

VIII. Conclusion : les autorités face au changement et à l'incertitude

C'est avec un véritable sentiment de soulagement qu'ont été accueillies les statistiques récentes plus favorables concernant la croissance, aux États-Unis surtout, mais pas exclusivement. Il y a moins d'un an, certaines économies semblaient menacées par la déflation et les autorités s'attachaient à préparer les ripostes en cas de besoin. La situation est maintenant tout autre. Les prévisions penchent pour une croissance régulière et essentiellement non inflationniste, avec toutefois des incertitudes géopolitiques grandissantes. En corollaire, les autorités s'emploient à élaborer les modalités les plus aptes à infléchir des politiques qui étaient encore, tout récemment, très incitatives.

Évaluer les répercussions d'un tel changement d'orientation ne sera pas facile. Ces dernières années, le paysage économique s'est métamorphosé, et continue d'ailleurs de le faire. Le progrès technologique a amélioré les perspectives en termes de croissance et d'inflation, comme on peut déjà l'observer aux États-Unis. L'ouverture au commerce des géants que sont la Chine et l'Inde offre des opportunités comparables, pour leur bien-être propre, mais aussi pour la prospérité générale. Cela suppose des adaptations structurelles majeures, notamment pour la main-d'œuvre des pays industrialisés. Il est devenu plus difficile d'évaluer avec précision le niveau de croissance potentielle ou de plein emploi et, par là même, de conduire les politiques internes sur la base de ces concepts.

La sphère financière s'est également transformée ces dernières années. Les avancées technologiques et la déréglementation ont permis d'accroître l'efficacité et la solidité des marchés. Jointes à l'amélioration de la gestion et du contrôle des risques, elles ont permis à l'économie de bien résister aux chocs récents. Dans le même temps, cependant, la libéralisation financière a pu contribuer à certains épisodes de surréaction et d'amplification des cycles économiques. Surtout, en permettant de mobiliser plus aisément les actifs, les nouveaux marchés ont accru le rôle de la perception de richesse dans la dépense. Une telle perception, par nature difficile à mesurer, peut s'avérer en décalage par rapport aux fondamentaux et rapidement mener à des désillusions. De ce fait, les mécanismes de transmission de la politique monétaire sont devenus plus difficiles à appréhender.

Enfin, les politiques macroéconomiques ont évolué ces dernières décennies. Les autorités ont cherché à maintenir durablement l'inflation à un bas niveau et sont parvenues à en stabiliser le niveau et les anticipations. Ces deux excellents résultats non seulement renforcent l'efficacité dans l'allocation des ressources, mais aussi réduisent les risques liés à la pleine utilisation des capacités de production. Toutefois, il est de plus en plus admis que cette stabilité pourrait avoir un effet indésirable. L'inflation n'étant plus considérée comme une

menace, y compris pour les perspectives de taux d'intérêt, le système financier pourrait bien se trouver encouragé à un certain laxisme dans l'offre de fonds. À terme, il pourrait en résulter une poussée d'inflation, quand les tensions sous-jacentes finiront par se faire jour, d'autant plus brutale que les anticipations d'inflation seraient revues à la hausse. À l'opposé, il pourrait s'ensuivre une tendance désinflationniste inattendue, si le poids de la dette devenait trop lourd ou si des perturbations ébranlaient le système financier. Des chocs de demande sur l'économie pourraient faire pencher la balance d'un côté ou de l'autre ; des chocs d'offre négatifs pourraient avoir successivement les deux effets.

Pour les autorités, le problème semble actuellement venir d'un risque d'inflation. Comment infléchir l'orientation et présenter son annonce de manière à en éviter les effets indésirables sur des marchés financiers déjà nerveux ? Durant la décennie passée, les dernières années surtout, les autorités se sont, à l'inverse, attachées à définir les modalités optimales de l'assouplissement face aux tensions financières. L'inflation étant généralement bien maîtrisée, les politiques monétaire et budgétaire ont été assouplies davantage qu'elles n'avaient été resserrées lors de la reprise antérieure. C'est la simple arithmétique de cette asymétrie qui peut expliquer pourquoi les taux directeurs sont si bas dans les principaux pays industrialisés, et la dette publique si lourde qu'elle est insoutenable dans un nombre de cas.

Heureusement, l'économie mondiale paraît désormais sur la bonne voie, et le recours à des mesures de stimulation se justifie moins. Nous devrions saisir cette occasion pour réfléchir aux processus qui ont tant amoindri notre arsenal d'instruments macroéconomiques. Il est évident, tout d'abord, même si cela soulève des objections, qu'il convient d'agir directement par un resserrement plus vigoureux en période favorable. Il faudrait, en outre, mettre en œuvre des mesures visant à renforcer le système financier et à favoriser une plus grande prudence dans l'octroi de prêts en phase ascendante du cycle, pour atténuer les effets néfastes en phase descendante et réduire la nécessité d'un assouplissement énergique par la suite. Enfin, l'interdépendance croissante, dans le monde moderne libéralisé, entre évolutions financières et résultats macroéconomiques exige une coopération toujours plus étroite entre autorités prudentielles et monétaires.

L'expansion peut-elle être durable ?

Si les observateurs estiment, pour la plupart, que la reprise est désormais bien engagée quasiment partout dans le monde, ils continuent de s'interroger sur sa durabilité. Une des raisons en est que les bons résultats d'ensemble apparaissent soutenus de manière disproportionnée par la demande intérieure dans deux pôles : les grands pays anglophones et la Chine. Or, dans un cas comme dans l'autre, certaines variables économiques se sont durablement écartées des normes historiques (« déséquilibres »). Sachant que les évolutions économiques reviennent généralement à leur tendance longue, les autorités doivent les surveiller avec attention, car leur retour à la normale ne manquera pas d'affecter l'économie réelle. Bien qu'il soit difficile de déterminer quand l'inversion se produira, et l'expérience montre que

les déséquilibres tendent à persister bien plus longtemps qu'anticipé, la correction se passe rarement sans heurt.

Dire que le rôle des États-Unis et de la Chine dans la récente reprise est disproportionné c'est laisser entendre que le Japon et les grandes économies d'Europe continentale n'y contribuent pas encore suffisamment. Malgré des signes d'amélioration, dans les deux cas la demande intérieure reste faible et la reprise trop dépendante de l'évolution des exportations.

Parmi les pays à croissance moins dynamique, le Japon offre les perspectives les plus positives. L'investissement s'accélère enfin dans les grandes entreprises, grâce à l'amélioration de leurs résultats et de leur situation financière. En outre, les ménages ont réduit leur taux d'épargne pour maintenir leur niveau de dépense, et cette tendance se confirmera si les créations d'emplois se multiplient. Pourtant, la confiance commence seulement à renaître dans les petites entreprises, et il n'est pas certain que le système financier soit devenu suffisamment solide pour apporter sa contribution à une croissance durable. Quoi qu'il en soit, nombre d'entreprises de l'ancienne économie restent surendettées, et le développement de la nouvelle continue d'être entravé par la réglementation.

En Europe continentale, les bénéfices ne sont pas encore remontés suffisamment pour stimuler l'investissement, notamment en raison d'un endettement relativement élevé, qui continue de peser sur la situation financière des entreprises. La consommation des ménages a été généralement faible jusqu'ici, particulièrement en Allemagne, et seul le retour à un certain optimisme pourrait la faire progresser vigoureusement ; il faut espérer que les réformes structurelles poursuivies en Europe, qui semblent actuellement entamer le moral, finissent par être reconnues comme nécessaires à la prospérité, ce qui restaurera la confiance des consommateurs. Il faudrait adopter une approche moins morcelée pour que les réformes apparaissent plus convaincantes, complètes et cohérentes. Si l'inflation revient en deçà de 2 %, cela confortera non seulement les consommateurs mais aussi la Banque centrale européenne.

Aux États-Unis, les ménages montrent un comportement plus positif, qui n'est pas sans implications pour l'avenir cependant. Il convient de prêter particulièrement attention à la conjonction de développements atypiques de l'emploi et de la dette. Malgré une nette amélioration récente, la demande de main-d'œuvre aux États-Unis depuis le début de la reprise est restée, dans l'ensemble, remarquablement faible, même par comparaison avec la « reprise sans emploi » du début des années 90. Si la part du travail dans le revenu des facteurs a fortement diminué, celle de la consommation dans la demande intérieure a encore augmenté, prolongeant une tendance amorcée dans les années 90. Cette dépense a été stimulée il y a peu par des baisses d'impôts, mais les ménages ont aussi beaucoup emprunté pour lisser leur consommation dans le temps. Leur dette continue de s'accroître plus vite que leur revenu depuis quelques années, et le ratio correspondant a atteint un niveau record. En particulier, les ménages ont profité de la baisse des taux pour renégocier leurs emprunts hypothécaires et de la hausse des prix du logement pour élargir leurs possibilités d'emprunt ; ils ont ainsi été en mesure

d'augmenter leur consommation. Un phénomène semblable a pu s'observer au Royaume-Uni, en Australie, en Nouvelle-Zélande, en Espagne et dans certaines économies européennes de moindre taille.

Faut-il s'en inquiéter ? Certains sont d'avis que l'efficacité accrue des techniques financières et la baisse des taux ont relevé le plafond d'endettement supportable, notamment aux États-Unis. Un alourdissement de la dette ne constitue donc pas un déséquilibre qu'il conviendrait de corriger. En présence d'un ralentissement momentané du revenu salarial aux États-Unis, dans une large mesure rendu possible par les gains de productivité, le surcroît d'endettement a permis d'entretenir la consommation et de favoriser la prospérité générale. La part plus importante des revenus dévolue aux profits, en dynamisant l'investissement des entreprises, doit, à terme, soutenir l'activité et l'emploi à travers les gains de productivité. Dans un tel environnement, la dette ralentissant, le poids de son service devrait s'en trouver allégé.

Cet avis n'est pas unanime. Certains soulignent l'ampleur et la portée des récents changements structurels qu'impliquent les problèmes de transition, craignant des délais dans la reprise de l'embauche au sein du monde industrialisé, et pas seulement aux États-Unis. Les gains de productivité dans ce pays pourraient se traduire ailleurs par des problèmes de transition plus difficiles encore à surmonter. Le renchérissement du facteur travail (soins de santé et autres prestations compris) par rapport au coût du capital, en recul, semble aussi devoir se poursuivre. Et la concurrence de la main-d'œuvre bon marché des économies émergentes nouvellement ouvertes s'intensifie. S'il en résultait une perte de confiance des ménages ou si leur dette devenait intenable, les entreprises, encore lourdement endettées, ne seraient peut-être plus disposées à affecter à l'investissement les bénéfices résultant des gains de productivité.

La question de savoir si l'endettement des ménages et des entreprises finira par peser sur la dépense est liée au niveau des taux d'intérêt et au poids du service de la dette. Il sera évidemment bien plus facile de s'adapter à la hausse des taux si la reprise se poursuit. Toutefois, le niveau des prix des actifs est aussi à prendre en compte, puisqu'il conditionne à la fois la propension à dépenser et la capacité à se procurer des liquidités. Durant la période analysée, les prix des actions et du logement ont beaucoup augmenté dans de nombreux pays, peut-être en partie du fait de l'abondance inhabituelle de la liquidité mondiale. Mais, quelle qu'en soit la cause, les prix de certains actifs paraissent fort élevés par rapport aux références classiques. S'ils devaient maintenant retomber, il serait illusoire de croire que la dépense n'en serait pas affectée. En réalité, même si les prix ne faisaient que se stabiliser, l'effet de richesse sur la croissance cesserait immédiatement. Le récent ralentissement de la consommation des ménages aux Pays-Bas illustre bien ce risque.

On pourrait aller encore plus loin et se demander si la contribution à la dépense de la mobilisation des actifs immobiliers pourrait finir par s'inverser, au moins en partie. La hausse des actions, traduisant des anticipations de rémunération accrue du capital, crée de la vraie « richesse », qui peut être dépensée immédiatement si le détenteur le souhaite, sans création de dette, à condition que les anticipations se confirment. S'agissant des prix du logement, toutefois, les plus-values sont contrebalancées par le renchérissement des

passifs futurs (valeur des loyers). Si les prix restent élevés, le pouvoir d'achat des locataires va durablement diminuer. Inversement, si les prix baissent, la charge de l'ajustement retombe sur les agents ayant hypothéqué leur logement ; se croyant riches, ils ont dépensé les fonds mobilisés, au risque de découvrir que leurs plus-values sont illusoires, mais leur dette bien réelle.

Un dernier sujet de préoccupation réside dans les déséquilibres externes et leurs implications pour la croissance mondiale. Aux États-Unis, par exemple, la dépense des ménages et le déficit des paiements courants qui lui est associé ont été financés, *in fine*, par l'étranger – pour l'essentiel, jusqu'à récemment, par le secteur privé, même si les entrées de capitaux privés aux États-Unis prennent de plus en plus la forme d'achats d'obligations facilement réversibles. L'attrait des actifs en dollars, pourtant rémunérés à des taux plutôt orientés en baisse jusqu'à mi-avril 2004, a été favorisé par le fait que le service de la dette paraissait supportable, malgré l'expansion de l'encours, et par l'anticipation d'une croissance durablement plus rapide aux États-Unis. Le risque, dans les circonstances actuelles, serait que ces anticipations soient déçues. Il pourrait en résulter une insuffisance de financements étrangers, qui ne manquerait pas d'affecter l'activité. De fait, selon le schéma d'école, les ajustements des paiements courants passent par une dépréciation du change et une contraction de la demande intérieure pour les pays débiteurs, et inversement pour leurs créanciers.

Deux éléments nouveaux influenceront aussi probablement sur la dynamique des ajustements externes. Le premier est le très haut niveau de la dette en dollars détenue par les non-résidents. Les perspectives de moins-values suite à la dépréciation de la monnaie américaine pourraient faire perdre l'attrait de tels actifs, voire se répercuter sur les rendements obligataires partout dans le monde. Si elles se matérialisaient, elles pourraient ralentir la dépense intérieure dans les pays créanciers, alors que celle-ci devrait plutôt augmenter pour contrebalancer l'incidence de l'appréciation de la monnaie. De telles évolutions n'iraient pas dans le sens d'un ajustement. Le second élément est la participation croissante de la Chine, et maintenant de l'Inde, dans le commerce international. C'est donc dans un nouvel environnement de concurrence extrême que les pays débiteurs dont la monnaie se déprécie tenteront de reporter leurs ressources vers la production de biens et de services échangés. Si le processus d'ajustement montrait des signes d'essoufflement, c'est peut-être qu'une modification encore plus importante des cours de change et des niveaux de dépense relative serait nécessaire.

Des déséquilibres caractérisent aussi les performances de l'autre moteur de la croissance mondiale actuelle : la demande intérieure en Chine. Les résultats de l'économie chinoise ces derniers trimestres sont réellement impressionnants et tendent vers une accélération plutôt qu'un ralentissement de l'activité. Ils s'expliquent par le dynamisme de la consommation et des exportations, mais aussi par la vigueur particulière de l'investissement, surtout dans le secteur manufacturier, où s'opère un renforcement massif du potentiel productif mondial.

Cette « surchauffe » soulève deux interrogations. La première, à moyen terme, concerne la rentabilité des investissements en Chine – pour beaucoup

attribuables aux pouvoirs publics et aux entreprises d'État, dont le profit n'est pas l'objectif. Il convient en outre de noter l'expansion très rapide de la monnaie et du crédit, due à des banques d'État ayant peu d'expérience de l'évaluation du risque. Une situation comparable s'était produite au début des années 90 et avait ensuite conduit à une forte décélération de l'activité. La différence est que la Chine tient maintenant une place beaucoup plus importante dans l'économie mondiale. Un ralentissement brutal de ses importations pourrait avoir des répercussions sur la croissance, même bien au-delà de l'Asie. Au Moyen-Orient, en Afrique et en Amérique latine, le soutien procuré par le renchérissement du pétrole et des autres produits de base pourrait aussi disparaître, ce qui accroîtrait la vulnérabilité de certaines économies plus exposées.

La deuxième interrogation, plus immédiate, concerne la montée de l'inflation en Chine. Les prix à la consommation n'ont jamais suivi de près les prix à la production, mais ces derniers s'accroissent désormais si fortement que leur influence commence à se faire sentir. Des pénuries apparaissent également ici ou là, avec un rationnement de fait dans des secteurs où les prix sont encore strictement réglementés. Stimulés en partie par la demande chinoise, les cours mondiaux des produits de base augmentent, même si les effets sont atténués dans certains pays par l'appréciation de la monnaie. Il n'est pas inconcevable que ces tensions commencent aussi à se répercuter sur les autres prix dans les économies industrialisées et émergentes, si toutefois la reprise mondiale se confirme.

S'agissant des marchés financiers, les perspectives sont devenues plus instables, mais paraissent encore relativement satisfaisantes. Comme l'a noté l'Introduction, l'activité a été dynamisée non seulement par le bas niveau des taux directeurs et par l'abondance de liquidité, mais aussi par un regain du goût du risque. Pourtant, les marchés sont devenus moins réceptifs ces derniers mois : les rendements obligataires et les primes sur la dette souveraine se sont fortement élevés. En conséquence, certains emprunteurs souverains (et d'autres signatures de moins bonne qualité) seront confrontés, au mieux, à une hausse des coûts, au pire, à des difficultés financières. Heureusement, les politiques judicieuses plus largement suivies dans les économies émergentes ont beaucoup réduit le risque de problèmes généralisés, même si les pays caractérisés par la fragilité de leur situation budgétaire ou de leurs paiements courants restent vulnérables. On pense ici surtout à certains pays d'Amérique latine et, dans une moindre mesure, d'Europe centrale et orientale. Quant aux obligations d'entreprises, seules les moins bien notées ont vu leurs rendements se tendre jusqu'ici, dans un environnement où les défauts semblent s'inscrire en baisse.

Il n'est toutefois pas exclu que l'aversion pour le risque s'intensifie au point de pénaliser aussi les bonnes signatures. En outre, étant donné le haut niveau d'endettement actuel et l'ampleur présumée des stratégies spéculatives de *carry trade*, les variations de certains prix pourraient être rapides et importantes si les intervenants cherchaient à couvrir leurs risques. Des techniques de couverture, telles celles liées à la convexité sur le marché hypothécaire américain, pourraient amplifier ces tendances – comme

l'a montré, l'été dernier, l'élargissement des primes sur les taux des swaps.

Ce qui rassure, dans ce contexte, c'est le fait que les établissements financiers des principaux pays industrialisés, à l'exception notable du Japon, sont parvenus à résister à plusieurs chocs successifs et seraient mieux armés pour faire face à de nouveaux. Les ratios de fonds propres des banques restent élevés, les pertes sur prêts ont généralement continué à diminuer et les bénéficiaires se sont améliorés dans l'ensemble. Il est satisfaisant de constater que ce résultat a été obtenu dans une large mesure par des compressions de coûts, une hausse des revenus de commissions et une attention accrue portée à la tarification du risque. Aux États-Unis surtout, mais pas uniquement, les banques ont réussi à redistribuer une part importante du risque de crédit grâce à divers instruments de transfert. Si plusieurs grandes banques d'affaires ont fortement accru leur négoce pour compte propre, tout porte à croire que leurs systèmes de gestion du risque de marché sont adéquats. Cela suppose, bien entendu, que la liquidité requise pour effectuer les transactions sur des marchés hautement concentrés soit assurée, même en période de tensions.

La situation de la plupart des autres établissements financiers (assureurs et réassureurs, notamment) semble s'être améliorée depuis l'an passé, en grande partie sous l'effet de facteurs conjoncturels comme le net redressement des prix des actifs (actions surtout). Cela est également vrai pour les fonds de pension à prestations déterminées, pour lesquels les problèmes de sous-capitalisation ont été atténués de diverses façons. Dans le secteur des fonds spéculatifs, les tensions, si elles apparaissaient, ne devraient pas avoir de répercussions systémiques, malgré sa forte expansion. En bref, il n'y a pas lieu de croire que la vigueur de la reprise mondiale puisse être vraiment remise en cause par une contraction du crédit résultant de difficultés dans les établissements financiers.

Politiques de stabilité monétaire et financière

La reprise mondiale s'accélère sous l'effet de politiques macroéconomiques dont le caractère expansionniste inhabituel ne peut être maintenu. En dépit de nombreuses menaces sur l'activité, on peut raisonnablement s'attendre à la poursuite, voire au renforcement, de cette reprise. Dans cette hypothèse, l'objectif immédiat des politiques monétaires et budgétaires doit être de rétablir des conditions plus normales, sans provoquer de perturbations. À long terme, l'enjeu sera d'instaurer un cadre susceptible de favoriser la stabilité monétaire et financière dans une économie mondiale qui a connu, et connaît encore, de profonds changements structurels.

Pour les États-Unis, la difficulté immédiate est de décider du durcissement de la politique monétaire, et donc de mesurer les inconvénients respectifs qu'il y aurait à agir trop vite ou trop lentement. D'un côté, tant que des doutes subsistent sur la durabilité de l'expansion, le choix de la lenteur a clairement ses avantages, d'autant que les gains de productivité actuels permettent d'envisager une croissance plus forte sans inflation. En d'autres termes, un relèvement trop rapide des taux se ferait très probablement aux dépens de

l'économie réelle. D'un autre côté, le maintien des taux d'intérêt à leur niveau actuel, historiquement bas, pourrait finir par provoquer une hausse de l'inflation. Sans compter qu'il pourrait aussi contribuer à la formation de déséquilibres financiers pénalisants, à terme, pour l'économie réelle. Le choix est donc délicat et loin d'être évident.

Le dilemme est d'autant plus difficile que les taux longs, comme les taux directeurs d'ailleurs, restent plutôt bas, en dépit de leur augmentation récente. Les premiers ont en outre connu voilà peu des phases de forte volatilité. Une surréaction à la hausse pourrait se produire et, par là, freiner la reprise américaine et affecter les marchés obligataires étrangers. Sans doute ce risque est-il plus grand avec l'option « lente », plus exposée à une montée des anticipations d'inflation, à laquelle les taux directeurs devraient alors répondre avec plus de vigueur.

Pour prévenir un excès de volatilité, la solution pourrait passer par une stratégie de communication préparant les marchés au relèvement des taux directeurs. L'expérience récente souligne les difficultés d'une telle approche. Vu les niveaux élevés d'endettement et le creusement des déficits publics, les marchés pourraient se partager entre crainte d'une hausse tolérée de l'inflation, ou plus probablement non maîtrisée, et crainte d'un processus de désendettement tout aussi peu maîtrisé, débouchant sur des pressions à la baisse sur les prix.

Pour les autorités, la clarté est donc nécessaire, surtout concernant leurs objectifs. Des considérations tactiques sur les modalités d'inflexion de la politique monétaire de la Réserve fédérale pourraient expliquer le regain d'intérêt pour un objectif d'inflation aux États-Unis. Un tel objectif a été suggéré pour le Japon également, où, pour combattre la déflation, la banque centrale a créé d'énormes liquidités bancaires, potentiellement inflationnistes. Cette approche permettrait de convaincre les marchés, en particulier obligataires, que les autorités n'ont pas l'intention de laisser l'inflation dérapier. Il n'est pas certain que la même transparence soit souhaitable en ce qui concerne le réglage futur des instruments. Si elle devait encourager les prises de position et opérations à effet de levier, et si la situation devait ensuite changer, imposant une réorientation inattendue de la politique monétaire, les dommages pourraient être substantiels.

Toutefois, le choix d'un dispositif à moyen terme, et pas seulement pour les autorités monétaires, doit se fonder avant tout sur des considérations plus stratégiques. Or, l'objectif d'inflation continue de faire débat. En sa faveur, trois éléments : clarté du ciblage, crédibilité accrue si le résultat est atteint et plus grande nécessité de rendre compte s'il ne l'est pas. Mais on peut aussi opposer qu'il n'ajoute rien à la crédibilité des banques centrales présentant un bilan sans faille dans la lutte contre l'inflation, et qu'il peut se révéler trop rigide dans un monde moderne complexe, plus exposé aux déséquilibres financiers.

En fait, un nombre croissant de banques centrales semblent estimer, face à ces déséquilibres, qu'il est parfois justifié de resserrer l'orientation monétaire, y compris lorsque les perspectives d'inflation à court terme semblent bonnes. Pour que les marchés ne considèrent pas un écart par

rapport à l'objectif visé comme le signe d'un retour à une politique discrétionnaire, voire à une plus grande tolérance à l'égard de l'inflation, il serait peut-être souhaitable, par exemple, que les banques centrales précisent à l'avance dans quelles circonstances elles accepteraient un tel écart. Pour celles qui se sont fixé un objectif d'inflation et affichent de solides antécédents en la matière, cela ne devrait pas poser de problème notable. D'ailleurs, la simple mention de ces circonstances pourrait avoir comme avantage supplémentaire de prévenir la formation d'excès financiers.

Une autre considération de moyen terme est à prendre en compte pour l'action des autorités, non seulement en matière monétaire, mais aussi budgétaire, réglementaire et structurelle : elle devrait obéir à une plus grande symétrie, agissant avec autant de vigueur durant les phases haussières que baissières du cycle conjoncturel, pour éviter que des problèmes durables s'enracinent. Pour la politique monétaire, notamment en situation de reprise doublée d'une accumulation de déséquilibres financiers, une orientation d'emblée plus stricte pourrait prévenir les pires excès et rendre ensuite moins nécessaire un assouplissement radical. Outre qu'elle diminuerait le risque d'aggravation des déséquilibres existants, une telle approche pourrait aussi éloigner le risque de voir les taux directeurs atteindre le plancher zéro. Quant à la politique budgétaire, il ressort clairement des exemples récents, en Allemagne et en France, qu'une discipline insuffisante en période faste limite la marge de manœuvre lorsque l'économie commence à ralentir. Il en est de même des conventions comptables, qui permettent de sous-évaluer les pertes attendues sur prêts en période faste, pour les relever en cas de récession, précisément lorsque les pertes se matérialisent. Concernant les réformes structurelles, l'incapacité à les mettre en œuvre en haute conjoncture fait qu'elles ne sont jamais mises en place ou qu'elles le sont quand la conjoncture est déjà incertaine, ce qui mine encore un peu plus la confiance.

À moyen terme se pose aussi la question du choix du régime de change. L'ampleur du déficit courant aux États-Unis et des excédents en Asie donne à penser que le maintien d'une parité fixe entre le renminbi et le dollar fait obstacle au processus d'ajustement mondial. Il peut en outre avoir nourri l'expansion excessive du crédit en Chine et, par conséquent, un affaiblissement du renminbi parallèlement au dollar, qui a provoqué une intensification des interventions en Asie menant à une dépréciation en termes effectifs de plusieurs monnaies de la région. Aux craintes de pertes de compétitivité et d'emplois s'est ajoutée, dans certains cas, la volonté – héritage de la crise asiatique – de constituer un matelas de réserves. Mais un autre enseignement de cet épisode doit être gardé à l'esprit : maintenir le cours de change réel à un bas niveau encourage des entrées de capitaux, qui augmentent le risque de crise.

Il serait trop facile – voire erroné – d'en conclure que la Chine puis, à leur tour, les autres économies d'Asie doivent éliminer leurs dernières restrictions sur les mouvements de capitaux et adopter un régime de change plus souple. La monnaie chinoise occupe une position centrale à cet égard. Or, les autorités du pays sont confrontées à des contraintes intérieures très particulières : les marchés financiers sont embryonnaires, le système bancaire souffre encore de

problèmes majeurs et le cadre pour une surveillance prudentielle efficace n'est toujours pas en place. En l'absence d'un contrôle adéquat des flux de capitaux, une libéralisation des changes pourrait avoir des conséquences hautement imprévisibles et, sans doute, tout aussi indésirables. Une solution, non dénuée de difficultés techniques, pourrait être de réévaluer le renminbi et de l'indexer sur un panier de monnaies. Elle ne résoudrait cependant ni les problèmes de surchauffe de l'économie en Chine ni les déséquilibres des échanges commerciaux dans le monde.

S'agissant du problème de surchauffe, il faut admettre que les autorités chinoises doivent satisfaire des exigences contradictoires avec des moyens d'action imparfaits. Sans doute préféreraient-elles recourir à des mécanismes de marché, un relèvement des taux d'intérêt par exemple, mais ce canal reste peu efficace. Inversement, nombre d'anciens instruments administratifs ou politiques permettant aux instances centrales de faire appliquer leurs décisions ont été totalement ou partiellement démantelés. Selon toute vraisemblance, les autorités continueront d'encourager le rôle du marché, en usant parallèlement de tous les pouvoirs dont elles disposent encore pour maîtriser la dépense et le crédit. L'orientation expansionniste de la politique budgétaire pourrait également être révisée, au prix d'une aggravation du chômage, déjà particulièrement préoccupant dans les zones rurales. Ce qui est clair, c'est que les autorités chinoises, après des années d'une progression régulière vers l'économie de marché, se trouvent aujourd'hui dans une situation délicate.

Quant aux déséquilibres des échanges commerciaux, voilà des années qu'ils s'accumulent, et on peut supposer qu'ils ont des causes plus profondes que de simples distorsions de change. Au cœur du problème, la trop forte épargne de l'Asie, par rapport aux possibilités d'investissements rentables dans la région, et son insuffisance en Occident (surtout aux États-Unis). Toutefois, si les remèdes semblent aussi clairs que le diagnostic, leur application est une autre affaire, au moins pour les pays créanciers. Une baisse des taux d'épargne pourrait être encouragée en Asie par des politiques de crédit plus souples visant à accroître la consommation, mais l'expérience récente de la Corée et de la Thaïlande a démontré que le processus peut aisément s'emballer. L'investissement en Asie (en dehors de la Chine), très bas depuis la crise, pourrait aussi être stimulé. Mais de telles politiques comportent des dangers, parfaitement illustrés par la situation actuelle en Chine et celle de la fin des années 80 au Japon. Il faut rappeler que le boum de l'investissement au Japon était, en partie, la conséquence indirecte de politiques expansionnistes visant à atténuer les déséquilibres commerciaux d'alors.

Cependant, le poids de l'ajustement ne devrait pas être limité aux créanciers, mais impliquer également les débiteurs. Aux États-Unis, en particulier, se pose clairement un problème de déficits jumeaux. S'il est indéniable que le déficit budgétaire doit être réduit, il est probable que ce problème en cache un autre, plus profond. En effet, le déficit des comptes courants s'est enflé dans les années 90, bien avant le renversement des comptes publics. À l'examen, le problème fondamental

semble être la tendance baissière régulière de l'épargne nette des ménages. Malheureusement, la théorie ne peut guère guider les autorités sur les moyens d'inverser en douceur cette tendance. Or, le risque serait d'assister à une réaction brutale des ménages, si leurs hypothèses actuelles de revenu et de patrimoine se révélaient d'un optimisme excessif.

Les déséquilibres extérieurs pourraient aussi être résorbés par une stimulation budgétaire dans les autres pays industrialisés, mais la conjugaison d'un endettement public déjà élevé et du vieillissement démographique limite grandement la marge de manœuvre. La dette représente une charge pour les contribuables de demain, comme le sont les prestations de retraite et de santé, les gouvernements ayant, en général, mis en place des régimes par répartition. Le danger est que les contribuables, dont le nombre ne cesse de diminuer, finissent par trouver la charge fiscale trop lourde et qu'en conséquence les pouvoirs publics soient éventuellement contraints de répudier leurs engagements, avec toutes les perturbations qui en découleraient. Le Japon et l'Europe occidentale sont les plus exposés, mais, à terme, les États-Unis, voire certaines économies émergentes, pourraient être également concernés. C'est pourquoi les efforts doivent porter avant tout sur la maîtrise de l'endettement. Même si l'on peut penser que la situation conjoncturelle ne justifie pas un durcissement dans l'immédiat, un programme d'assainissement budgétaire crédible à moyen terme est incontournable. Dans bien des pays, il conviendra d'annoncer une réduction des prestations futures, en sensibilisant au préalable l'opinion à l'arithmétique simple de la situation. Personne ne peut nier la vérité des chiffres, mais il est clair que cet exercice de persuasion sera long et difficile.

Des réformes structurelles dans les économies industrialisées permettraient également d'alléger le poids de la dette publique et privée, en augmentant le potentiel productif et les niveaux correspondants de revenu par tête. Les États-Unis, bien que sur une trajectoire de croissance plus forte, pourraient porter attention à la politique énergétique, au système de santé et à la judiciarisation des litiges. En Europe continentale, ce sont les maux habituels : réforme du marché du travail pour favoriser l'emploi, déréglementation des services et création de véritables marchés paneuropéens. Partout, mais peut-être de façon plus évidente au Japon, il sera nécessaire, face à une concurrence internationale exacerbée, de réorienter la main-d'œuvre vers la production de biens et de services n'entrant pas dans les échanges internationaux. Dans les secteurs exposés, il faudrait privilégier la valeur ajoutée, et donc développer la formation. Dans les pays où les comptes publics sont déjà tendus, trouver le financement ne sera pas chose aisée. Il serait bon, pour commencer, de tailler dans les dépenses improductives et les aides à fonds perdus.

Accroître le potentiel productif et maintenir sa pleine utilisation exigent efficacité et stabilité financières. Malheureusement, dans certains pays, la situation est loin d'être optimale : les financements sont exclusivement bancaires et les établissements n'évaluent pas suffisamment le risque. En outre, plusieurs systèmes bancaires restent grevés par un fardeau de prêts improductifs. Si le Japon, après une décennie d'espairs déçus, semble avoir quelque peu progressé dans la restructuration des banques et des

entreprises, la Chine, elle, commence à peine de s'attaquer à ses problèmes bancaires.

La recapitalisation des banques commerciales est une tâche difficile, mais un enjeu bien plus délicat est de faire en sorte que leur exploitation devienne ensuite rentable. Dans ce domaine, l'emprise de l'État joue un rôle pernicieux. Certes, le crédit dirigé aux entités bénéficiant d'un soutien public semble se raréfier, y compris dans des pays comme la Chine ou l'Inde, mais la concurrence d'établissements financiers soutenus par l'État inflige au secteur privé des dommages dont on n'a pas encore bien mesuré l'ampleur. Il faut mentionner, à cet égard, la place dominante occupée par le système d'épargne des services postaux japonais, les banques publiques allemandes ainsi que les agences paraguayennes américaines. Seule l'Europe a engagé des actions pour réduire l'intervention de l'État. Dans les pays industrialisés autant que dans les économies émergentes, les coûts et les avantages du soutien public au secteur financier doivent faire l'objet d'une évaluation rigoureuse.

Même les pays dotés d'un système financier robuste doivent s'employer à en préserver la solidité. Un facteur évident de vulnérabilité structurelle, observable presque partout, est le manque d'informations précises quant à la véritable situation des entreprises, des bailleurs de fonds, et donc de l'économie. Ces informations doivent permettre de rendre clairement compte des trois aspects suivants : situation financière courante des intervenants et de l'économie en général ; profil de risque anticipé ; incertitudes inhérentes à toutes ces estimations.

Concernant le premier aspect, la profession comptable est à l'origine d'initiatives visant à harmoniser les normes internationales de communication financière. Ces efforts doivent être menés à bien en tenant dûment compte de l'aptitude à attribuer une juste valeur aux éléments d'actif et de passif. S'agissant du deuxième, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire a davantage mis l'accent, ces dernières années, sur la publication du profil de risque des établissements ; l'aboutissement des négociations sur Bâle II et l'application du nouveau dispositif donneront une place plus importante encore à la mesure et à la gestion des risques. Au niveau macroprudentiel, le Forum sur la stabilité financière et d'autres instances ne cessent de souligner les fragilités systémiques et la nécessité de définir des indicateurs précurseurs de difficultés financières. Il convient de poursuivre activement tous ces efforts. Il faut s'intéresser, en particulier, à la mise au point de méthodes d'évaluation des fragilités systémiques résultant de chocs auxquels les établissements financiers pourraient tous réagir de façon uniforme. Sur le troisième aspect, à savoir essayer de faire comprendre les incertitudes inhérentes à toutes les mesures empiriques, très peu de progrès ont été réalisés à ce jour.

L'information requise pour gérer convenablement l'économie comporte des lacunes que nous devons nous employer à combler : la réduction des budgets alloués à la collecte et à l'analyse de statistiques indispensables pourrait bien n'être que fausse économie. À défaut d'une information complète, la prudence reste de mise. L'histoire nous a enseigné que, dans toute entreprise humaine, la conscience de nos limites constitue le meilleur rempart contre l'échec.

