

I. Introduction : un bilan jusqu'ici satisfaisant

Le 75^e anniversaire de la BRI offre l'occasion d'un retour sur une période plus longue qu'à l'accoutumée. Certes, axer le *Rapport annuel* exclusivement sur le dernier exercice comporte certains avantages, ne serait-ce que parce que les faits sont bien connus du lecteur, même peu attentif, de la presse quotidienne. Mais cette approche présente trois inconvénients. Premièrement, elle peut mésestimer les mutations structurelles de l'économie : une analyse privilégiant le court terme peut aisément passer à côté de puissants mouvements de fond. Deuxièmement, elle tend par là même à considérer les événements de façon isolée plutôt que comme la conséquence dynamique de développements bien antérieurs. Troisièmement, le manque de perspective des recommandations de politique économique pourrait bien transformer les solutions d'aujourd'hui en problèmes de demain. Tout cela montre qu'il est bon d'analyser non seulement l'état de l'économie mondiale, mais aussi les forces qui conditionnent son évolution actuelle et future.

Plusieurs grandes tendances se sont bien ancrées au cours des deux dernières décennies, certaines favorables, d'autres moins. Elles se sont globalement vérifiées plus récemment, ce qui explique le « bilan jusqu'ici satisfaisant » souvent dressé à la fois par les optimistes et les pessimistes. Les premiers ne voient pas pourquoi les tendances favorables ne se poursuivraient pas. Les seconds, retenant plutôt les déséquilibres internes et externes, perçoivent les difficultés potentielles.

La présente Introduction commence par décrire ces grandes tendances, pour ensuite avancer différentes interprétations. Les chapitres examinent les mérites respectifs des diverses hypothèses, dont l'analyse prépare la Conclusion. Les questions abordées tournent autour de deux interrogations. Quelles politiques pourraient le mieux préserver les nombreux éléments favorables du contexte économique et financier actuel ? À plus long terme, aura-t-on besoin d'un nouveau dispositif de stabilité macrofinancière pour prévenir les déséquilibres aux plans national et international ?

Il faut dire d'emblée qu'il n'y a pas de réponse simple. Les opinions peuvent logiquement diverger sur les stratégies à adopter et les arbitrages à opérer ensuite. Il ne sera donc pas facile d'arriver à un consensus international. Pourtant, un coup d'œil rétrospectif sur la longue expérience de la BRI en matière de coopération entre banques centrales, de plus en plus élargie à d'autres institutions, autorise un certain optimisme, de nombreux accords ayant déjà été obtenus dans des situations où les avis divergeaient tout autant.

Tendances économiques et financières des dernières décennies

Les deux dernières décennies ont été marquées par quatre tendances : une réduction salubre de l'inflation dans le monde, en niveau et en volatilité ; une croissance mondiale généralement vigoureuse et, elle aussi, moins irrégulière, bien que la croissance lente du Japon et de l'Allemagne au cours de la période récente constitue une exception ; une aggravation des déséquilibres extérieurs ; une évolution du crédit, des prix des actifs et de l'investissement de plus en plus marquée par de fortes hausses, souvent suivies de difficultés financières diverses.

Ces tendances se sont généralement confirmées durant le dernier exercice de la BRI. Au fil des mois, cependant, les indices d'une probable inversion se sont multipliés. Les tensions inflationnistes ont semblé s'intensifier, en dépit de signes d'un ralentissement de l'activité dans les pays industrialisés. En outre, les prix de nombreux actifs financiers ont commencé à se tasser, après être apparus de moins en moins sensibles aux données fondamentales et à la montée des incertitudes sur les perspectives économiques.

Première grande tendance, l'inflation a nettement baissé par rapport à ses sommets des années 70 dans l'ensemble des pays industrialisés. Cela a été aussi le cas dans la majorité des économies émergentes. Même parmi celles qui avaient connu une hyperinflation, en Amérique latine notamment, elle est généralement revenue au-dessous de 10 %. Il est à noter que, en Argentine et au Brésil, les effets de change liés aux fortes dépréciations récentes n'ont pas ravivé les anticipations d'inflation, contrairement à ce qui s'était presque toujours produit auparavant. Les tensions inflationnistes mondiales se sont tellement atténuées qu'un épisode de déflation a même été observé en Chine, à Hong-Kong RAS ainsi qu'au Japon, et brièvement envisagé comme une réelle possibilité aux États-Unis, en Allemagne et en Suède.

Durant l'exercice écoulé, les effets du renchérissement des produits de base, du pétrole en particulier, ont commencé à être ressentis en aval de la production dans pratiquement tous les pays. Aux États-Unis, on a également craint une hausse des prix à la consommation sous-jacents, qu'une nouvelle dépréciation du dollar pourrait même accélérer. Cependant, il est encore trop tôt pour annoncer une véritable inflexion de tendance. De fait, un grand nombre d'études empiriques montrent que les remontées de l'inflation sont nettement moins persistantes, que la transmission des effets de change aux prix s'est beaucoup atténuée et que les anticipations d'inflation sont désormais bien ancrées à de bas niveaux. À cela vient s'ajouter la considérable augmentation des capacités de production en Chine et en Inde, qui commence à se faire sentir sur les marchés. En bref, le comportement futur de l'inflation reste incertain.

Deuxième grande tendance : l'accélération de la croissance économique mondiale s'est souvent accompagnée d'une baisse de la volatilité de la production. Ce dynamisme s'explique par l'allongement des phases d'expansion dans les pays industrialisés et par une montée en puissance de nombreuses économies émergentes. La Chine, par exemple, enregistre depuis vingt ans un taux de croissance moyen de quelque 10 %, et l'Inde semble

désormais connaître un rythme particulièrement soutenu, elle aussi. La part de ces deux pays dans la croissance mondiale s'est nettement accrue. S'agissant du cycle de la production, les phases de repli ont généralement été moins fréquentes et moins marquées. Les États-Unis n'en ont connu que deux en vingt ans : une première, modérée, en 1990–91, et une seconde, encore moins sensible, en 2001–02. À l'inverse, les pays en proie à des difficultés financières ces vingt dernières années ont tous connu une décélération très prononcée au plus fort de la crise (infra). Dans le cas du Japon, de surcroît, la croissance très rapide des années 80 a fait place à une évolution beaucoup plus lente après l'éclatement de la bulle.

Les taux de croissance enregistrés sur l'année écoulée s'inscrivent dans ces tendances longues. Dans nombre de pays industrialisés, l'activité a fortement progressé, tirée par la consommation et le logement, pendant que les dépenses d'investissement ont finalement répondu à la vive augmentation des bénéfices. Le Japon, l'Allemagne et l'Italie sont restés en retrait, avec toutefois des signes positifs début 2005. Les économies émergentes ont affiché une croissance spectaculaire, qui s'est quelque peu modérée dernièrement. La Chine, qui a pourtant eu recours à des mesures administratives et aux mécanismes de marché pour freiner l'expansion, n'a connu qu'un léger ralentissement et, si certains secteurs particulièrement dynamiques ont semblé d'abord marquer le pas, ils ont ensuite connu un net rebond.

Deux tendances longues sont toutefois moins favorables. La première concerne les déséquilibres mondiaux des paiements courants. Depuis au moins quinze ans, le déficit extérieur des États-Unis ne cesse d'augmenter et, par conséquent, leur endettement extérieur, même s'il est encore relativement faible. De larges excédents sont enregistrés par diverses contreparties, notamment les économies à faible croissance que sont l'Allemagne et le Japon. L'exercice écoulé n'a pas fait exception : le déficit américain a atteint un sommet (près de 6 % du PIB), bien que le cours effectif réel du dollar se soit déprécié de plus de 20 % par rapport à son maximum de début 2002. Un déficit d'une telle ampleur est sans précédent pour un pays à monnaie de réserve.

Les préoccupations concernant les conséquences à long terme de cette accumulation de déséquilibres extérieurs ont été accentuées par une autre tendance longue. Le système financier mondial semble être de plus en plus enclin à des turbulences de tous ordres. Les crises mexicaine, asiatique et russe de la dernière décennie montrent avec quelle force les chocs peuvent se propager entre secteurs financiers libéralisés et d'un pays à l'autre. La volatilité des prix, souvent alliée à un assèchement soudain d'une liquidité auparavant abondante, comme ce fut le cas pour Long-Term Capital Management (LTCM), constitue un autre facteur d'instabilité. Plusieurs faillites retentissantes d'institutions financières de faible taille (Drexel Burnham Lambert et Barings, par exemple) ont fait prendre davantage conscience de l'ampleur des répercussions qu'entraîneraient des difficultés au sein de groupes plus complexes. Et enfin, les pertes financières pour risque opérationnel semblent se multiplier, ce qui s'explique non seulement par la plus grande complexité des systèmes financiers modernes et leur dépendance accrue à l'égard de

l'informatique, mais aussi par une gouvernance défailante (Enron, Parmalat et AIG, notamment) et par une nouvelle réalité, celle des attentats terroristes (11 septembre 2001).

Pourtant, la caractéristique majeure dans la sphère financière a été la succession de cycles expansion-contraction du crédit, des prix des actifs et de l'investissement. Dans les pays industrialisés, un premier cycle sur les marchés des actions et de l'immobilier a été observé à partir des années 70. Un deuxième a commencé au milieu des années 80, pour se terminer par un effondrement de l'immobilier quelques années plus tard. En raison de leur vulnérabilité due à des problèmes internes spécifiques, les pays nordiques, l'Allemagne et le Japon ont été les plus touchés, mais de nombreux autres pays ont connu la même « exubérance ». Il apparaît de plus en plus clairement que nous sommes aujourd'hui bien engagés dans une troisième phase d'essor, amorcée au milieu des années 90. Les cours des actions ont été les premiers à augmenter mais, après leur net repli de début 2001, la demande s'est portée sur l'immobilier. Il n'est pas exagéré de dire que, sur l'année écoulée, la surchauffe du marché immobilier a pris une dimension planétaire : la plupart des pays industrialisés en présentent les symptômes, de même que de nombreuses économies émergentes, dont la Chine et la Corée.

La phase de contraction des cycles du crédit, des prix des actifs et de l'investissement s'est presque toujours accompagnée de freins à la reprise. Les effets les plus négatifs ont surtout été liés à l'apparition de véritables crises bancaires : pays nordiques à la fin des années 80, Mexique en 1994 et économies d'Asie en 1997-98, par exemple. Le coût économique en a généralement été plus lourd quand des emprunts massifs à l'étranger ont doublé la crise bancaire d'une crise de change. Heureusement, la solidité globale du système financier apparaît s'être nettement améliorée, ces dernières années, dans la plupart des pays industrialisés, ainsi qu'en Europe orientale et en Amérique latine, où la présence des banques étrangères s'est sensiblement accrue durant la décennie écoulée. Ce n'est toutefois pas le cas partout en Asie : en Chine, la rapide expansion du crédit pourrait bien se traduire, à terme, par une remontée des prêts improductifs.

Cela étant, les vingt dernières années montrent que, même hors de toute crise financière déclarée, les établissements touchés par des pertes ont été amenés à réduire leurs prêts, et l'économie réelle en a souffert. En outre, le surendettement des entreprises et des ménages et une accumulation d'investissements non rentables semblent avoir parfois freiné l'activité. La contraction de l'investissement des entreprises en Allemagne et au Japon depuis dix ans, son atonie persistante dans la plupart des économies d'Asie (à l'exception de la Chine) depuis la crise financière qui a touché la région et la récente faiblesse de la consommation en Corée et aux Pays-Bas en sont peut-être l'illustration. Dans cette perspective de long terme, la poursuite de la tendance à un alourdissement de la dette des ménages dans nombre de pays industrialisés, surtout ceux qui affichent une croissance relativement rapide, mérite d'être surveillée. La situation financière du secteur manufacturier en Chine devrait également faire l'objet d'un suivi, à condition que les données de base soient suffisamment fiables pour le permettre.

Interprétations et perspectives

Expliquer succinctement ces grandes tendances macroéconomiques constitue un véritable défi pour l'analyste. On sait qu'elles se sont développées dans le contexte d'au moins trois mutations structurelles salutaires. Premièrement, la libéralisation mise en œuvre dans de nombreuses économies émergentes a permis le libre jeu de la concurrence, entraînant d'importants changements dans le monde industrialisé également. L'intégration de la Chine et d'autres anciens pays socialistes dans l'économie de marché mondiale est un fait sans précédent. Deuxièmement, les marchés financiers ont connu une libéralisation similaire, qui les a rendus plus efficaces et leur a donné une dimension planétaire. Troisièmement, les autorités monétaires, presque partout dans le monde, se sont appliquées à ramener l'inflation à un bas niveau, puis à l'y maintenir. On ne sait guère, en revanche, si l'interaction de ces forces structurelles a eu, ou pourrait encore avoir, des effets indésirables. Des changements aussi considérables doivent, pour le moins, susciter des interrogations sur la dynamique des économies modernes et sur les politiques à suivre. Ce dernier point sera examiné dans la Conclusion.

La modération et la stabilisation de l'inflation sont peut-être les plus faciles à expliquer. La prise de conscience de la nocivité de l'inflation élevée et volatile des années 70 a fait largement accepter l'idée que les banquiers centraux devaient la maîtriser sous ces deux aspects. Ils y sont admirablement parvenus. Et depuis, leur engagement a notablement contribué au maintien d'un bas niveau d'inflation, à de rares exceptions près. En particulier, les anticipations semblent beaucoup mieux ancrées et, partant, le processus de détermination des salaires davantage maîtrisé. Les stratégies d'objectif d'inflation ont montré une telle efficacité que les économies émergentes y recourent de façon croissante.

C'est un fait, toutefois, que les banquiers centraux ont été aidés par des forces non monétaires puissantes qui ont favorisé la désinflation, surtout ces quinze dernières années. Dans les pays industrialisés, il y a eu un mouvement constant (mais inégal) de libéralisation des marchés des biens et des services ainsi que des facteurs de production. Par ailleurs, le progrès technologique a accéléré les gains de productivité dans certains pays (aux États-Unis, surtout) et les transferts de technologies ont bénéficié à nombre d'autres. La mondialisation et la hausse massive de l'offre de biens manufacturés, particulièrement en provenance de Chine et d'autres économies en transition, font baisser les prix des biens échangés depuis près de dix ans. La mobilité internationale de la main-d'œuvre, la perméabilité des marchés du travail à la concurrence, les menaces de délocalisations vers des régions aux coûts moins élevés pèsent sur les salaires et les conditions d'emploi. Partout, la priorité est à la compression des coûts. La grande distribution, la construction automobile et tous les secteurs au service des consommateurs exercent une pression constante sur les fournisseurs mondiaux pour obtenir des conditions toujours plus avantageuses.

Dans cet environnement, il devient aussi plus facile d'expliquer la rapidité et la stabilité de la croissance. Affranchie des effets pervers de l'inflation, la

croissance tendancielle est plus élevée et son évolution moins irrégulière, car la politique monétaire ne doit plus intervenir avec force pour contrer la montée périodique des anticipations d'inflation. Le risque de provoquer involontairement une récession est ainsi nettement réduit. Cette atténuation des incertitudes explique aussi le comportement remarquablement modéré des rendements à long terme, malgré les relèvements récents du taux directeur aux États-Unis.

Autre avantage, un environnement de faible inflation permet à la politique monétaire de réagir vigoureusement dès que la croissance et l'emploi sont menacés. Ainsi, les autorités ont abaissé énergiquement les taux directeurs après le krach boursier généralisé de 1987 de même qu'après l'effondrement de l'immobilier à la fin des années 80, qui a affecté le système bancaire de nombreux pays. Le durcissement monétaire, sévère en 1994, plus atténué ensuite, leur a permis de ne pas devoir envisager de nouvelles mesures de resserrement après la crise en Asie. En 1998, alors que l'économie était encore en pleine croissance, les taux directeurs ont été abaissés après le moratoire russe et la quasi-faillite de LTCM. Après la chute des marchés financiers en 2001 et le net ralentissement de l'activité, les taux directeurs ont été, une fois encore, fortement réduits et n'ont que récemment commencé à remonter.

Il faut néanmoins souligner l'incidence cumulée de cette orientation monétaire. L'écart entre le taux directeur réel et l'estimation de croissance potentielle, pour les pays du G 3, a enregistré une baisse après le début des années 90, qui s'est accentuée vers 1999. Depuis lors, également, le rythme d'expansion du crédit et des agrégats monétaires larges dans les pays industrialisés tend à être bien supérieur au taux de croissance du revenu nominal. Aujourd'hui, les taux directeurs réels restent proches de zéro, malgré une croissance mondiale record l'an passé et des signes de tensions sur les capacités de production. Au Japon, où le taux directeur nominal est égal à zéro depuis un certain temps, la politique d'assouplissement quantitatif a porté le bilan de la banque centrale à un niveau sans précédent (28 % du PIB). De nombreuses économies émergentes ont eu recours, elles aussi, à une stratégie de détente, pour des raisons également liées à l'aggravation des déséquilibres extérieurs mondiaux.

Expliquer le creusement continu du déficit courant des États-Unis constitue une tâche plus ardue. D'aucuns soulignent qu'il résulte avant tout de la fermeté du dollar, due aux entrées de capitaux privés misant sur la poursuite d'une croissance américaine relativement rapide. Ils ajoutent que l'allègement progressif des restrictions sur les avoirs en devises a entraîné une hausse régulière de la demande de titres en dollars, émanant surtout des pays à fort taux d'épargne. D'autres, en revanche, mettent l'accent sur le repli du taux d'épargne des ménages américains, depuis une dizaine d'années, et sur la plongée dans le déficit du solde budgétaire du gouvernement fédéral, plus récemment. S'opposant aux premiers, ils observent que le déficit extérieur est de plus en plus financé par les gouvernements étrangers et non par le secteur privé. Pour contrer l'appréciation de leur monnaie, les autorités monétaires de nombreux pays sont intervenues massivement, puis ont largement placé en titres libellés en dollars les réserves ainsi constituées.

De telles stratégies ont empêché la réduction des déséquilibres extérieurs d'au moins deux façons, difficilement quantifiables toutefois : en maintenant le dollar à un cours effectif relativement élevé ; en maintenant les taux d'intérêt à long terme aux États-Unis à un niveau relativement bas, ce qui stimule la dépense intérieure. Ces tentatives d'endiguement de l'appréciation du change ont également eu pour effet d'assouplir les conditions monétaires et du crédit dans ces pays. Pour certains d'entre eux (Japon et Chine, par exemple), touchés un temps par la déflation, le résultat de ces politiques a d'abord été bien accueilli. Mais leurs implications sous forme de tensions inflationnistes domestiques et mondiales et de déséquilibres financiers commencent à retenir l'attention.

La succession d'épisodes d'instabilité financière, même après une forte réduction de l'inflation, peut aussi s'expliquer de différentes manières et appeler, peut-être, des politiques différentes. Une première possibilité est que les problèmes rencontrés jusqu'ici s'avèreront transitoires. Apprendre à vivre avec une inflation faible, un secteur financier libéralisé et les nouvelles technologies financières n'est qu'affaire de temps. En phase d'adaptation, des erreurs ont été commises, mais leur incidence et leur coût iront en diminuant. La compression notable des primes de risque sur les marchés financiers durant l'année écoulée et le repli de la volatilité, tout aussi notable, viennent étayer cette hypothèse. Certains ajoutent un argument en estimant souhaitable une plus grande volatilité financière, car elle pourrait éviter les chocs nuisibles à l'économie réelle en les répartissant, à travers le système financier moderne, sur les agents plus aptes à les absorber.

Il est possible, à l'inverse, qu'une telle instabilité se révèle durable. Les marchés financiers libéralisés, plus efficaces que les marchés réglementés, pourraient être intrinsèquement instables en raison d'une prise de risque parfois excessive dans un environnement concurrentiel. Ils paraissent, en outre, par nature procycliques : les perceptions de valeur et de risque suivent les hauts et les bas de l'économie, comme le fait l'appétence pour le risque. Les marges de crédit, les prix des actifs, les notations externes et internes ainsi que les provisions pour pertes sur prêts ont tous présenté cette caractéristique ces dernières décennies, voire depuis plus longtemps. En conséquence, des forces financières puissantes peuvent stimuler la croissance durant les phases d'expansion, mais précipiter le repli si l'optimisme initial finit par être jugé excessif.

Il n'est pas difficile d'imaginer, non plus, que cette alternance expansion-contraction soit accentuée par la souplesse des conditions monétaires. Au cœur du processus est la « quête de rendement », quand le taux nominal sans risque est très faible. La possibilité d'emprunter à très bas coût pousse à la création de crédit, aux stratégies spéculatives et à l'effet de levier – tendances de plus en plus manifestes ces dernières années. Le rapide renchérissement de tous les actifs non monétaires illiquides (obligations à long terme, instruments de transfert du risque, immobilier, etc.) et la chute de la volatilité implicite ne tiennent pas nécessairement au fait, selon l'hypothèse évoquée, que l'environnement économique comporte moins de risque. La cause pourrait simplement résider dans une tendance généralisée à « acheter

de l'illiquidité et vendre de la liquidité », étant donné sa surabondance. Cette explication pourrait sembler peu plausible après une année de resserrement de la politique américaine, mais, en réalité, les taux directeurs restent très bas, aux États-Unis comme ailleurs.

Cette divergence de vues sur les mutations structurelles du système financier est bien illustrée par les analyses du comportement des ménages. D'aucuns considèrent que leur capacité d'emprunt accrue, y compris par extraction de plus-value immobilière, est une évolution très positive. Devant le ralentissement de l'augmentation du revenu salarial dans les pays industrialisés et la faiblesse de l'investissement des entreprises hors de Chine, cet endettement a permis une forme de lissage des dépenses dans le temps, qui a contribué au maintien de la demande globale partout dans le monde. D'autres, en revanche, mettent en avant la baisse du taux d'épargne des ménages depuis dix ans dans de nombreux pays, la hausse de la part de la consommation dans le PIB et une charge au titre du service de la dette qui pourrait se révéler critique avec le retour des taux à des niveaux plus normaux. Dans un cas comme dans l'autre, si nous venons d'assister à une phase d'emprunts massifs de la part des ménages (et de certains gouvernements), la phase de remboursement est, par définition, inéluctable.

En résumé, nous disposons d'un ensemble d'explications raisonnables sur l'état actuel de l'économie mondiale. Sans nul doute, l'assouplissement des conditions de liquidité, rendu possible par une inflation bien ancrée à un bas niveau et par la libéralisation financière, a contribué à soutenir la dépense globale. Pour les perspectives, néanmoins, plusieurs hypothèses demeurent plausibles. La poursuite d'une croissance régulière non inflationniste semblerait la plus probable, étant donné les aspects positifs des mutations structurelles décrites auparavant. Elle est loin d'être garantie, cependant. D'une part, la politique monétaire expansionniste suivie jusqu'ici pourrait raviver l'inflation. D'autre part, les implications nationales et mondiales de l'alourdissement de la dette constituent la grande inconnue. Il est possible qu'on assiste à un retrait des débiteurs ou des créanciers, ou des deux. Le mouvement pourrait être renforcé par une baisse des prix des actifs ou une dévalorisation du patrimoine du secteur privé. Au contraire, la montée de l'endettement n'est peut-être qu'un aspect normal de l'approfondissement de marchés financiers devenus matures et plus variés.

Vu notre expérience limitée de l'interaction des mutations structurelles décrites ci-avant, ces perspectives moins favorables ne peuvent être exclues. Aussi, dans ce nouvel environnement, les autorités ont-elles l'importante mission de déterminer quelles stratégies pourraient limiter le coût d'éventuels dérapages. Dans le même temps, elles auront aussi la mission, non moins délicate, de consolider les acquis de ces mutations structurelles.