

VIII. Conclusion : vers une croissance mondiale plus équilibrée

L'économie mondiale se trouve confrontée à un dilemme fondamental dont l'acuité augmente avec le temps : comment corriger les déséquilibres de la croissance et des comptes extérieurs sur l'ensemble des grandes régions économiques, tout en assurant partout une croissance vigoureuse ? La question de savoir si, aux États-Unis, l'investissement prendra le relais de la consommation si celle-ci se met à faiblir ne constitue que l'un des aspects importants du problème. L'économie américaine ne bénéficie-t-elle pas, en effet, de politiques monétaire et budgétaire très expansionnistes et, plus récemment, de la dépréciation du dollar EU. Il convient plutôt de se demander si la demande intérieure va se renforcer ailleurs, notamment en Europe continentale et au Japon, après une longue période d'atonie. À cet égard, la baisse de la monnaie américaine représente à la fois un défi et une opportunité pour les pays dont le cours de change réel tend à augmenter. L'appréciation de leur monnaie va-t-elle simplement freiner leur croissance, et par suite celle de l'économie mondiale, ou induira-t-elle les réformes structurelles fondamentales et des politiques de la demande plus incitatives qui pourraient, à terme, améliorer notablement les résultats économiques ?

Pour l'avenir proche, les perspectives de croissance seront fortement influencées par deux paramètres essentiels : la propension à l'épargne et le goût du risque. Sur ces deux plans, les changements marqués qui se sont produits font peser des incertitudes sur l'avenir.

L'évolution de la propension à épargner aux États-Unis revêt une importance particulière, étant donné que ce pays a plus que largement contribué à l'expansion de la demande mondiale pendant près d'une décennie. Il convient de noter la baisse ininterrompue du taux d'épargne financière des ménages américains, dont l'incidence sur les paiements courants a bien soutenu la demande mondiale. Une tendance analogue a été observée dans divers autres pays, accompagnée souvent d'un accroissement sensible de la dette intérieure et extérieure. Des mouvements d'une telle ampleur ne peuvent que s'inverser, en partie tout au moins, affectant la dépense intérieure dans ces pays et le potentiel d'exportations d'autres économies. En Asie, où les taux d'épargne ont également fléchi mais restent généralement beaucoup plus élevés, la demande s'est fréquemment appuyée sur des stratégies d'exportations. Les poursuivre, en présence d'une augmentation des taux d'épargne ailleurs, serait clairement préjudiciable à la croissance mondiale. Dans un tel environnement, alors que les niveaux d'inflation sont déjà bas, des problèmes de déflation généralisés ne seraient pas à exclure.

Il est certes possible, quoique moins probable, que la dépense continue de croître allègrement dans les pays à faible épargne et que les flux de

capitaux en provenance des économies à forte épargne se poursuivent, voire s'intensifient. Le niveau de l'endettement extérieur compte moins que la capacité d'en assurer le service en s'appuyant sur le potentiel de production. Pour maintenir ces flux, il convient avant tout d'enregistrer des gains de productivité relativement élevés et de pouvoir traduire en termes de rémunération du capital les progrès réalisés sur le plan de l'efficience. Ces dernières années, les États-Unis ont obtenu des résultats remarquables dans le premier domaine mais moins dans le second.

L'attitude des investisseurs à l'égard du risque constitue l'autre élément conditionnant les perspectives à court terme. D'un côté, des irrégularités au niveau de la gouvernance d'entreprise ont fait peser de lourdes suspicions sur les rapports financiers. En outre, l'éventualité de tendances défavorables est ressentie aujourd'hui beaucoup plus clairement que durant la longue et récente période d'expansion. Les pertes subies antérieurement ont fait mieux percevoir la vulnérabilité des établissements financiers orientés vers le risque. Ces changements d'attitude vont sans doute rendre créanciers et emprunteurs plus prudents à l'égard du risque et pourraient entraver l'expansion. D'un autre côté, l'embellie observée dernièrement sur les marchés des actions et la réduction substantielle des primes sur obligations d'entreprises pourraient augurer d'un goût retrouvé pour le risque d'une manière plus générale.

À l'évidence, les perspectives à long terme d'une croissance plus équilibrée dépendront en partie des modifications des politiques dans les économies industrielles aux prises avec des problèmes structurels tenaces. L'Allemagne comme le Japon souffrent depuis des décennies de sérieuses rigidités, aggravées respectivement par la réunification et la bulle. Dans les deux cas, les problèmes sous-jacents au niveau de l'offre ont été masqués au moyen d'expédients budgétaires et d'une stratégie de croissance axée sur les exportations, dont l'efficacité atteint peut-être ses limites.

Un problème connexe concerne un groupe beaucoup plus large de pays. L'ouverture des économies émergentes et en transition, conjuguée au transfert de méthodes de production modernes, a déjà permis des gains de productivité surprenants et fait baisser les prix des biens. Si cette situation remet en cause les positions bien établies de nombreux producteurs mondiaux, elle offre des débouchés à beaucoup d'autres. Il en résulte que la tendance longue vers une économie axée sur les services devra s'accélérer dans le monde industriel. Sauf à créer des emplois dans de nouveaux secteurs, ou à parvenir à des ajustements de salaires suffisants, le chômage ne pourra que s'accroître durablement. Mais le problème de l'ajustement ne se limite pas au monde industriel. Dans l'Est asiatique, par exemple, les pays doivent s'adapter à l'importance croissante de la Chine, et, sans doute non loin derrière, de l'Inde en voie de libéralisation. En outre, ces pays restent confrontés à des problèmes financiers qui remontent à la dernière décennie, de sorte que les bailleurs de fonds pourraient être réticents à financer ces changements nécessaires.

En somme, il est plus que jamais indispensable d'être capable de s'adapter à toute évolution, ne serait-ce que pour éviter un retour au protectionnisme. Les progrès limités accomplis à ce jour dans les négociations commerciales de Doha et diverses frictions entre les États-Unis et l'Europe n'ont fait qu'attiser

cette crainte. Des pressions déflationnistes et la nécessité d'un ajustement douloureux aux réalités consécutives à l'éclatement de la bulle pourraient amplifier de telles tendances protectionnistes. D'ailleurs, une réaction semblable s'est déjà produite au début des années 30 et a été plutôt déplaisante.

Devant ce rappel historique, les pouvoirs publics doivent être conscients de deux choses. Tout d'abord, compte tenu de l'intégration de l'économie mondiale, une coopération accrue s'impose au niveau national, entre autorités monétaires, budgétaires et prudentielles, comme à l'échelle internationale. Deuxièmement, recourir à des expédients présente des avantages immédiats mais comporte presque toujours des coûts à long terme. Un cadre de politique économique associant harmonieusement réactivité aux difficultés à court terme et viabilité à moyen terme est donc hautement souhaitable.

Opportunités et vulnérabilités : perspectives

La fin du conflit en Irak devrait atténuer quelques incertitudes qui entravent l'expansion économique. La demande de biens de consommation et la formation de capital fixe du secteur privé devraient en bénéficier, surtout dans les pays où les dépenses dans ces deux domaines ont été anormalement faibles. En outre, la volonté des entreprises de reconstituer des stocks tombés à des niveaux très bas, notamment pour assurer les approvisionnements, pourrait aussi stimuler la demande. Cependant, il importe également d'évaluer la propension future à la dépense en se référant à la vague d'optimisme de la fin des années 80 au Japon et 90 aux États-Unis. Ces deux épisodes ont laissé de hauts niveaux d'endettement, des surcapacités de production et des prix d'actifs dévalorisés.

L'expérience du Japon montre que de tels excès peuvent avoir des répercussions sur la solidité du système financier et même conduire à la déflation. Cependant, la reprise aux États-Unis s'est démarquée de celle au Japon sur au moins trois plans importants. La première différence, positive, vient de ce qu'il n'y a pas eu d'envolée comparable des prix de l'immobilier commercial aux États-Unis. La deuxième différence, tout aussi favorable, tient au fait que, si le boum au Japon avait été financé en quasi-totalité par le système bancaire, les financements aux États-Unis ont été beaucoup plus diversifiés. La troisième différence peut avoir des implications moins bénéfiques mais pas nécessairement pour les États-Unis. Alors que le Japon s'est appuyé sur des ressources internes, tout en dégagant d'ailleurs un important excédent des paiements courants, l'expansion aux États-Unis a été largement financée par l'étranger. De nombreux pays ont tablé sur les exportations vers les États-Unis pour leur propre croissance, avec pour contrepartie des flux massifs de capitaux vers ces derniers.

Si le dollar devait poursuivre son repli, pour une raison ou pour une autre, l'ajustement devrait être supporté cette fois à double titre par les créanciers. Il leur faudrait, tout d'abord, générer un surcroît de dépenses domestiques pour soutenir la demande et réduire le chômage. Dans le même temps, ils devraient accepter une dévalorisation, en termes de monnaie locale, de leurs actifs financiers en dollars, du fait à la fois de la baisse des prix du marché et de la

dépréciation même du dollar. En revanche, le récent repli de la monnaie américaine renforce les perspectives de croissance aux États-Unis et y diminue le risque de déflation.

À partir du deuxième semestre 2000, l'investissement aux États-Unis a subi une contraction d'une ampleur inhabituelle. Toutefois, grâce en partie à un assouplissement monétaire énergique, la consommation dans ce pays a bien résisté. Il importe à présent de savoir si l'investissement va poursuivre son redressement et si la consommation va fléchir. La divergence des prévisions actuelles fait ressortir un constat tout simple : aucune de ces composantes majeures de la dépense ne s'est comportée comme l'expérience de l'après-guerre aurait pu le laisser prévoir.

Sous certains aspects, les perspectives de l'investissement aux États-Unis paraissent s'éclaircir quelque peu. En dépit d'une faible croissance globale, les bénéfices et la trésorerie des entreprises affichent un léger mieux et le taux de couverture des intérêts demeure élevé. Il serait pourtant imprudent de préconiser une forte reprise de l'investissement des entreprises américaines, compte tenu surtout du taux d'utilisation des capacités, qui s'inscrit à ses plus bas depuis vingt ans, et de l'endettement, toujours important. Comme les profits futurs pourraient se trouver amputés pour d'autres raisons, à commencer par des exigibilités non capitalisées au titre des retraites et des augmentations des coûts d'assurance et de prévoyance, les entreprises pourraient être amenées à assainir encore leur bilan. C'est peut-être d'ailleurs ce qu'attendent les marchés financiers. Bien que d'autres interprétations soient possibles, la forte diminution récente des primes de risque concorde logiquement avec la conviction des marchés que les chefs d'entreprise prendront les mesures nécessaires pour comprimer les coûts et limiter l'éventualité de défauts de paiement.

L'augmentation des investissements des entreprises dans du capital toujours plus productif était une composante clé de l'« ère nouvelle » aux États-Unis. Ces dépenses ont non seulement conforté directement la demande, mais elles ont aussi stimulé indirectement la dépense à travers l'effet de richesse. D'ailleurs, les dépenses des ménages, exprimées en pourcentage du PIB, s'inscrivent en hausse depuis des années, tendance qui s'est amplifiée récemment. Sous cet angle, et en dépit du recul des cours des actions, on ne peut pas encore dire que le boum ait pris fin. La baisse des taux hypothécaires, la poursuite de la hausse des prix du logement et les innovations financières qui ont facilité la mobilisation de fonds contre actifs à des fins de consommation sont autant d'éléments qui ont contribué à la vigueur des dépenses des ménages.

Concrètement, cette situation a amené les ménages américains à accepter des niveaux d'endettement records, et le service de la dette s'est accru en dépit de taux d'intérêt très bas. Cependant, les expositions encourues pourraient devenir plus préoccupantes, si l'emploi venait à se dégrader et que les cours des actions et les valeurs des fonds de pension continuaient à baisser. Quoiqu'il en soit, l'effet du refinancement des hypothèques sur les dépenses est appelé à s'affaiblir. La hausse des prix du logement s'est ralentie et, à moins que les taux hypothécaires ne diminuent encore sensiblement, une grande

partie des refinancements qui pouvaient être effectués à des conditions avantageuses l'ont sans doute déjà été.

Étant donné l'incertitude entourant les perspectives économiques aux États-Unis, il serait bon de pouvoir compter sur un rebond rapide de la demande ailleurs ; il est malheureusement difficile de discerner d'autres pôles de croissance. Si, initialement, l'Europe continentale paraissait devoir bénéficier d'une situation financière moins déséquilibrée que les États-Unis, c'est là, en fait, que la croissance ne cesse d'être en deçà des prévisions ; celles-ci ont pourtant été nettement corrigées à la baisse, en raison de récentes surprises négatives. Les perspectives de l'Allemagne paraissent particulièrement problématiques, puisque le taux d'épargne des ménages et le chômage augmentent, après plusieurs années de repli. Partout ou presque en Europe continentale, la confiance s'est affaiblie. On peut y voir l'effet des pertes subies par les investisseurs européens, qui ont largement financé l'expansion américaine ainsi que l'essor des télécommunications au sein même de l'Europe. À cela sont venues s'ajouter la hausse des prix pétroliers et les incertitudes politiques, tant internes qu'externes. Certains de ces problèmes semblent heureusement s'atténuer, grâce en particulier au recul récent des prix du pétrole.

Dans d'autres parties du monde, les perspectives sont également des plus mitigées. Pour le Japon, après tant d'années de croissance lente, due en grande partie à des compressions d'investissements, on a du mal à imaginer que la situation puisse s'améliorer. Néanmoins, il convient de noter que la dette des entreprises a été considérablement réduite et que nombre de grosses sociétés enregistrent une augmentation appréciable de leurs bénéfices d'exploitation. La situation finira bien par s'inverser, le tout étant de savoir quand. En Chine et en Inde, on s'accorde à présent à reconnaître que le rythme de croissance récent, régulier et assez rapide, se poursuivra. Ailleurs en Asie, la demande régionale devrait apporter une contribution croissante à une expansion vigoureuse. Toutefois, l'épidémie SRAS pourrait encore peser sur la production en Chine et, dans d'autres pays, sur la confiance des consommateurs. Pour les principales économies d'Amérique latine, l'avenir semble également s'éclaircir, la stabilisation du contexte politique et le retour de la confiance sur les marchés financiers ayant contribué à une certaine reprise de l'activité.

L'évolution dans les différentes régions à l'horizon d'un an environ dépendra en partie du comportement des monnaies, à l'égard du dollar en particulier. En principe, les pays créanciers devraient être prêts à accepter une appréciation de change pour permettre l'ajustement dans les pays débiteurs, comme les États-Unis. En pratique, en raison des incertitudes entourant la croissance interne, certains créanciers d'Asie ont déjà commencé à s'y opposer par divers moyens, même non conventionnels. Cette attitude pourrait être attractive si elle impliquait une baisse des taux d'intérêt favorable à la demande intérieure. Toutefois, cette résistance à l'appréciation en Asie risque fort de faire supporter une part disproportionnée de l'ajustement à des monnaies en flottement effectif, comme l'euro. La valeur relative des grandes monnaies pourrait aussi se trouver affectée si les pays créanciers se

montraient de moins en moins disposés à détenir en dollars l'essentiel de leurs réserves, comme c'est actuellement le cas.

Les mouvements des monnaies n'affectent pas uniquement la production mais également les prix. Dans ce dernier cas, l'incidence directe semble avoir diminué depuis quelques années, tant dans les pays industriels que dans les économies émergentes, en raison probablement de politiques de lutte contre l'inflation mieux conçues et d'un meilleur ancrage, à de bas niveaux, des anticipations dans ce domaine. Cependant, les influences indirectes sur les prix, traduisant des ajustements de la production liés à des modifications des flux d'échanges et à des effets d'évaluation d'actifs, paraissent encore substantielles. L'appréciation de la monnaie peut alors sembler indésirable, non seulement dans des pays comme le Japon et la Chine, où la déflation est une réalité, mais aussi dans d'autres, en nombre de plus en plus grand, où l'inflation est déjà si faible que la déflation ne peut être exclue. Cette possibilité de déflation est à prendre au sérieux, surtout si l'on tient compte des distorsions affectant le calcul de l'IPC dans beaucoup de pays et de la tendance générale à surestimer l'inflation à venir.

Il faut reconnaître que la déflation n'est pas nécessairement une mauvaise chose si elle traduit des chocs d'offre positifs venant s'ajouter à un taux d'inflation initial faible (ce qui est souhaitable). Mais des problèmes peuvent apparaître dans d'autres cas. Le premier serait une forte résistance à des réductions des salaires nominaux. En effet, si les baisses de prix sont supérieures aux gains de productivité, les coûts unitaires de main-d'œuvre vont augmenter et le niveau de l'emploi s'en ressentira. Un deuxième a trait à la limite zéro pour les taux d'intérêt nominaux, qui engendre une dangereuse spirale où les taux réels attendus montent à mesure que la déflation s'accroît. Troisièmement, un niveau d'inflation inférieur aux anticipations intégrées dans le coût des contrats d'origine a tendance à alourdir le service de la dette en termes réels, en fonction du niveau d'endettement. À ce stade malheureusement, beaucoup de conditions semblent déjà réunies pour que la déflation devienne un problème. Dans de nombreux pays, en effet, les taux directeurs sont bas, les niveaux de dette n'ont jamais été aussi élevés et des réductions des salaires nominaux paraissent peu probables.

La résistance relative du système financier mondial, en particulier des banques, constitue un aspect encourageant des développements récents. Certaines tensions ont néanmoins commencé à se faire sentir et elles ne pourraient que s'aggraver si l'expansion attendue ne se produisait pas. Il est vraisemblable que les cours des actions s'en ressentiraient, puisque les cotations actuelles, aux États-Unis surtout, ne peuvent se justifier que par des anticipations de reprise économique et d'augmentation marquée des profits. L'impact en serait amplifié par un accroissement des primes de risque sur actions dans un environnement moins porteur. Les marges de crédit pourraient être également affectées, étant donné qu'elles ont tendance à s'élargir lorsque les cours des actions se replient, d'autant qu'ils ont bien diminué récemment. Enfin, les prix immobiliers pourraient aussi baisser, ou cesser au moins de monter pour ceux du logement. Dans plusieurs pays, ces derniers restent encore à des niveaux records, alors que, selon le schéma

classique, ils auraient dû suivre, avec un décalage, la baisse des cours des actions. En fragilisant un peu plus la situation financière des entreprises et des ménages, ces développements auraient tendance à leur tour à freiner les dépenses.

Même si une telle conjonction d'éléments peut apparaître improbable, il serait certainement prudent que les décideurs considèrent ses effets possibles sur la solidité du système financier. Dans divers pays, la proportion de prêts bancaires liés à l'immobilier ne cesse d'augmenter, entraînant une exposition croissante en cas de recul des prix. De nouvelles dépréciations des actifs financiers pourraient devenir particulièrement problématiques pour les banques en Allemagne et au Japon, qui peinent à améliorer leurs bénéfices d'exploitation. Pour les établissements financiers des économies émergentes, souvent moins familiarisés avec un environnement libéralisé, un nouvel accès de faiblesse de l'économie s'avérerait également pénalisant. En Asie, les banques sont essentiellement nationales et, dans de nombreux cas, le problème des créances douteuses issues de la dernière crise n'est pas encore résolu. En Amérique latine et en Europe orientale, où les banques sont en grande partie sous contrôle étranger, un repli dans les pays industriels menacerait la disponibilité du crédit.

De nouvelles baisses des prix des actifs financiers pourraient également mettre en difficulté les compagnies d'assurances et fonds de pension, déjà durement touchés. Les préoccupations concernant leur capacité d'honorer d'anciens contrats pourraient alors affecter la confiance des consommateurs et la propension à l'épargne. De plus, dans les secteurs de l'assurance et de la réassurance, certaines sociétés ont encore accru leur exposition au risque de crédit, pour des montants qui restent indéterminés, à travers des instruments de transfert. Si elles venaient, pour des raisons prudentielles, à réduire leur engagement sur ce marché, cela pourrait en affecter le fonctionnement, voire la volonté des prêteurs d'octroyer des crédits.

Si les fonds de pension venaient à enregistrer de nouvelles pertes, les implications seraient sensiblement différentes. Pour les systèmes à prestations déterminées, les pertes représentent d'abord une créance sur les bénéfices de la société mère. À l'extrême, celle-ci pourrait voir sa note de crédit abaissée ou être même contrainte à la faillite. Une baisse des bénéfices entraînant une baisse des cours des actions, d'autres fonds de pension seraient frappés à leur tour, un peu comme pour des participations croisées directes. Si ces problèmes potentiels paraissent limités en nombre, ils concernent néanmoins certains des plus grands noms de la planète.

Comparées aux conséquences d'une faiblesse persistante de l'activité économique, les autres sources de fragilité financière paraissent moins inquiétantes. Un sujet de préoccupation, qui a retenu l'attention dans le cadre du Nouvel accord de Bâle sur les fonds propres, concerne le risque opérationnel dans le système financier. Comme les structures, pour l'atténuation du risque en particulier, deviennent toujours plus complexes, plus soumises à des incertitudes juridiques et plus tributaires de la technologie, les risques de dysfonctionnement ne peuvent qu'augmenter. En outre, il est fréquent que la fin d'une période de boum s'accompagne de

révélations sur toutes sortes de comportements frauduleux ou, dans le meilleur des cas, sujets à caution, débouchant sur des procédures potentiellement coûteuses. Un deuxième sujet de préoccupation porte sur la volatilité des marchés financiers et la possibilité que des établissements ne disposent pas des moyens suffisants pour se protéger. Une telle situation pourrait se produire en cas d'augmentation soudaine et marquée des taux longs, qui mettrait en difficulté des établissements ayant pour vocation essentielle d'emprunter à court terme et de prêter à long terme. Enfin, un troisième sujet de préoccupation découle de la tendance récente à la consolidation sur certains marchés financiers. Comme les grandes sociétés opèrent de plus en plus entre elles, l'apparition de difficultés au sein d'une contrepartie pourrait très rapidement avoir des répercussions sur d'autres. En outre, les gros intervenants peuvent orienter les marchés de telle sorte que le coût et la disponibilité des couvertures nécessaires s'en trouveraient affectés. Vus sous cet angle, des chocs spécifiques pourraient fort bien devenir systémiques.

On attribue généralement la stabilité actuelle du système financier au fait qu'il est aujourd'hui davantage orienté vers le marché. Aux États-Unis, en particulier, la proportion des prêts bancaires s'est réduite de manière spectaculaire. Les marchés offrent à présent aux emprunteurs des circuits de financement de plus en plus diversifiés, ce qui les fait apparaître plus résistants. Les pertes sont désormais plus largement réparties, grâce au développement récent d'instruments de transfert du risque de crédit. Les liens étroits entre marchés leur permettent de mieux répartir les chocs et donc de les absorber. L'information sur la valeur des contreparties est maintenant plus accessible et moins coûteuse, ce qui réduit vraisemblablement le risque de crédit et contribue au fonctionnement des marchés, même en période de tensions.

Il serait cependant naïf de penser que ce système n'est pas sans failles. L'existence de modes de financement très diversifiés pourrait facilement conduire à des positions excessives. C'est ce qui aurait toute chance de se produire si les bailleurs de fonds ne se montraient pas suffisamment vigilants, pensant que, grâce aux mécanismes de marché, les créances, même douteuses, peuvent se transmettre. Le transfert de risques, en particulier hors du système bancaire, accroît sa résistance si ces risques sont plus largement répartis et s'ils aboutissent dans les mains de ceux qui sont les plus aptes à les assumer. Il n'existe, en fait, guère d'éléments concrets pour étayer l'une ou l'autre de ces hypothèses. D'un côté, des marchés corrélés peuvent atténuer les chocs mais ils peuvent, en contrepartie, exposer des secteurs déjà précaires à de nouvelles difficultés susceptibles de les mettre en situation d'insolvabilité. Enfin, la production de bonnes informations sur la valeur des créances est coûteuse. Si des marchés efficaces empêchent les fournisseurs de données de réaliser des profits, la qualité de l'information recueillie pourrait se détériorer, créant ainsi des distorsions dans les prix de marché et dans l'allocation des ressources. Du reste, c'est vraisemblablement ce qui s'est passé à la fin des années 90. En somme, les résultats relativement satisfaisants enregistrés à ce jour ne

devraient pas nous faire verser dans une certaine autosatisfaction vis-à-vis de la stabilité financière ni, d'ailleurs, de la stabilité monétaire.

Politiques de stabilité monétaire et financière

Rétrospectivement, la dernière décennie révèle quelque chose de paradoxal. Il apparaît que les politiques axées sur la stabilité monétaire, qui se définit comme un bas niveau d'inflation, ont donné de très bons résultats dans la plupart des pays industriels et une grande partie de l'Asie. Même en Amérique latine, en Afrique et en Europe centrale et orientale, les statistiques d'inflation montrent une nette décrue. En outre, la volatilité de la croissance économique semble avoir diminué dans de nombreuses régions, répondant aux attentes des partisans d'une inflation faible. Dans le même temps, l'effet des perturbations financières et des crises caractérisées s'est amplifié. Divers pays ont apparemment souffert d'un excès d'optimisme et d'expansion du crédit, de bulles des prix des actifs et des dépenses ainsi que de problèmes de bilan qui ont rejailli sur l'ensemble du système. À l'évidence, la stabilité des prix, aux avantages indiscutables, n'a pas été le garant de la stabilité financière, conclusion corroborée par l'éventualité de déflation, avec tous les risques préjudiciables qui peuvent en résulter.

Il est important de discerner la cause de la montée de l'instabilité financière ces dernières années. Il se peut que ce soit simplement un sous-produit de la déréglementation et de la libéralisation des systèmes financiers dans de nombreux pays. Vus de manière pessimiste, des systèmes plus ouverts assureraient une allocation efficace des ressources, mais deviendraient plus procycliques et davantage sujets à des crises. Dans une vision plus optimiste, la répétition des turbulences financières n'est peut-être pas la caractéristique d'un système financier libéralisé, mais plutôt une conséquence momentanée du processus de déréglementation. La transition d'un environnement hyperinflationniste à un contexte de faible inflation peut également avoir fragilisé l'économie mondiale, en nourrissant des attentes de croissance et de revenus plus stables, réduisant par là même les primes de risque. Parallèlement, la chute des taux d'intérêt, tant en valeur nominale qu'en termes réels, a pu inciter les investisseurs à opter pour des stratégies plus agressives pour obtenir de meilleurs rendements. Le temps, l'expérience et la persistance d'une inflation modérée aidant, ces tendances à l'excès dans le secteur privé devraient s'atténuer, tandis que la capacité du secteur public à y faire face devrait se renforcer.

Que l'instabilité financière soit de nature permanente ou seulement passagère, l'important est de savoir comment améliorer la prévention des crises et en réduire les coûts. Une possibilité, qui a fait l'objet d'un large débat, consisterait à utiliser la politique monétaire de manière préventive pour modérer les cycles du crédit. Procéder à un resserrement, avec une inflation déjà sous contrôle en termes d'IPC, aboutirait probablement à manquer l'objectif IPC à court terme. Cette orientation pourrait se justifier, cependant, si elle permettait d'éviter qu'un écart encore plus prononcé n'apparaisse par rapport à la cible lors de la correction des déséquilibres financiers. Sous cet

angle, un tel comportement des autorités monétaires dans le cadre d'un objectif d'inflation pourrait être un moindre mal. Malheureusement, d'autres problèmes restent à régler. Une augmentation assez marquée des taux d'intérêt pour compenser des anticipations démesurées dans certains secteurs de l'économie pourrait causer des dommages ailleurs. Il serait également difficile de convaincre l'opinion de la nécessité d'un durcissement. À cet égard, il serait très utile de disposer d'indicateurs précurseurs plus fiables, tant pour arrêter les bonnes décisions que pour les justifier.

Une autre option consisterait à s'appuyer davantage sur le cadre prudentiel. S'il est souhaitable d'atténuer le plus possible les excès, il importe encore plus de préserver le bon fonctionnement du système financier, même en cas d'effondrement du crédit ou des prix des actifs. Dans la mesure où les coûts économiques résultent essentiellement des conséquences des créances douteuses pour le système financier, une telle approche prudentielle présenterait un intérêt évident. La mise en œuvre du Nouvel accord de Bâle sur les fonds propres, qui repose sur une meilleure gestion des risques, constituerait un pas important dans la bonne direction. À plus long terme, il pourrait être judicieux également de revoir les procédures de provisionnement, notamment en vue de renforcer les fonds propres en période faste. Là encore, cependant, cette approche a ses limites. Il est plus facile de modérer les excès des établissements financiers soumis à contrôle que l'octroi de prêts par le marché, qui prend de plus en plus d'importance. En outre, peu d'informations sont disponibles sur la redistribution des risques de crédit au sein du système financier. Quoiqu'il en soit, les responsables de la réglementation financière doivent être incités à consacrer davantage leur attention aux risques systémiques et aux moyens d'y remédier qu'à la protection des consommateurs. La nécessité d'une interaction plus institutionnalisée entre dirigeants de banques centrales et autorités de réglementation dans ce domaine d'intérêt commun mériterait aussi d'être prise en compte de manière plus explicite.

Il est indéniable, par contre, que les fondements institutionnels du système financier doivent être consolidés. Les suggestions émises dans plusieurs études récentes requièrent une attention approfondie. Les risques qui subsistent dans le règlement transfrontière des opérations sur titres ont fait l'objet d'un rapport très instructif du G 30. Le récent accord visant à instituer un ensemble de normes comptables internationales harmonisées doit encore être mis en œuvre. Il importe de constituer des instances nationales de surveillance pour les sociétés d'audit, sur la base de principes agréés au niveau mondial. De même, les conflits d'intérêts dans la structure de gouvernance des entreprises en général, et des établissements financiers en particulier, devraient être identifiés et traités. Dans la mesure où la confiance dans l'intégrité du système capitaliste est indispensable à son propre fonctionnement, il est essentiel que les fautes soient punies et que cela se sache. Devant les excès manifestes des dernières années, il est loin d'être évident que tout ait été fait jusqu'à présent pour restaurer la confiance dans le système.

Les remarques précédentes portent principalement sur les actions préventives visant à réduire les déséquilibres économiques et financiers et à préserver ainsi la stabilité monétaire et financière. Dans les circonstances actuelles, cependant, il conviendrait de s'interroger sur les meilleurs moyens d'action pour corriger de tels excès, en cherchant moins à prévenir qu'à guérir. Dans cet esprit, et à la lumière de l'expérience japonaise en particulier, il paraîtrait utile d'examiner les options qui s'offrent aux autorités en cas de déflation caractérisée. Dans une telle situation, certains instruments peuvent perdre de leur pouvoir et d'autres s'affirmer. Il est essentiel, en outre, que les réactions associent complémentarité et cohésion.

Les autorités monétaires qui se concentrent en priorité sur l'objectif de stabilité des prix pourraient être confrontées à un dilemme au lendemain d'un boum. Lorsqu'elles observent la correction des déséquilibres antérieurs, ou qu'elles se sentent de plus en plus concernées par l'issue de ce processus, elles éprouvent la nécessité d'assouplir énergiquement leur politique pour éviter que la hausse des prix ne soit en deçà de leur objectif. Ce genre de préoccupation semble être à l'origine du comportement de la Réserve fédérale ces deux dernières années. Si l'instabilité financière constitue un problème pressant, cette tendance à l'assouplissement sera encore plus forte, comme cela paraît avoir été le cas au Japon. La conclusion est la même s'il apparaît que les circuits de transmission monétaire ont perdu de leur efficacité. En 2001 et une bonne partie de 2002, par exemple, en dépit d'une réduction prononcée des taux directeurs, les États-Unis ont enregistré une hausse des taux des obligations d'entreprises, une baisse des cours des actions et une nouvelle appréciation du dollar EU, justifiant encore plus l'orientation de la Réserve fédérale.

Le dilemme ne survient que si un tel assouplissement risque d'aggraver des déséquilibres, qu'ils soient anciens ou nouveaux. Ce premier cas s'est posé à plusieurs banques centrales, dont la Banque d'Angleterre, au cours de la période considérée. Alors que de nombreux indicateurs semblaient appeler à un assouplissement, les préoccupations liées à la poursuite de la hausse des prix du logement jouaient en sens inverse. Le problème des nouveaux déséquilibres paraît s'être manifesté aux États-Unis, où l'assouplissement monétaire effectué, d'abord à la suite de la crise LTCM, puis après l'effondrement des cours des actions, peut avoir accentué la montée des prix du logement. Si l'augmentation induite des dépenses était clairement souhaitable, compte tenu de la conjoncture, un tassement ultérieur de l'activité pourrait se trouver amplifié par l'endettement ainsi accumulé entre-temps.

L'expérience récente du Japon conduit également à rechercher comment la politique monétaire peut stimuler la demande lorsque les taux directeurs se heurtent déjà à la contrainte du seuil zéro. Dans une telle situation, il peut s'avérer nécessaire de recourir à des mesures non conventionnelles d'expansion de la liquidité. La banque centrale peut décider d'élargir la gamme d'actifs qu'elle est prête à acquérir, financiers d'abord mais aussi, si besoin est, réels. Une telle option soulèvera toutefois des questions délicates, à commencer par la coopération entre autorités et l'indépendance de la banque centrale.

Il semblerait normal que la banque centrale envisage en premier des achats massifs de titres d'État à long terme. Si les taux longs fléchissent, cela

aura un effet bénéfique sur l'économie. Toutefois, s'ils finissaient par s'inverser, la banque centrale pourrait subir de lourdes pertes et se voir contrainte de solliciter un financement de l'État. L'acquisition d'actifs nationaux non conventionnels pose le même genre de problèmes, car elle revient à faire assumer par la banque centrale un risque sur le secteur privé comportant, lui aussi, une possibilité de pertes. En fait, comme les achats requis pour inverser les anticipations d'évolution des prix peuvent être considérables, les pertes potentielles le seront tout autant.

Il ne faudrait pas que ces problèmes de relations entre autorités soient un frein pour la politique économique. Dans l'idéal, le gouvernement déterminerait le niveau de risque qu'il est prêt à assumer et il resterait alors à convenir de sa répartition entre l'État et la banque centrale. L'idée d'une contrainte remettant en cause l'indépendance de la banque centrale, même après le retour de circonstances favorables, peut susciter des préoccupations, mais l'instauration explicite d'un dispositif d'objectif d'inflation pourrait les atténuer. L'objet de ce dispositif ne serait toutefois pas de lutter contre la déflation, mais plutôt d'assurer la maîtrise de l'inflation lorsque les méthodes non conventionnelles destinées à injecter des liquidités auront commencé à agir.

Une décision de la banque centrale ou des pouvoirs publics d'accroître la liquidité interne par des achats de devises sur le marché poserait un autre problème, touchant cette fois les relations entre gouvernements. Une telle politique pourrait être interprétée, en effet, comme une dépréciation délibérée, ainsi que l'idée en est parfois émise pour le yen. Ce pourrait être également un moyen de résister à une appréciation, comme certains le suggèrent actuellement pour l'euro. Dans les deux cas, les effets sur les autres monnaies pourraient être mal accueillis par les autorités des pays concernés. De toute évidence, il serait souhaitable qu'un dialogue s'instaure pour éviter des tentatives de dévaluations compétitives, pouvant même conduire au protectionnisme. S'agissant de la zone euro, où le taux directeur est encore nettement positif, la réaction à une appréciation trop désinflationniste de l'euro consisterait sans doute plutôt à abaisser les taux d'intérêt qu'à intervenir sur les marchés.

Évoquer la nécessité accrue d'une coopération entre autorités monétaires et budgétaires, quand l'efficacité de l'action monétaire se trouve entravée, soulève directement la question de la politique budgétaire. Un assouplissement dans ce domaine serait utile, pour autant que l'économie ne soit pas trop ouverte, mais tout dépendra de l'importance de l'endettement initial ainsi que du poids de la fiscalité plutôt que de l'ampleur du déficit budgétaire. Considérée sous cet angle, la marge de manœuvre budgétaire varie au sein de l'Europe, certains grands pays devant à présent supporter les conséquences de leur manque de discipline lorsque les circonstances étaient favorables. Au Japon, les problèmes posés par l'alourdissement de la dette publique sont encore plus sérieux. Aux États-Unis et dans certains pays d'Asie, la possibilité de mesures expansionnistes paraît plus grande, mais les effets stimulants gagneraient à s'inscrire dans le cadre d'une politique budgétaire à moyen terme crédible et pérenne. Sur ce dernier point, les récentes modifications de la législation fiscale aux États-Unis n'aident guère.

La méthode choisie par les pouvoirs publics pour stimuler l'économie compte également. Ainsi, les dépenses inutiles – aux effets sans lendemain – paraissent moins à même d'instaurer la confiance et de soutenir la consommation que celles qui auront des retombées sociales positives. Enfin, le mode de financement d'un accroissement du déficit peut aussi être capital. L'allocation massive de ressources, prônée par certains universitaires, se résume finalement à une sorte de stimulant budgétaire au moyen de l'achat de titres d'État par la banque centrale. Là encore, la coopération entre autorités semble un préalable indispensable à un résultat positif.

Si le degré de coopération a été moins qu'optimal jusqu'ici au Japon, il est indéniable que les stimulants monétaires et budgétaires n'ont pas manqué. Qu'ils ne soient pas parvenus à induire une dynamique de croissance révèle une autre difficulté influençant le cours des événements après la bulle. Il serait plus juste de parler d'un problème d'offre, bien qu'il se concrétise par une faiblesse de la demande. Compte tenu, en particulier, de l'existence de hauts niveaux de surcapacité et d'endettement, les perspectives de profits peuvent demeurer médiocres pendant des années. Or, dans un tel environnement, l'investissement ne peut pas repartir. Face à une telle situation, il importe d'identifier rapidement les établissements dont l'endettement ne serait pas viable dans des circonstances normales. Cela pourrait aboutir, dans certains cas, à des mises en faillite et à des réductions de capacités de production ou, dans d'autres, à un accord visant à annuler une partie de la dette. Comme la reprise économique requiert aussi un système financier disposé à accorder des crédits, une telle annulation de créances aurait nécessité, dans le cas du Japon, une recapitalisation du système financier assortie de mesures destinées à en garantir la rentabilité future. Considérant la souplesse du secteur des entreprises aux États-Unis, ainsi que la capacité de résistance du secteur financier, on ne peut qu'être soulagé que ces problèmes du Japon ne se soient pas reproduits aux États-Unis.

Les changements structurels, que ce soit dans l'économie réelle ou dans la sphère financière, sont toujours difficiles à faire accepter. C'est dommage, car les économies plus souples connaissent une croissance plus rapide, ont des taux de chômage moins élevés et s'adaptent mieux aux chocs. Si telle était la situation de l'Europe continentale, la région bénéficierait d'une demande accrue, qui compenserait le besoin probable d'une évolution inverse aux États-Unis, pour dissiper les menaces que constituent le déficit extérieur et l'insuffisance de l'épargne des ménages. Il serait bon, de surcroît, que les pays d'Asie s'emploient à stimuler davantage leur demande intérieure. La charge de la correction des déséquilibres internationaux se reporterait en toute logique sur les pays créanciers, dès lors que la déflation serait perçue comme un danger plus redoutable qu'un regain d'inflation. Dans de récentes déclarations, les pouvoirs publics, tant en Asie qu'en Europe, ont indiqué clairement qu'ils étaient très conscients des bénéfices à attendre des réformes structurelles. Ils se heurtent toutefois à une vive opposition de ceux qui ont une vision étroite de l'intérêt commun ou qui ne voient que trop bien ce qu'ils ont à perdre. L'important, à présent, c'est avant tout d'avoir le courage politique de faire aboutir les réformes nécessaires.