

VIII. Conclusion : parer à l'éventualité de vents contraires

Considérant la période analysée, il y a lieu d'être réellement satisfait. Compte tenu des pressions et tensions qui ont pesé sur l'économie mondiale, l'issue aurait pu être bien pire. Le mérite en revient surtout à l'application énergique d'un ensemble de politiques macroéconomiques incitatives et à un secteur financier fortifié par des réformes structurelles. Mais, considérant l'avenir, deux éléments ne doivent pas être négligés. Bien qu'ils soient dus en partie à des événements imprévus, les résultats enregistrés en termes de croissance, de profits et d'emploi ont placé l'économie sur une trajectoire d'expansion inférieure à ce que beaucoup escomptaient. Il faudra se résoudre, dans certains pays, à intensifier en conséquence l'effort d'épargne. De surcroît, rien ne garantit que même les attentes d'aujourd'hui, pourtant plus modestes, puissent être réalisées. Des risques et incertitudes majeurs subsistent en effet ; ils testeront les limites de notre compréhension tant des mécanismes économiques que de la notion de politiques saines.

Vers le milieu de l'année dernière, maints observateurs anticipaient encore une reprise rapide de l'économie mondiale. Aujourd'hui, les aspirations sont plus mesurées, autour d'un scénario central prévoyant une reprise d'une modération tout aussi inhabituelle que le ralentissement qui l'a précédée dans certains pays. Néanmoins, le processus appelé à étayer cette reprise reste classique : le déstockage massif observé dans de nombreux pays prend fin ou s'inverse même en partie ; le redémarrage de la production entraîne une hausse des revenus et restaure la confiance des consommateurs, ce qui stimule les dépenses des ménages ; comme les profits augmentent à leur tour, l'investissement repart, confortant la reprise et entretenant l'expansion. Les vents contraires provenant de difficultés dans le secteur financier sont considérés comme de peu d'importance.

C'est là que des questions doivent être soulevées, étant donné que ces dernières années ont été atypiques, même si l'on fait abstraction des chocs. L'expansion de la fin des années 90, caractérisée par un essor de l'octroi de crédits, des prix des actifs et de l'investissement en capital fixe, en particulier dans les pays anglophones, était véritablement atypique. Le retournement a été atypique, lui aussi, en ce sens qu'il a été déclenché par un effondrement des bénéfices et de l'investissement et non par une flambée brutale d'inflation entraînant une réaction des autorités. Quant au ralentissement de l'activité, il a été atypique sur deux plans importants : malgré le tassement conjoncturel, la consommation a continué de croître à un rythme remarquablement élevé dans de nombreux pays, mais surtout aux États-Unis ; fort heureusement, il en est allé de même des gains de productivité. Ces aspects inhabituels amènent à se demander comment, et dans quelle mesure, les caractéristiques du passé récent pourraient conditionner l'avenir, pour le meilleur ou pour le pire.

Répondre à de telles questions n'est pas chose facile. Pour prévoir exactement ce qui va arriver, il faut d'abord comprendre de quelle manière l'évolution de l'économie réelle affecte la solidité du système financier. Si, par exemple, l'économie mondiale devait fortement rebondir, quels effets pourrait-on en attendre sur les anticipations d'inflation et les taux des obligations ? Inversement, quelle serait l'incidence d'une reprise modérée sur des bénéfices déjà faibles et des cours des actions déjà élevés ? Comment, dans l'un et l'autre cas, la solidité des établissements financiers serait-elle affectée ? En poussant encore plus loin le raisonnement, comment les modifications des variables financières pourraient-elles, à leur tour, se répercuter sur l'économie réelle, considérant qu'au départ l'endettement atteint déjà des niveaux inhabituels ? En vérité, notre compréhension de chacune de ces relations est limitée et la possibilité d'interactions inattendues entre ces diverses forces limite encore davantage notre connaissance. Les choses pourraient d'ailleurs très bien se passer, en générant leur dynamique propre, mais elles pourraient aussi prendre un tour fâcheux. Pour les autorités, il serait avisé de se préparer à la seconde éventualité, évoquée ci-après, tout en espérant que la première se réalise.

Les résultats futurs seront conditionnés par des événements imprévus ainsi que par les choix de politique économique. S'agissant des premiers, certaines préoccupations l'emportent sur d'autres. De nouvelles actions terroristes pourraient ébranler la confiance et freiner la consommation ainsi que l'investissement, sans parler des coups portés à un secteur de l'assurance déjà affaibli. Une escalade du conflit au Moyen-Orient, par ses perturbations au niveau des approvisionnements en pétrole, ferait monter les prix et éroderait encore le pouvoir d'achat dans la plupart des pays. Les tensions commerciales actuelles pourraient s'aggraver au détriment de tous, mais surtout des plus démunis. Pourtant, d'autres développements imprévus pourraient avoir des retombées très positives : les possibilités offertes à présent par la technologie sont loin d'être totalement exploitées, même dans les pays les plus avancés ; si les autres pays enregistraient les mêmes gains de productivité que les États-Unis, tous en ressentiraient les bienfaits ; enfin, la recherche d'innovations technologiques et d'applications correspondantes pourrait, à terme, s'avérer fort payante.

Si, tout compte fait, ces possibilités paraissent encore pencher dans un sens défavorable, il ne faudrait pas oublier non plus que les politiques officielles peuvent faire beaucoup, tant pour aider à prévenir des développements néfastes que pour atténuer l'impact qu'ils pourraient avoir sur l'économie. Les conflits commerciaux ne sont pas inévitables. La tentation d'utiliser le pétrole comme arme politique peut être repoussée. Le rythme de l'inflation sous-jacente est généralement modéré et de gros progrès ont été accomplis depuis quelques années en matière d'assainissement budgétaire, ce qui augmente la marge de manœuvre des politiques macroéconomiques. Les événements récents démontrent également que la capacité de réaction du système financier ne cesse de

s'accroître. En somme, s'il existe pour l'avenir des motifs de préoccupation, ils sont tempérés par des éléments rassurants.

Facteurs conditionnant les perspectives économiques

L'une des caractéristiques marquantes et positives de la dernière décennie réside dans la modération de l'inflation mondiale. Le fait convient d'être souligné, surtout pour les pays où une dépréciation de change substantielle aurait fort bien pu se répercuter sur les prix intérieurs, ce qui n'a pas été le cas. Le mérite en revient pour beaucoup à la crédibilité accrue des banques centrales, tant des pays industriels que des économies émergentes, qui se sont montrées plus déterminées dans leur engagement de réduire et de contenir l'inflation. Les anticipations incorporées dans les conventions salariales et autres contrats apparaissent à présent mieux ancrées et plus prospectives, ce qui les rend moins susceptibles de réagir à des hausses de prix ponctuelles.

Si ce meilleur comportement de l'inflation constitue une source de fierté légitime pour les dirigeants de banques centrales, il traduit également la capacité fondamentale de l'offre potentielle, dans l'économie mondiale, à progresser plus rapidement que par le passé. Parmi les causes de cette évolution figure la libéralisation économique dans un grand nombre de pays, à commencer par la Corée et la Chine. Conjugée à une stratégie de croissance axée sur les exportations, cette tendance a permis de réduire partout le pouvoir de marché des entreprises. Les avancées technologiques, en particulier aux États-Unis, et leur propagation rapide ont également exercé une incidence notable sur les gains de productivité. La libéralisation financière, de son côté, a stimulé l'offre, sous des formes pas toujours souhaitables cependant. De nouvelles idées prometteuses ont été financées sans problème, mais beaucoup d'autres initiatives l'ont été, elles aussi. Ainsi, il n'est guère douteux actuellement que nombre d'investissements dans le secteur informatique ne seront jamais rentables, une grande partie de ces capacités excédentaires devant encore être passée par profits et pertes. Toutes ces forces demeurent actives, certaines même de plus en plus. En présence d'une demande toujours faible au Japon et dans plusieurs pays d'Europe continentale, il en résulte que les prix mondiaux des biens et services entrant dans les échanges internationaux resteront probablement orientés à la baisse, même si les rémunérations au niveau national et les hausses des prix pétroliers peuvent encore réserver de mauvaises surprises à court terme en matière d'inflation.

Dans de telles circonstances, les pays anglophones ont véritablement joué le rôle d'importateurs mondiaux en dernier ressort durant la majeure partie de la décennie écoulée. Les taux d'intérêt ont été maintenus à des niveaux comparativement bas aux États-Unis, alors même que l'expansion économique connaissait une durée record. L'investissement des entreprises et les dépenses des ménages se sont accrus rapidement, ces deux secteurs s'étant largement financés par l'endettement. L'illustration la plus récente de ce comportement, résultant en partie des réductions de taux d'intérêt depuis

janvier 2001, réside dans la forte progression de la dette hypothécaire et celle, encore plus marquée, du refinancement d'hypothèques dans de nombreux pays. Les liquidités obtenues semblent avoir été essentiellement utilisées pour soutenir la consommation, qui s'est maintenue à des niveaux inhabituels durant tout le ralentissement conjoncturel.

Or, la question importante à présent est de savoir dans quelle mesure les situations financières actuelles en viendront à peser sur les programmes de dépenses futurs. D'un côté, les niveaux d'endettement des ménages et des entreprises paraissent très élevés dans certains pays anglophones par rapport au revenu disponible et aux flux de trésorerie. À moins d'un redressement sensible des bénéfices, les contraintes financières et l'ampleur des capacités excédentaires peuvent entraver un redémarrage de l'investissement. En outre, les possibilités de nouveaux refinancements d'hypothèques se sont nettement réduites et la masse des biens de consommation durables récemment acquis s'est nettement accrue. D'un autre côté, la charge du service de la dette paraît encore gérable et le ratio endettement/actifs reste relativement bas. Toutefois, ces deux indicateurs positifs se détérioreront si les taux d'intérêt remontent à des niveaux plus habituels. Lorsqu'il s'agira de décider quand et à quel rythme relever les taux, pour autant que la reprise actuelle se confirme, il faudra peut-être tenir compte de cette fragilité financière potentielle.

Si tant est que le passé récent puisse servir de référence, l'évolution à court terme dans le reste du monde demeurera fortement influencée par les développements dans les pays anglophones, en particulier aux États-Unis. Les relations commerciales internationales, l'intégration accrue des marchés financiers et la remarquable expansion des fusions et acquisitions transatlantiques rapprochent de plus en plus l'Europe continentale des économies d'Amérique du Nord. Néanmoins, le potentiel de divergences reste également élevé. Ainsi, à l'exception notable des sociétés de télécommunications, les signes des déséquilibres d'endettement évoqués précédemment sont nettement moins nombreux en Europe. En outre, les niveaux des bénéfices ont été relativement bien préservés et, à l'exception, là encore, du secteur des télécoms, on n'observe pas le degré de surinvestissement enregistré récemment ailleurs. L'élément le plus préoccupant pour les entreprises européennes concerne les tensions salariales. Étant donné les conditions de concurrence à l'échelle mondiale, ce facteur risque davantage de réduire les perspectives d'emploi et de croissance que de faire monter les prix.

Au Japon, les situations financières sont beaucoup moins favorables. Les niveaux d'endettement du secteur privé restent très élevés par comparaison avec les autres pays, même si les grosses sociétés sont parvenues à progresser dans leur restructuration et à réduire quelque peu leur endettement ; leurs bénéfices se sont également redressés, grâce à l'augmentation des recettes d'exportations liée à l'accroissement des ventes et à l'affaiblissement du yen. Cependant, pour la grande majorité des entreprises plus modestes qui opèrent dans une économie nipponne encore largement fermée, les profits demeurent anémiques et les capacités excédentaires le lot commun. Si les dépenses de

consommation sont restées jusqu'ici modérées, une montée du chômage et une perte de confiance pourraient fort bien les comprimer davantage.

S'agissant des économies émergentes, les perspectives seront également très sensibles aux développements dans le monde industriel. D'une manière générale, l'Asie paraît appelée à de bien meilleurs résultats, en termes de croissance comme d'inflation, que l'Amérique latine, les économies en transition d'Europe occupant une position intermédiaire. Il est clair que la situation relativement favorable de l'Asie tient à la fois à la dimension et à la composition du secteur des biens entrant dans le commerce international. Le risque majeur pour l'avenir des pays d'Amérique latine vient peut-être de leurs relations avec l'extérieur. Si les flux financiers venaient à se tarir, par suite soit d'une aversion accrue pour le risque, soit d'une instabilité politique interne, les déficits des paiements courants devraient être réduits en comprimant la dépense intérieure. Cela pourrait s'avérer douloureux, comme en Argentine et, plus tôt, en Turquie. Or, si la Turquie semble à présent sur la voie d'une reprise, tout en restant exposée à une forte inflation et à une érosion de la compétitivité, pour l'Argentine l'horizon est plus incertain que jamais.

Considérant toujours l'avenir, une autre question importante est de savoir dans quelle mesure les difficultés et déséquilibres dans le secteur financier mondial lui-même sont de nature à atténuer une reprise naissante. Le premier élément de réponse incite à l'optimisme. En effet, si, dans la majorité des pays industriels, les banques ont enregistré une détérioration de la qualité de leurs portefeuilles de prêts, la part des créances douteuses paraît devoir rester bien inférieure aux sommets du début des années 90. Cette affirmation se fonde essentiellement sur le fait que, dans de nombreux pays, les prêts destinés à l'immobilier commercial ont été nettement moins dynamiques durant le dernier cycle qu'au précédent. Les financements spéculatifs associés à l'« ère nouvelle » n'ont pas été fournis principalement par les banques, mais ont plutôt transité par les marchés des actions et des obligations ou ont émané directement de fournisseurs ou de professionnels du capital-risque. Le rendement des fonds propres a également été bien préservé dans le secteur financier, malgré l'amenuisement récent des marges sur les activités de banque d'affaires, et la plupart des établissements semblent présenter une capitalisation adéquate. En somme, dans la majorité des pays industriels, l'offre de crédit bancaire ne paraît pas connaître de contraintes de fonds propres pouvant constituer un obstacle majeur à la croissance.

Ce constat positif étant dressé, les établissements financiers ne sont pas tous épargnés par les difficultés. Il est constant que le système bancaire japonais est confronté à de gros problèmes (voir ci-après). Certains signes indiquent, en outre, que quelques banques d'Europe continentale seraient plus réticentes à accorder des prêts, en particulier aux entreprises modestes, et que, dans le même temps, elles hésiteraient moins à se défaire de leurs créances irrécouvrables. Sans doute le sentiment des marchés des actions sanctionnant le caractère inadéquat des stratégies de prêt traditionnelles y est-il pour quelque chose. Il convient de noter également que le secteur de

l'assurance a été éprouvé par la diminution de la rentabilité des placements consécutive à la baisse des taux d'intérêt et des cours des actions. De surcroît, les compagnies d'assurances générales ont été touchées par une succession de catastrophes naturelles, en plus des événements du 11 septembre 2001. Par ailleurs, certains établissements, tant dans le domaine de l'assurance que dans celui de la réassurance, ont eu tendance à compenser cette situation en se tournant vers de nouveaux produits comme les dérivés de crédit. À ce stade, il est difficile de déterminer dans quelle mesure cette stratégie peut les avoir exposés à de nouveaux risques substantiels.

En ce qui concerne les marchés financiers, ils ont fait preuve à ce jour d'une solidité remarquable. Néanmoins, de nombreux sujets de préoccupation subsistent, parmi lesquels les cours élevés des actions et la valeur du dollar, qui sont loin d'être nouveaux. Plus récentes sont les inquiétudes sur le renchérissement des logements et le maintien de l'accès aux marchés obligataires mondiaux. Des changements notables ne sont pas exclus dans l'un ou l'autre de ces domaines et pourraient fort bien avoir des répercussions négatives sur les perspectives économiques mondiales.

La correction des cours des actions a déjà été considérable dans les secteurs de la technologie, des médias et des télécommunications, où il faut espérer que le pire est passé. Ailleurs, les baisses ont été substantielles mais, dans l'ensemble, les valorisations traditionnelles demeurent très élevées, surtout aux États-Unis. C'est particulièrement le cas lorsqu'elles sont rapportées aux résultats effectifs, mais cela reste vrai en termes de bénéfices escomptés. Au surplus, les estimations relatives à ces derniers paraissent très optimistes dans le contexte macroéconomique plus vaste évoqué précédemment. Une autre incertitude tient au fait que les profits pourraient être grevés par des passations en charges différées, après une longue période d'évaluation largement subjective. Peut-être faudrait-il passer par pertes davantage d'investissements douteux et recapitaliser des fonds de retraite. L'affaire Enron laisse penser que des bénéfices factices pourraient encore être découverts ailleurs. Heureusement, une crise de confiance généralisée paraît peu probable, en raison surtout des perspectives d'accroissement des gains de productivité.

Les récentes préoccupations au sujet des prix des logements ne sont pas liées uniquement à leur niveau élevé par rapport aux données fondamentales. Le ratio de ces prix au revenu disponible avoisine, certes, des valeurs records dans certains pays, mais ce n'est pas le cas partout. Plus significatifs sont leur accroissement rapide dans de nombreux pays et le rôle capital, mais difficilement soutenable, qu'ils paraissent jouer à l'égard de la consommation. Aux États-Unis, les tendances récentes ont été entretenues par l'accès de plus en plus facile au crédit hypothécaire, par le biais notamment des agences paragouvernementales, et par la forte diminution des commissions sur le refinancement des hypothèques. D'aucuns se sont inquiétés qu'un tel alourdissement de l'endettement ne rende beaucoup d'emprunteurs vulnérables à d'éventuelles difficultés économiques.

Ceux qui professent de longue date un pessimisme à l'égard du dollar, en retenant surtout l'ampleur du déficit des paiements courants américains, n'ont

cessé d'être confondus par sa fermeté. Les explications successives de cette vigueur ont été infirmées par le cours des événements. La plus convaincante peut-être à ce jour associe le niveau élevé des taux de rendement attendus sur les investissements aux États-Unis, en raison des gains de productivité plus soutenus dans ce pays, et la décision tardive des entreprises européennes d'acquiescer à une dimension mondiale. Dans la pratique, ce rééquilibrage nécessitait qu'elles s'implantent d'abord sur la plus grosse place du monde, les États-Unis. Jusqu'à une date récente, les entrées de capitaux européens dans ce pays revêtaient essentiellement la forme d'investissement direct étranger et d'achats d'actions ; or, l'an passé, elles se sont effectuées dans une large mesure par le biais d'obligations, instrument prudent par excellence qui bénéficie traditionnellement de la faveur des investisseurs asiatiques, notamment japonais. Tout dernièrement, sous l'influence peut-être des pertes sur de précédents investissements aux États-Unis, ces apports obligataires eux-mêmes se sont contractés alors que les investisseurs américains retrouvaient de l'intérêt pour les possibilités offertes en Europe.

Compte tenu des antécédents en matière de prévisions dans ce domaine, il semblerait hasardeux de spéculer sur les effets de ces nouveaux comportements. Même en considérant la faiblesse récente du dollar, ce serait faire preuve de naïveté que d'extrapoler tout simplement cette tendance. En arithmétique pure, cependant, pour chaque année où les États-Unis enregistrent un important déficit des paiements courants, leur endettement extérieur s'accroît. Si ce pays venait également à connaître la reprise la plus vigoureuse au sein des grandes nations industrielles, comme nombre d'observateurs l'envisagent actuellement, cette logique arithmétique n'en vaudrait que davantage. Le fait qu'autant de portefeuilles d'investissement, tant publics que privés, semblent présenter une forte composante en dollars pourrait aussi donner lieu à un rééquilibrage, si la période de fermeté de la monnaie américaine paraissait définitivement révolue. L'Europe dispose maintenant de marchés financiers en euros qui rivalisent, sur plusieurs plans essentiels, avec ceux des États-Unis. Un mouvement de couverture des positions en dollars pourrait également avoir des conséquences pour la valeur interne des actifs libellés dans cette monnaie, surtout si, au départ, ils sont jugés surévalués.

La dernière cause générale de préoccupation dans ce domaine concerne certains travers des marchés financiers modernes, dont le fait surtout que l'accès à des sources de crédit plus nombreuses peut inciter à des excès. L'expérience montre que les consommateurs, les entreprises et même les emprunteurs souverains ne sont pas toujours en mesure d'apprécier leur capacité d'assurer le service de leur dette, ceux qui leur prêtent ne l'étant pas davantage d'ailleurs. En outre, comme les déboires actuels de l'Argentine le montrent clairement, ce qui est gérable dans certaines circonstances peut ne pas l'être dans d'autres.

Dans le même ordre d'idées, les marchés peuvent être sujets à de brusques volte-face susceptibles de conduire à des comportements grégaires et à un assèchement soudain de la liquidité dans des secteurs clés. L'intensification de la concentration sur les marchés financiers, tout en

impliquant probablement une meilleure gestion des risques en général, pourrait donner matière à préoccupation. Ainsi, les principaux marchés dérivés de gré à gré sont dominés par un tout petit nombre d'établissements, dont les notations ont été régulièrement révisées en baisse. Il n'est guère rassurant non plus que les agences paragouvernementales américaines évoquées précédemment s'en remettent à si peu d'intermédiaires pour une activité aussi complexe que la couverture des risques de marché, en particulier le risque de remboursement anticipé d'hypothèques. L'exécution des transactions requises, pour des volumes considérables, dans un environnement où la plupart des participants appliquent des stratégies semblables et prévisibles, pourrait provoquer des variations de prix déstabilisantes. Au surplus, un changement notable dans la situation de l'un de ces protagonistes pourrait avoir des implications pour l'ensemble des marchés financiers. Les problèmes seraient aggravés par la tendance croissante des gros opérateurs à ne traiter qu'entre eux.

Enfin, il convient également de poser une question de nature plus conjoncturelle se rapportant aux marchés. L'obligataire continuera-t-il à se montrer aussi accueillant pour les emprunteurs, y compris ceux de qualité inférieure, que dans un passé récent ? Hormis pour les titres présentant le plus de risques, les primes sont demeurées très basses. Cette situation reflète sans doute le sentiment que la reprise économique attendue réduira nettement la probabilité de défaillances. S'il venait à changer, cependant, entreprises et emprunteurs souverains pourraient se trouver très vite confrontés à des conditions de marché qui rendraient encore moins probable l'avènement d'une reprise vigoureuse.

Politiques et pratiques de soutien d'une croissance durable

Quels que soient les processus économiques en jeu à un moment donné, de bonnes politiques et pratiques peuvent améliorer les perspectives. Leur action peut amplifier les rythmes de croissance, atténuer la variabilité cyclique et réduire la fréquence et la sévérité des crises financières. Pour y parvenir, les politiques tant macroéconomiques que macroprudentielles ont un rôle à jouer, ces dernières ayant pour mission de consolider la stabilité financière. Les réformes structurelles tiennent également une place importante, non seulement pour renforcer l'efficacité des marchés mais aussi pour éliminer les séquelles économiques et financières des crises antérieures, ce qui demeure un problème dans certains pays.

Régimes de change et politiques macroéconomiques

Avant d'aborder les politiques macroéconomiques, il convient d'examiner le dispositif de change dans lequel elles opèrent. De moins en moins d'économies émergentes optent pour des régimes à ancrage fixe ou ajustable, avec raison d'ailleurs. Ces régimes engendrent, en effet, spéculation et crises déstabilisatrices, comme la Turquie et l'Argentine en ont fait récemment l'expérience. Ils encouragent, en outre, les résidents à emprunter en devises, à des taux généralement moins élevés, ce qui expose les entreprises, voire le

système financier du pays, à de lourdes pertes si la monnaie se déprécie par la suite. Si le flottement représente l'une des meilleures solutions, une autre pourrait prendre la forme d'un rattachement immuable à une monnaie plus importante ou de l'instauration d'une monnaie régionale. Au vu du lancement, fort réussi, de l'euro, ces questions font actuellement l'objet d'examen plus attentifs dans les économies en transition et presque toutes les régions émergentes. Quels que soient les avantages macroéconomiques d'une diversité de monnaies, ses coûts microéconomiques sont de plus en plus reconnus.

Les pays qui choisissent de laisser flotter leur monnaie ne peuvent, en pratique, se désintéresser de sa valeur. De fait, l'expérience récente montre que de nombreuses économies émergentes ont entrepris d'administrer ce flottement avec vigilance, ne serait-ce que parce que les variations de change affectent les prix intérieurs. Dès lors, la recommandation logique serait d'utiliser la politique monétaire non pas pour contrôler le change lui-même, mais pour en atténuer les mouvements afin de réaliser un objectif d'inflation interne. Seulement, le problème peut prendre une tournure plus complexe. Le change peut ne pas réagir comme prévu aux modifications des taux directeurs, cas de figure qui n'est pas à exclure si l'on en juge par le comportement des monnaies du G3 ces dernières années. On peut aussi éprouver des craintes légitimes au sujet des autres effets des variations de change : implications pour la compétitivité et la stabilité financière, possibilité de dérèglement des conditions de marché et dynamique de crises. De telles craintes seraient d'ailleurs plus fondées dans les économies émergentes que dans les pays industriels. En pareilles circonstances, d'autres instruments devraient être envisagés par les autorités. Classés par ordre croissant en fonction du degré d'implication, ils vont des déclarations publiques aux interventions pures et simples et, au-delà, à des mesures destinées à limiter la spéculation ou les mouvements de capitaux. Quelles que soient les options choisies, il importe de bien tenir compte également des coûts à plus long terme associés aux interférences avec les processus de marché et d'explicitement la motivation qui préside à toutes ces politiques.

La tâche la plus importante à laquelle les autorités monétaires ont été confrontées durant la dernière décennie a consisté à obtenir et à maintenir une faible inflation ; leur réussite à cet égard a permis d'améliorer globalement les résultats économiques. Néanmoins, cette situation favorable comporte aussi de nouveaux défis dont les décideurs sont de plus en plus conscients. Le premier concerne le choix du moment opportun pour un resserrement monétaire. Le second a trait à l'assouplissement et, en particulier, aux contraintes imposées par la limite du niveau zéro pour les taux d'intérêt nominaux.

S'agissant d'abord du resserrement monétaire, s'il est vrai que les anticipations d'inflation sont mieux ancrées autour des objectifs officiels, des déséquilibres sous-jacents entre la demande et l'offre peuvent s'accumuler peu à peu à l'insu de tous. À un moment donné, des tensions inflationnistes pourraient apparaître, ce qui nécessiterait peut-être une réaction plus énergique. Ce serait encore davantage le cas si une augmentation observée

au niveau de l'offre ne s'avérait que passagère, du fait, par exemple, d'une appréciation du change ou d'une diminution des cours des produits de base s'inversant ultérieurement. Certes, rien de tout cela ne constituerait un problème pratique pour la politique monétaire, si les banques centrales disposaient d'indicateurs fiables pour des variables telles que la croissance potentielle de l'économie ou le taux de chômage naturel ; ce n'est malheureusement pas le cas.

Toujours à propos du resserrement monétaire, une complication différente, mais peut-être plus probable, peut se présenter lorsque les niveaux de l'inflation et des taux d'intérêt sont peu élevés et que la confiance est solide. Dans de telles circonstances, recourir à l'endettement devient plus tentant et aussi plus facile ; l'expansion du crédit risque alors de s'accélérer fortement, avec des conséquences pour les marchés des actifs, les patrimoines et la dépense. La baisse du coût du capital qui peut en résulter est susceptible de stimuler l'investissement, aidant ainsi à contenir l'inflation. Toutefois, si la dépense s'essouffle ensuite, une période d'offre excédentaire, voire de déflation, peut apparaître, avec des répercussions potentielles sur le système financier. Une telle alternance d'excès dans les deux sens s'est produite au Japon à la fin des années 80 ainsi que dans l'Est asiatique au cours de la seconde moitié de la décennie suivante. Dans un cas comme dans l'autre, il n'y a pas eu de poussée d'inflation mais une crise est apparue malgré tout.

Il est beaucoup plus facile de décrire ces problèmes que de préconiser des solutions. Décider de relever les taux d'intérêt en l'absence de tensions inflationnistes caractérisées est malaisé, qu'il y ait ou non une augmentation rapide des prix des actifs au même moment. Deux explications valables peuvent être avancées. Tout d'abord, compte tenu des diverses incertitudes entourant l'économie et la mesure des variables, la probabilité est grande que, dans un cas comme dans l'autre, le resserrement monétaire s'avère être une mauvaise option. Deuxièmement, convaincre le public et le monde politique de la nécessité d'une telle stratégie ne serait pas simple. Pourtant, si l'économie se trouve véritablement engagée dans un processus d'expansion excessive, plus on laissera cette phase se prolonger, plus le prix à payer sera lourd lorsque la tendance s'inversera.

L'assouplissement de la politique monétaire en présence d'un affaiblissement de l'économie et d'un niveau d'inflation déjà bas soulève d'autres questions intéressantes, liées à l'éventualité d'une déflation. Comme les taux directeurs ne peuvent tomber au-dessous de zéro en termes nominaux, la déflation accroît les taux d'intérêt réels et se trouve ainsi aggravée. En outre, le degré de cette aggravation dépend directement du niveau d'endettement auquel s'applique l'illusion des intérêts composés.

Certains préconiseront un assouplissement très énergique des taux directeurs pour prévenir toute déflation. Les dangers supplémentaires découlant de niveaux d'endettement élevés, particulièrement pertinents pour la formulation de la politique monétaire dans les pays anglophones, militent en faveur d'une telle approche. D'autres recommanderont toutefois une réaction plus mesurée pour aboutir au même objectif, en cherchant

notamment à instaurer des anticipations tablant sur une baisse continue des taux puis sur leur maintien à un bas niveau ; cela contribuerait à la détente des taux longs et stimulerait activement la dépense. Cette logique pourrait valoir dans une bonne partie de l'Europe continentale, où les taux longs tiennent depuis toujours une place plus importante et où, actuellement, les capacités excédentaires sont moindres et ne pèsent pas autant sur l'investissement. Un autre argument incitant à la prudence avait été avancé pour la première fois dans les années 30. Si le problème vient d'excès conjoncturels, des taux d'intérêt très bas peuvent alors entraver la réduction indispensable des capacités excédentaires. Cet argument perd assurément de sa valeur si d'autres mécanismes, tels qu'une gestion active des faillites et un suivi vigilant des prêts, garantissent que les entreprises non viables n'échappent pas à une restructuration.

En pareilles circonstances, il conviendrait de songer sérieusement à l'apport possible de la politique budgétaire. Si la détente monétaire donne de plus en plus l'impression d'être inefficace, le principal enseignement de l'analyse keynésienne est que l'action budgétaire peut toujours avoir un rôle important à jouer. Cependant, des dépenses publiques inconsidérées au cours des récentes décennies ont aussi fourni des enseignements intéressants.

Le premier est que la nature de la stimulation budgétaire importe également. Au Japon, par exemple, des investissements publics considérables dans des infrastructures régionales durant la dernière décennie ont été dans une large mesure infructueux ; il n'est pas surprenant que, sous le poids de leurs engagements futurs mais sans actifs en contrepartie, les consommateurs japonais, qui sont également des contribuables, soient demeurés prudents. Une réorientation des dépenses dans ce pays au profit de l'assurance-chômage et d'autres formes de prévoyance sociale pourrait contribuer sensiblement à favoriser les changements structurels dont le Japon a tant besoin à présent.

Le second enseignement réside dans la nécessité d'une prudence budgétaire en temps normal, pour se ménager une marge de souplesse lorsque les conditions deviennent moins favorables. Dans de nombreux pays industriels, mais surtout en Europe continentale, les gouvernements ont fait preuve de négligence à cet égard, en particulier si l'on prend pleinement en compte les obligations futures au titre des retraites. En Asie, les coûts budgétaires de la restructuration bancaire peuvent encore porter les ratios d'endettement à des niveaux dangereusement élevés. Cet appel à la prudence peut aussi comporter un corollaire. Si le déficit doit augmenter pour des raisons conjoncturelles, un plan à moyen terme visant à restaurer progressivement la stabilité budgétaire est également indispensable. Une législation dans ce sens a déjà été adoptée, d'ailleurs, dans un certain nombre d'économies émergentes.

Réformes structurelles et macroprudentielles

Les perspectives d'une croissance plus rapide et plus régulière seraient également confortées, dans maints pays, par une plus grande attention aux réformes structurelles. Au Japon, les principaux problèmes concernent les

obstacles tenaces qui empêchent de retrouver des niveaux de bénéfices adéquats. La tâche ne sera pas aisée. En Europe continentale, si le fonctionnement des marchés du travail et des biens s'est amélioré plus que nombre de gens ne l'imaginent, beaucoup reste à faire cependant pour que la réalité des changements rejoigne les engagements politiques du Sommet de Lisbonne. Malheureusement, l'approche d'élections dans divers pays et une certaine résistance des forces syndicales ont contribué, ces derniers temps, à retarder les progrès indispensables. Des observations semblables – avancées récentes encourageantes mais nulle part suffisantes – pourraient être faites au sujet de la Chine, de l'Inde, de la Russie et de bien d'autres économies émergentes. Il apparaît, en fait, que les réformes structurelles sont par nature difficiles à réaliser. Les gouvernements doivent s'engager sur le long terme et s'attendre à une opposition résolue des groupes d'intérêts.

Des politiques visant à améliorer l'efficacité et la stabilité du système financier seraient également bénéfiques pour soutenir une croissance durable. Dans de nombreux pays, la tâche essentielle consiste à éliminer les séquelles des crises financières précédentes ou d'une longue période de prêts mal orientés ou assortis de conditions trop généreuses. Après des années d'hésitation, les autorités japonaises viennent à peine d'aborder les problèmes structurels affectant les entreprises et le secteur bancaire. Les enquêtes spéciales menées récemment par la Financial Services Agency sur des crédits d'une médiocre qualité apparente seront utiles si elles poussent les banques à cesser d'accorder des prêts à des emprunteurs non solvables. Cela conduirait, sous l'impulsion du marché, à une restructuration des entreprises, en s'attaquant au problème structurel de l'insuffisance des profits. Cependant, ce processus de comptabilisation des pertes pourrait également montrer l'inadéquation des fonds propres dans certaines banques japonaises et la nécessité de nouvelles interventions de l'État sous une forme ou une autre. Si les autorités estiment qu'il pourrait en être ainsi, elles devraient préparer dès maintenant le public à une augmentation possible du déficit de l'État. Faute de telles améliorations sur le plan national, une reprise de l'économie mondiale ne saurait avoir que des effets palliatifs au Japon.

Malheureusement, des problèmes analogues résultant d'erreurs antérieures semblent aussi perdurer dans un certain nombre d'économies émergentes. Ainsi, l'expansion du crédit intérieur au Mexique ne s'est jamais remise de la crise de 1994 ; de même, la croissance du crédit dans divers pays d'Asie, l'Indonésie en particulier, continue d'être freinée. Si cette situation est due à des contraintes au niveau de l'offre, les banques encore faibles refusant de prêter à des entreprises elles-mêmes faibles, ces vents contraires pourraient bien compromettre la reprise économique. Ce constat vaut à plus forte raison pour la Turquie et, à présent, pour l'Argentine, qui possédait auparavant l'un des plus solides systèmes bancaires d'Amérique latine. Il est à noter, certes, que des avancées significatives paraissent avoir été accomplies dans des pays comme la Corée et la Malaisie. Une analyse approfondie de leurs expériences, s'ajoutant aux enseignements des restructurations antérieures dans les pays nordiques, pourrait être bénéfique à d'autres.

Les mesures destinées à corriger les erreurs financières du passé doivent s'accompagner d'efforts pour en éviter de nouvelles. Ainsi que le précise l'Introduction, plusieurs initiatives utiles ont été mises en œuvre pour renforcer les secteurs financiers, le fonctionnement des marchés et l'infrastructure du système financier mondial. Il importe néanmoins de mener à leur terme un certain nombre de démarches et de processus en cours. D'autres suggestions méritent, par ailleurs, de bénéficier de l'attention des pouvoirs publics comme du secteur privé.

Parmi les initiatives en passe d'aboutir, il convient de citer en premier lieu les propositions du Nouvel accord de Bâle sur les fonds propres. Cet exercice, destiné à améliorer la stabilité des systèmes bancaires nationaux, comporte trois piliers : redéfinir les exigences de fonds propres minimales, renforcer le rôle des organes de surveillance prudentielle et encourager la discipline de marché. La modification la plus importante au sujet des exigences de fonds propres est qu'elles seront liées de manière beaucoup plus directe au profil de risque global de chaque établissement. Cette décision salubre, et d'ailleurs inévitable, reflète l'évolution plus large des marchés des capitaux vers une tarification plus efficace des divers risques. Pour l'évaluation du risque de crédit, plusieurs méthodologies sont proposées selon le degré de sophistication de la gestion du risque dans les banques. De surcroît, les exigences de fonds propres sont conçues pour inciter les établissements à passer de méthodes rudimentaires à des approches plus élaborées ; cela étant, rien dans le Nouvel accord ne les contraint, en particulier dans les économies émergentes, à franchir ce pas avant de se sentir parfaitement prêts à le faire.

Le Nouvel accord a donné lieu à d'amples consultations dans le monde entier, tant avec les autorités de contrôle qu'avec les représentants de la profession, ce qui explique que son élaboration ait déjà pris des années. Ces consultations se poursuivront en 2003, la mise en application complète étant prévue pour 2006, afin de ménager une période de préparation suffisante pour les banques et les autorités prudentielles. Un certain nombre de questions en suspens font encore l'objet d'une attention soutenue, mais, dans la plupart des domaines, un accord paraît sur le point d'aboutir.

Une question plus vaste porte sur le caractère procyclique inhérent aux systèmes financiers fondés sur le marché et sur l'incidence que le Nouvel accord pourrait avoir à cet égard. Comme l'examine le chapitre précédent, les conditions de crédit s'assouplissent souvent en phase d'expansion puis se resserrent lorsque l'économie commence à faiblir. Cela s'est toujours produit, y compris depuis l'entrée en vigueur de l'accord existant, mais d'aucuns craignent que les nouvelles dispositions n'accentuent ces tendances. Des pondérations de fonds propres différenciées en fonction des risques ne peuvent qu'améliorer l'évaluation relative des crédits ; toutefois, l'évaluation d'un crédit est également appelée à varier dans le temps. Les exigences de fonds propres pourraient ainsi diminuer lorsque la conjoncture est favorable et remonter en période de difficultés, ce qui aurait des effets procycliques sur les prêts bancaires.

Le Comité de Bâle s'est penché attentivement sur cette question et reconnaît que le pilier de la surveillance prudentielle a, là, un rôle à jouer. Les systèmes de préprovisionnement, ou provisionnement dynamique, font

également l'objet d'un examen dans un certain nombre de pays. Le plus réconfortant peut-être, c'est que les mentalités semblent avoir nettement évolué à l'égard de la gestion des risques, grâce au processus de Bâle, et paraissent devoir encore progresser. Un aspect essentiel de cette prise de conscience implique de reconnaître de manière plus systématique que l'avenir peut être différent du passé, que les cycles se reproduisent et que de bons crédits peuvent facilement se détériorer. Par analogie avec l'appel à la prudence budgétaire lancé quelques pages plus haut, les banques devraient accumuler des fonds propres quand les circonstances sont favorables pour y puiser lorsqu'elles se dégradent. Si elles agissaient de la sorte, les craintes d'une accentuation de la procyclicalité financière se trouveraient nettement atténuées.

Le processus de libéralisation financière intérieure et d'ouverture sur l'extérieur, actuellement bien engagé dans plusieurs économies émergentes, comporte des opportunités et des défis d'une autre nature. Sur le plan des avantages, il devrait en résulter des services financiers de meilleure qualité, des niveaux d'épargne plus élevés et une allocation des ressources réelles plus efficiente. Toutefois, les crises financières récurrentes des dernières décennies fournissent également des enseignements pratiques. La manière dont cette libéralisation s'opère est importante, notamment en ce qui concerne les mouvements de capitaux. En outre, la période de transition elle-même peut être particulièrement périlleuse.

Dans les économies émergentes, outre les mesures visant à renforcer les systèmes bancaires, le développement des marchés financiers internes devrait constituer l'une des priorités. Cette initiative augmenterait l'efficacité de la politique monétaire et permettrait d'éviter une raréfaction du crédit en cas de tensions dans le système bancaire. Cela offrirait, par ailleurs, des solutions de rechange aux emprunts à l'étranger, qui ont souvent donné lieu à de dangereuses expositions en devises. Les entrées de capitaux de ce type peuvent avoir, au surplus, des implications macroéconomiques défavorables, comme la crise asiatique ne l'a que trop clairement montré. Enfin, des mesures pourraient également être proposées pour améliorer le fonctionnement des marchés financiers dans les pays industriels. Il s'agit là, cependant, de questions qui se prêtent peut-être mieux à l'analyse dans le contexte de trois crises encore bien présentes dans les mémoires.

Enseignements des crises récentes

Les événements comportant les plus vastes implications pour les marchés financiers ont probablement été liés à l'échec de la gouvernance d'entreprise dans le cas d'Enron et, à en juger par les révélations ultérieures, de bien d'autres sociétés. Deux grands enseignements paraissent se dégager, mais aucun, hélas, n'est nouveau. Tout d'abord, un niveau d'endettement élevé est dangereux et peut être facilement dissimulé. Cependant, même pour Enron, l'ampleur des expositions aurait pu être mise à jour si les bonnes questions avaient été posées. Le problème vient de ce que personne ne l'a fait, sans doute parce que tout semblait si bien se passer et que la formulation de bonnes questions demande un effort important.

Malheureusement, cette réticence à aller au fond des choses est inhérente à la nature humaine.

Le second enseignement, qui peut déboucher sur des suggestions plus pratiques, est que les conflits d'intérêts peuvent nuire sérieusement au processus de gouvernance d'entreprise. Dans l'affaire Enron comme dans d'autres, la gouvernance s'exerçait à plusieurs niveaux et, dans chaque cas pratiquement, l'existence d'un conflit d'intérêts est à présent avérée. L'attention se porte maintenant sur la façon dont ces conflits ont pu affecter le comportement de la direction, du conseil d'administration, des auditeurs internes, des commissaires-vérificateurs, des prêteurs, des actionnaires institutionnels, des analystes financiers et des agences de notation. Des solutions multiples et variées ont déjà été proposées pour traiter les problèmes apparus à chaque niveau. En attendant, les marchés semblent opérer eux-mêmes des corrections dans plusieurs domaines. Devant cette situation, les décisions sur l'action prudentielle à mener ne devraient être prises qu'après mûre réflexion. Définir un ensemble d'incitations propres à induire des comportements adéquats constitue un exercice des plus délicats, et toute précipitation pourrait avoir des conséquences imprévues.

Cette dernière remarque vaut également pour les enseignements à tirer de la deuxième crise, celle de l'Argentine. Outre certaines conclusions évidentes sur ce qu'il ne faut pas faire en pareille situation, la leçon essentielle n'est, là encore, pas nouvelle : une attitude complaisante alourdit sensiblement le prix à payer. Cela conduit à s'interroger sur de nouveaux systèmes d'incitation, tant pour les débiteurs que pour les créanciers, qui amèneraient les uns et les autres à admettre plus rapidement la nécessité d'une restructuration de la dette.

Les débiteurs se rendraient plus facilement à l'évidence si une telle opération était moins coûteuse et comportait des avantages plus tangibles. Théoriquement, les principaux coûts proviendraient d'une action en justice et d'une exclusion possible des marchés du crédit. L'expérience récente montre cependant qu'ils peuvent, en fait, ne pas être tellement élevés. En revanche, l'attrait de la restructuration pour les débiteurs se trouverait nettement renforcé si elle s'accompagnait d'un accès élargi à de « l'argent frais » et si elle procurait par la suite des avantages substantiels pour le service de la dette. S'agissant des créanciers, ils seraient davantage disposés à accepter plus rapidement une restructuration s'ils étaient convaincus de sa profonde nécessité. Autrement dit, il faut les amener à prendre conscience plus tôt que, concrètement, deux options seulement s'offrent à eux : récupérer une partie de la mise ou tout perdre. À l'évidence, la possibilité de concours illimités venant d'autres sources ne facilite pas une telle prise de conscience. Enfin, débiteurs et créanciers devraient, en principe, se montrer favorables à des approches permettant des solutions plus ordonnées.

Si ces grands principes ne devraient pas susciter de controverses, les traduire dans la réalité soulève beaucoup de questions. Il n'existe pas actuellement de méthodologie convenue et éprouvée pour déterminer à quel moment un pays doit procéder à une restructuration de sa dette. Cela veut-il dire que des évaluations pratiques au cas par cas sont impossibles ? Les

créanciers qui viennent d'annuler des dettes ne seront guère enclins à fournir de nouvelles ressources. Cela veut-il dire que le rôle de catalyseur du FMI devrait être renforcé ? La négociation de conventions internationales engageant toutes les nations souveraines est notoirement difficile. Cela veut-il dire que des processus plus informels devraient être envisagés ? À ces questions pratiques s'en ajoutent beaucoup d'autres.

Où en sommes-nous à présent ? Il semble généralement admis que le FMI a raison de laisser entendre que l'ampleur de ses prêts d'urgence aux pays en crise sera plus limitée ; cela empêchera de croire à la possibilité de recouvrer l'intégralité de la mise. Des cas exceptionnels nécessitant des financements plus discrétionnaires continueront, certes, à se présenter, mais la décision de mettre de tels montants à disposition se fera sans doute sur la base de critères plus restrictifs et plus transparents. Une réflexion devrait également conduire à examiner de quelle manière pourrait fonctionner une procédure internationale tournée davantage vers la résolution des crises ; des travaux en ce sens sont du reste entrepris auprès du FMI ainsi que sous l'égide du G 7 et d'autres groupes. Comme il faudra probablement du temps pour qu'ils aboutissent à des conclusions pratiques, des initiatives sont prises parallèlement pour voir comment modifier les contrats de prêts existants et futurs afin de faciliter des solutions ordonnées, même en présence d'un large éventail de créanciers.

La troisième crise, la plus spectaculaire, a été celle du 11 septembre 2001, dont les grandes lignes ne sont que trop connues. Pour la communauté financière, le principal enseignement porte sur les risques opérationnels découlant de la forte concentration géographique d'établissements, de marchés et d'infrastructures. En outre, quand les établissements concernés sont peu nombreux mais représentent une part très élevée de l'activité mondiale, les risques d'interruption systémique massive sont, à l'évidence, multipliés. Face à la réalité d'économies d'échelle dans l'offre de maints services financiers, il ne serait pas facile de revenir sur la tendance à la concentration. Le moins, cependant, est de contraindre les entreprises à doubler les équipements nécessaires à la continuité des opérations en présence d'une crise. Un autre enseignement important est que des plans de secours, assurant notamment la poursuite des liaisons de communications, doivent être mis en place et régulièrement actualisés. Ces plans devraient, en outre, reposer sur l'idée qu'une crise peut ne pas toucher seulement un établissement mais en frapper simultanément plusieurs. Il importe au plus haut point, dans une telle situation, que les sites de secours puissent communiquer entre eux.

Traduire les enseignements des crises récentes sous forme de suggestions de politique économique est une chose ; appliquer ces suggestions en est une autre, compte tenu, en particulier, de la nécessité de compromis politiques tant à l'échelle nationale qu'au niveau international. La capacité de réaction du système financier mondial à ce jour atteste des mérites des efforts déjà accomplis. Elle ne devrait pas nous faire oublier pour autant que de nouvelles initiatives pourraient encore s'avérer indispensables pour assurer un niveau adéquat de stabilité financière et économique dans un monde de plus en plus complexe.