaine des paiements de gros, en particulier avec l'extension du règlement brut en temps réel. De surcroît, la publication des *Principes fondamentaux pour les systèmes de paiement d'importance systémique* a fourni à la Banque mondiale et au FMI un ensemble utile de normes universellement applicables dans leur évaluation des pays. Enfin, des avancées réelles ont été effectuées pour la constitution de CLS (Continuous Linked Settlement) Bank, en vue d'éliminer le risque Herstatt de la compensation et du règlement des opérations de change sur les grandes monnaies. Après vingt-cinq années de temporisation depuis que l'exposition à ce risque mondial est reconnue, il convient de mener à bien avec détermination les dernières étapes conduisant à une solution satisfaisante.

## Coopération dans la recherche de la stabilité financière

Si des problèmes difficiles existent dans le domaine de la coopération internationale, il est au moins une question tout aussi délicate au niveau national. Quels devraient être les rôles respectifs des autorités monétaires et prudentielles à l'égard de la stabilité financière? Il s'agit là d'une question d'actualité, même lorsque la banque centrale est chargée de ces deux missions. Elle revêt un caractère encore plus pertinent, du fait de la tendance croissante à concentrer dans un organisme indépendant la responsabilité de la surveillance des établissements financiers et des marchés des titres.

Quels que soient les avis sur cette tendance, elle a au moins le mérite de montrer que l'on peut fort bien combiner deux approches complémentaires du problème de la stabilité financière, l'une au niveau des institutions et l'autre à celui du système. Les méthodes prudentielles traditionnelles privilégient généralement la solidité des établissements pour assurer ainsi celle de tout le système. À l'inverse, les autorités monétaires ont plutôt mis l'accent sur l'éventualité de chocs et de cycles de caractère systémique. Si la validité de ces deux approches est reconnue, il semblerait alors normal, dans un souci de prévention des crises, d'instaurer un dialogue et une coopération permanents entre les diverses parties concernées. Celles-ci doivent pouvoir se concerter sur ce qu'elles considèrent comme des fragilités, pour tenter d'y remédier. En

outre, ce processus garantirait, entre les organismes, la libre communication et la confiance qui sont essentielles pour gérer les crises lorsqu'elles surviennent. Toutes les parties prenantes dans cette gestion devraient s'accorder par avance sur le partage des responsabilités, afin que les décisions nécessaires soient prises en temps opportun.

Dans la recherche de la stabilité financière, une coopération s'établit actuellement au sein de plusieurs instances internationales, parfois d'origine très récente. On peut d'ailleurs se demander si ces formes de dialogue n'ont pas trop tendance à se multiplier. Les hauts responsables doivent assister, en effet, à un nombre impressionnant de réunions, dont il est à craindre que le caractère répétitif ne fasse passer au second plan les analyses pertinentes et n'affaiblisse la volonté de parvenir à des mesures préventives concrètes. L'instauration du Forum sur la stabilité financière a fait redouter, au départ, que cette instance ne complique encore la situation. Concrètement, cependant, le Forum s'est avéré très utile pour permettre aux principaux responsables officiels des grands marchés financiers de se retrouver, afin d'identifier les fragilités, les duplications de travaux ainsi que les aspects restant à traiter dans le domaine de la stabilité financière et d'établir les priorités. De surcroît, si le Forum s'est senti obligé de prendre à son compte une partie de cette tâche, il s'est essentiellement appuyé sur les organes en place pour faire avancer la coopération.

Le Forum s'attache de plus en plus, en particulier, à encourager l'utilisation, au niveau national, des normes et codes agréés à l'échelle internationale pour conforter la stabilité financière. La réalisation de cet objectif comporte au moins quatre étapes: fixation des normes; évaluation du degré de conformité dans chaque pays; mise en œuvre; actualisation régulière en fonction des enseignements obtenus. Si des progrès importants ont été accomplis sur chacun de ces plans, grâce notamment à la volonté manifestée par la Banque mondiale et le FMI de collaborer étroitement avec les commissions techniques des instances nationales de normalisation, beaucoup reste à faire cependant. Certains marchés émergents continuent à s'interroger, par exemple, sur la légitimité de codes qui sont essentiellement établis par un petit nombre de pays développés et font observer que, pour le moins, les normes devraient prendre en compte la réalité des différents stades de développement. S'agissant de la mise en œuvre, il est évident que les codes existants doivent indiscutablement être portés à l'attention des agences de notation et des prêteurs, si l'on veut qu'ils les utilisent vraiment pour récompenser ceux qui les respectent. Il est clair également que de nombreuses économies émergentes auront besoin d'une assistance technique pouvant être importante.

Il est également nécessaire de poursuivre la réflexion et de s'accorder sur la meilleure façon de gérer et de résoudre les crises financières. Un consensus plus large est indispensable sur des principes fondamentaux concernant les modalités de restructuration des banques fragiles lorsque l'ensemble du système est précaire. En outre, le processus actuel de consolidation et de mondialisation financières se traduit par l'apparition de groupes plus grands, plus complexes et plus internationaux, dont les activités recouvrent souvent

plusieurs juridictions prudentielles. Bien que la qualité de leur gestion soit généralement très élevée, il importe d'examiner plus attentivement l'approche à adopter à leur égard en cas de problèmes. Les interconnexions qui existent à présent entre nombre d'entre eux suffisent à montrer l'urgence croissante de cette tâche. Enfin, il serait souhaitable de parvenir à un accord plus vaste sur le rôle que doit jouer le FMI dans la gestion des crises de liquidité d'emprunteurs souverains. D'aucuns continuent d'affirmer que de larges programmes de soutien financier doivent être mis en œuvre en complément de la conditionnalité. Ils arguent de la dureté inacceptable de solutions reposant entièrement sur le marché ainsi que des dangers de tensions politiques et sociales déstabilisatrices. D'autres redoutent que cela n'encourage des comportements imprudents, en particulier de la part des créanciers, et proposent d'utiliser des moratoires de dette et des incitations juridiques pour favoriser le règlement négocié avec les créanciers privés.

Il n'existe pas de réponse toute faite à cette dernière question, qui continuera d'alimenter les discussions durant des décennies. Il semble cependant qu'un consensus se développe sur la manière d'avancer dans un grand nombre de domaines évoqués précédemment, avec des implications tant pour la prévention des crises que pour leur gestion. Il paraîtrait éminemment souhaitable que des actions soient mises en œuvre rapidement à cet égard, de crainte que des événements dans la sphère financière ne montrent, une nouvelle fois, que trop peu a été fait et trop tard.