

## VIII. Conclusion : faire face aux risques, aujourd'hui et demain

Chacun a l'espoir que, l'an prochain à la même époque, le bilan de l'économie mondiale sera aussi satisfaisant qu'il l'est aujourd'hui. C'est ce qu'indiquent les prévisions consensuelles, tout comme celles du FMI et de l'OCDE, qui anticipent une poursuite de la croissance plus équilibrée que l'on a observée dernièrement dans les pays industrialisés et un nouveau développement de la demande intérieure dans les économies émergentes. Autre bonne nouvelle ressortant de ces prévisions : l'inflation mondiale devrait rester généralement modérée. Les marchés financiers ont apparemment partagé cet optimisme : la faiblesse des niveaux de volatilité, au moins jusque très récemment, traduirait même une certitude inhabituelle à cet égard. Par ailleurs, ils ont, semble-t-il, jugé approprié le dernier resserrement monétaire entrepris dans de nombreux pays industrialisés avancés, et plus favorable que néfaste à la croissance.

### Quels sont les risques aujourd'hui ?

Il faut espérer que les marchés ont raison de se montrer assez optimistes. Pourtant, la décision de resserrer les conditions de crédit après une aussi longue période d'accommodation monétaire pourrait contenir en soi deux erreurs d'appréciation. La première est que la hausse des taux directeurs aurait pu être plus prononcée, et engagée plus tôt. Une raison de le penser est que les tensions inflationnistes sous-jacentes sont déjà bien ancrées ; une autre, que l'orientation relativement accommodante a laissé s'accumuler de multiples « déséquilibres » financiers, qui deviennent plus menaçants avec le temps ; ces deux considérations appelleraient, sans doute, un durcissement plus résolu. La seconde erreur possible est étroitement liée à la première : les déséquilibres pourraient s'être déjà tellement amplifiés que le resserrement monétaire risquerait d'entraîner une correction brutale et d'avoir des effets contraires sur la croissance et l'emploi dans le monde ; cela plaiderait en faveur d'une orientation plus mesurée. Au vu de la grande incertitude, voire du désaccord, qui règne chez les analystes quant aux probabilités de réalisation de l'un ou l'autre scénario, la seule certitude, pour l'an prochain, est que la tâche des autorités ne sera pas simple.

Quels éléments porteraient à croire que les tensions inflationnistes seraient plus vives qu'on ne le pense actuellement ? À l'évidence, les États-Unis et le Japon, selon leurs propres autorités, utilisent pratiquement à plein leurs capacités de production ; ce type de situation est, depuis toujours, un motif de préoccupation. Aux États-Unis, le risque d'une nouvelle dépréciation substantielle du dollar pourrait, en outre, exacerber ces tensions. De plus, la croissance mondiale reste exceptionnellement soutenue, créant peut-être une

dynamique qui se révélera difficile à maîtriser. Pratiquement partout, les prix de l'immobilier résidentiel augmentent rapidement, et les cours des produits de base – pas seulement énergétiques – inscrivent des records. Les salaires dans certaines régions de Chine, et de plusieurs économies émergentes, s'orientent également à la hausse, et on observe une intensification des risques d'inflation dans l'Asie tout entière.

Là aussi, l'incertitude est grande. En se plaçant dans une perspective pessimiste, si les effets désinflationnistes généralisés induits par l'importation de biens à bas prix en provenance des économies émergentes ont été sous-estimés, une atténuation de cette influence pourrait avoir des conséquences tout aussi imprévues. De surcroît, bien des incertitudes planent sur la question de savoir si l'offre mondiale de matières premières, pétrole notamment, a atteint un « point de non-retour », ce qui voudrait dire que les prix pourraient rester à des niveaux plus hauts sur des périodes plus longues que par le passé. En se plaçant dans une perspective optimiste, il reste encore, dans les économies émergentes, de nombreuses régions à faibles coûts (le centre et l'ouest de la Chine en particulier), et la production finira par s'y installer. En outre, les progrès technologiques pourraient compenser l'amenuisement des ressources naturelles. Dans les deux cas, l'ajustement prendra du temps, toutefois. En attendant, vu le niveau de la demande mondiale, le risque serait la persistance de tensions inflationnistes. De plus, dans la mesure où les conditions antérieures lui ont été favorables, la crédibilité des banquiers centraux pourrait aussi être mise à l'épreuve. Il faudrait, cela va de soi, la défendre énergiquement.

Quels éléments donnent à penser que les « déséquilibres » pourraient remettre en question les prévisions optimistes ? Il n'est pas difficile de voir que d'importantes variables macroéconomiques se sont clairement écartées, de façon significative et durable, de leur tendance historique. Pourtant, il convient de nuancer les craintes qu'un retour à des valeurs plus « normales » soit générateur de perturbations, dans la mesure où ces écarts s'expliquent et que leur persistance se justifie. Malheureusement, les « fondamentaux » ne suffisent pas à expliquer ni l'ampleur ni la durée des conditions atypiques actuelles. L'explication, alors, pourrait tenir à l'abondance des liquidités mondiales sur une aussi longue période.

Au premier rang, peut-être, des marchés financiers dont l'évolution n'est pas entièrement attribuable à ces « fondamentaux » figure le marché obligataire des États-Unis, où les rendements longs se sont repliés malgré le relèvement des taux directeurs – la fameuse « énigme ». Récemment, le fait que les primes sur la dette souveraine des économies émergentes se sont maintenues à de très faibles niveaux alors que les taux longs se tendaient pourrait résulter de l'amélioration générale des situations intérieures. Cela étant, le net resserrement de l'écart de prime entre emprunteurs d'excellente et de moindre qualité reste un mystère. Il semble difficile, aussi, de comprendre que les cours des actions et les prix de l'immobilier résidentiel montent partout quand les perspectives de croissance intérieure diffèrent beaucoup d'un pays à l'autre. Difficile également d'expliquer l'explosion des fusions–acquisitions, en Europe particulièrement : où sont les signes tangibles

d'une soudaine amélioration des perspectives de création de valeur par la restructuration, surtout au vu du manque relatif de goût pour l'investissement ?

Et, pour finir, il est difficile de comprendre pourquoi le dollar est resté vigoureux jusque très récemment, malgré le niveau record du déficit extérieur et de l'endettement des ménages aux États-Unis. À y regarder de près, les thèses à la mode, qui invoquent une présumée « matière cachée », un « mariage de convenance » non officialisé entre débiteurs et créanciers et l'« attrait intrinsèque » d'actifs américains très rémunérateurs, ne parviennent pas à nous convaincre que les déséquilibres mondiaux sont soutenables. Alors, pour expliquer cette bonne tenue du dollar, il faut à nouveau recourir aux différentiels de taux à court terme et, en particulier, à la faiblesse persistante de ces taux hors des États-Unis. Une fois encore, les conditions monétaires aident à résoudre le mystère.

Compte tenu de la complexité de la situation et des limites de nos connaissances, il est extrêmement difficile de formuler des prévisions. D'un côté, on peut facilement faire valoir – c'est d'ailleurs le consensus – que le dénouement le plus probable reste un rééquilibrage ordonné. Prenons, par exemple, les soldes des transactions courantes : en principe, si le dollar se dépréciait, entraînant une expansion de la demande étrangère de biens produits aux États-Unis, les taux d'intérêt américains pourraient s'orienter à la hausse afin de tempérer la demande intérieure juste assez pour éviter une montée soit du chômage, soit de l'inflation. Si, parallèlement, la demande augmentait juste assez vite ailleurs pour prendre le relais de la demande américaine, cela n'aurait également aucune conséquence négative pour la croissance et l'inflation mondiales. D'un autre côté, on voit bien quelles forces seraient susceptibles de contrarier les divers processus de rééquilibrage. Certaines pourraient déclencher un choc violent sur les marchés, d'autres une longue période d'atonie économique ; à défaut de l'ajustement ordonné attendu, un scénario intermédiaire serait tout à fait concevable.

L'argumentation de ceux qui craignent le scénario du choc violent repose nécessairement sur deux éléments : des raisons profondes de croire à un emballement des prix sur les différents marchés et un facteur déclenchant. Des deux côtés, ils n'ont, hélas, que l'embarras du choix. Le déclencheur pourrait être un resserrement monétaire généralisé. Si le processus a effectivement commencé – sans incident –, on peut se demander si un durcissement synchronisé n'appartient pas, à ce stade, autant au domaine des perspectives qu'à celui de la réalité. Ce pourrait être aussi l'adoption de nouvelles lois protectionnistes, visant la Chine ou les pays exportateurs de pétrole du Moyen-Orient. Or, comme il s'agit actuellement des plus gros acquéreurs de titres de dette en dollars, cela pourrait bien compromettre le financement sans heurts du déficit courant américain. Ce pourrait être encore la faillite soudaine ou la mise sous administration judiciaire d'une société ayant une importante surface financière. Sans oublier que les crises financières des dernières décennies ont, le plus souvent, eu pour origine un événement presque entièrement inattendu.

Il y a, de plus, de nombreuses raisons, spécifiques à chaque marché, de redouter certaines turbulences si un processus de retour des prix à la normale

venait à s'amorcer. Sur les marchés financiers des grands pays industrialisés sont arrivés beaucoup de nouveaux intervenants et de nouveaux produits, d'une complexité et d'une opacité croissantes. Il reste donc encore à éprouver la liquidité de ces marchés dans un tel environnement. La multiplication des opérations spéculatives de *carry trade*, ces dernières années, laisse entrevoir un possible dénouement simultané de positions qui pourrait, dans des circonstances extrêmes, conduire à une détérioration cumulative des risques de marché, de crédit et de liquidité. Nous avons déjà observé pareille interaction à maintes reprises. Des problèmes semblables risquent aussi de naître dans les économies émergentes et pourraient même s'être déjà manifestés, vu l'ampleur des entrées de capitaux enregistrées sur la période examinée.

Sur les principaux marchés des changes aussi, il y a lieu de penser que les variations de cours pourraient être amples, voire désordonnées. Il faut dire d'emblée que l'ajustement commercial qui les sous-tendrait pourrait prendre du temps. Rien qu'un retour du déficit courant américain à 3 % du PIB pourrait exiger le transfert de millions d'emplois du secteur des biens non échangeables vers celui des biens échangeables. Cela ne se fera pas en un jour. De plus, avec des importations équivalant à une fois et demie les exportations et une croissance généralement bien plus rapide qu'ailleurs, les États-Unis devront renforcer beaucoup leur compétitivité pour améliorer leur solde courant. Le fait que les entreprises exportant vers les États-Unis sont parvenues à comprimer leurs coûts face à la dépréciation antérieure du dollar, préservant ainsi leurs marges et limitant la hausse de leurs prix de vente, pourrait, si la tendance se poursuit, constituer un obstacle supplémentaire à l'ajustement du compte courant des États-Unis. Il va de soi que plus l'ajustement est retardé, plus l'endettement extérieur s'alourdit et, avec lui, la charge future du service de la dette. De fait, si le solde des revenus d'investissements a été favorable aux États-Unis jusqu'à une date très récente, un calcul simple laisse entrevoir une dégradation substantielle à l'avenir.

Les acheteurs privés et publics de titres de dette en dollars risquent, un jour ou l'autre, de perdre patience. C'est le secteur privé hors États-Unis qui détient l'essentiel de la dette américaine libellée en dollars, et des opérations de couverture, fussent-elles de faible envergure, pourraient avoir de vastes répercussions sur les changes. Les détenteurs du secteur public devraient, selon toute vraisemblance, conserver leurs portefeuilles ; pourtant, là encore, on décèle des sources potentielles de tensions. Pour les gros détenteurs de réserves, une dépréciation du dollar, même légère, pourrait entraîner de lourdes pertes, susceptibles de poser un problème politique assez délicat. En outre, l'accumulation de réserves est de plus en plus le fait des pays exportateurs d'énergie, où de pures considérations de risque/rendement peuvent peser davantage dans les décisions d'investissement. Il paraît aussi assez probable que le comportement des investisseurs du secteur officiel aurait un effet amplificateur sur celui des investisseurs du secteur privé.

Tout cela montre que des marchés où les prix reflètent l'hypothèse du « marché parfait » pourraient néanmoins fort bien se réorienter vers des niveaux plus normaux. De surcroît, compte tenu des interrelations, internes et internationales, il est assez probable que de vives tensions dans un

compartiment se transmettraient à d'autres. Envisageons, par exemple, un brusque repli du dollar. Il pourrait, dans le contexte actuel, entraîner une augmentation de la prime de risque sur les actifs libellés dans cette monnaie. Il s'ensuivrait vraisemblablement une hausse des taux d'intérêt à long terme qui, à son tour, se répercuterait sur d'autres marchés, dont l'immobilier résidentiel. Second exemple, le coût, aujourd'hui relativement faible, de la protection contre la volatilité de marché pourrait s'accroître à l'apparition de tensions sur certains segments, et ce renchérissement se propagerait à la quasi-totalité des marchés.

Nombre d'observateurs contesteraient sans nul doute la perspective d'un effondrement soudain des marchés, mais il reste à envisager le scénario d'une correction graduelle des déséquilibres décrits plus haut, qui pèserait durablement sur la demande mondiale. En premier lieu, une remontée de l'épargne des ménages – actuellement au plus bas dans bien des pays – est tout à fait envisageable, aux États-Unis surtout. Elle pourrait correspondre à une réaction spontanée de précaution face à un alourdissement de la dette ou aux craintes de la génération du *baby-boom* de ne pas percevoir l'intégralité de leurs indemnités de retraite (publique ou privée). Elle pourrait aussi constituer une réponse à une augmentation des taux d'intérêt, à des tensions sur les marchés ou aux incertitudes relatives à la valeur future des patrimoines. L'envol généralisé des prix de l'immobilier résidentiel – et son effet de richesse, qui semble avoir encore stimulé la demande – rend une telle issue plus plausible. Il faut toutefois souligner que, si on l'envisage à l'échelle d'un pays tout entier, cette « richesse » générée par le renchérissement de l'immobilier résidentiel est en fait très largement illusoire : il s'agit d'une modification des prix relatifs ; les avantages dont bénéficient les uns sont, dans l'ensemble, annulés par les coûts assumés par les autres. Quand ces derniers réagiront, ce qui finira par arriver, les économies en pâtiront.

D'autres types de déséquilibres pourraient causer des perturbations analogues. En Chine, le principal sujet de préoccupation est assurément que la mauvaise allocation des capitaux se traduira, à terme, par une baisse des bénéfices, laquelle se répercutera sur le système bancaire, les finances publiques et, plus généralement, les perspectives de croissance. Ce serait l'aboutissement classique, comme on l'a vu au Japon, d'une longue phase d'expansion alimentée par le crédit. Un tel dénouement pourrait avoir, pour les pays industrialisés, des conséquences plus graves qu'on ne l'imagine aujourd'hui. En ce cas, la formidable capacité manufacturière chinoise, qui ne cesse de se développer, se tournerait encore davantage vers l'exportation. Si, au même moment, d'autres pays décidaient d'un repli sur soi, les conséquences – économiques, politiques et sociales – constitueraient un énorme défi pour les secteurs public et privé.

Nous ne sommes certes pas confrontés à cette situation ; il est peu probable que de tels problèmes surviennent et les prévisions consensuelles restent les plus plausibles. Il n'en demeure pas moins que, si les menaces se concrétisaient, les coûts économiques en seraient élevés. Cela justifie qu'on réfléchisse aux meilleures ripostes des autorités. Réfléchir n'est pas prédire. C'est s'exercer à la prudence : il n'y a rien de contradictoire à rester confiant

en l'avenir tout en se préparant au pire, surtout lorsque les coûts de l'imprévu risquent fort d'être élevés.

### Comment réduire les risques actuels ?

Nous devons faire face aujourd'hui non seulement aux incertitudes habituelles sur la manière de contrer des tensions inflationnistes naissantes, mais aussi aux préoccupations que suscitent divers déséquilibres financiers, tant intérieurs qu'extérieurs. Ces déséquilibres sont le sous-produit d'une dizaine d'années de forte expansion de l'offre mondiale, d'apathie de la demande intérieure dans les grandes économies autres que les États-Unis et d'une trop grande confiance dans les politiques monétaires accommodantes pour résorber les écarts de production. Il est primordial de comprendre comment nous en sommes arrivés là, avant de décider de la stratégie à suivre pour réduire les risques actuels.

L'essor de l'offre est largement attribuable à l'ouverture d'économies auparavant fermées, favorisée par les progrès des communications et les avancées technologiques partout dans le monde. À cela se sont ajoutés des gains de productivité continus (aux États-Unis en particulier). Le processus de déréglementation des marchés des biens et des facteurs de production, dans les pays industrialisés, a aussi contribué aux chocs d'offre positifs de la dernière décennie.

Concernant l'apathie de la demande, on observe, en Asie, des taux d'épargne élevés typiques des populations confrontées aux énormes incertitudes causées par des mutations structurelles, mais également une inertie de la demande, qui tarde à suivre les revenus en forte hausse. Les gouvernements des pays exportateurs de matières premières (pétrole notamment) connaissent, eux aussi, ce problème. Dans le monde industrialisé, on note deux déficiences structurelles. La première tient à ce que l'Allemagne et le Japon ne sont toujours pas parvenus à se remettre pleinement des tensions nées, pour l'une, de la réunification et, pour l'autre, de la bulle financière. Ces pays ne se sont pas attaqués avec suffisamment de détermination et de rapidité au problème des mutations structurelles. La seconde déficience a trait à l'incapacité, déjà ancienne et quasi générale, de la politique budgétaire à surmonter les problèmes résultant des excès des années 70 et du début des années 80. La politique budgétaire des pays industrialisés, Japon excepté, s'est retrouvée avec une faible marge de manœuvre en phase de repli conjoncturel ; et aujourd'hui le Japon est, à son tour, concerné. Dans de nombreux cas, surtout en Europe, cette déficience aurait pu être surmontée depuis longtemps par une plus grande rigueur budgétaire durant les années de croissance soutenue.

Dans ce contexte, la politique monétaire a dû non seulement répondre à l'insuffisance persistante de la demande, mais également faire face aux crises qui naissent périodiquement des turbulences dans le système financier. À ce jour, elle s'est remarquablement bien acquittée de cette tâche, parvenant à maintenir la croissance et à contenir l'inflation. Avec le temps, toutefois, des effets indésirables sont devenus de plus en plus visibles. Chaque fois que des

chocs ont menacé la croissance, un abaissement des taux d'intérêt a réussi à stimuler la demande, mais en encourageant toujours un peu plus l'endettement, des entreprises d'abord, et aujourd'hui aussi des ménages. Les progrès de la libéralisation des systèmes financiers ont renforcé ce mécanisme de transmission, permettant aux pays les plus en avance dans le domaine financier de développer parallèlement un important déficit courant. De fait, l'application d'une politique monétaire anticyclique, chaque fois qu'elle a eu l'effet escompté, a accru les risques liés au resserrement suivant et diminué les chances de réussite de l'assouplissement ultérieur.

Comment peut-on encore, à ce stade, réduire les risques dans cette phase d'expansion économique qui se prolonge ? Premier point, le plus évident : il faut, partout, conforter les politiques monétaires si l'on veut éviter des mouvements déstabilisateurs des taux d'intérêt et des cours de change. Il faut, en particulier, leur associer ce qui leur a le plus fait défaut par le passé : le soutien de la politique budgétaire et de réformes structurelles.

D'une façon générale, la politique budgétaire devrait être assainie, tant dans les pays industrialisés que dans le monde émergent, ce qui aura notamment pour effet de restaurer la marge de manœuvre. Cela est particulièrement nécessaire aux États-Unis et dans les autres pays affichant un lourd déficit des finances publiques et des transactions courantes. L'adoption d'un programme de discipline budgétaire crédible pour le moyen terme montrerait, en outre, aux créanciers étrangers que leurs intérêts sont préservés sur la durée. Indirectement, cela apporterait aussi un soutien utile à un processus d'ajustement ordonné du dollar.

Du côté des réformes structurelles, vu l'ampleur des déséquilibres des échanges commerciaux dans le monde, il semblerait hautement souhaitable de favoriser un transfert de ressources entre le secteur des biens non échangeables et celui des biens échangeables. Cela rendrait moins nécessaires d'importantes corrections, potentiellement déstabilisatrices, du cours de change nominal. Aux États-Unis, il ne sera pas si facile de redynamiser le secteur des biens échangeables, car, pour certains produits, le tissu industriel a largement disparu. Néanmoins, la flexibilité notoire de l'économie américaine permet d'être optimiste. En outre, les aides fiscales pourraient être diminuées de manière à freiner l'expansion de l'immobilier résidentiel, type même de bien non échangeable ; une taxe à la consommation, sous une forme ou une autre, pourrait, de plus, faciliter le relèvement du taux d'épargne des ménages, clé du problème du déficit courant. Ailleurs, il convient de mettre en place des incitations à la consommation et à la production de biens non échangeables. Dans de nombreux pays – Chine surtout, mais aussi Allemagne et Japon –, la croissance reste trop dépendante des exportations. Il faut repenser les réglementations et autres systèmes d'incitations qui favorisent cette tendance, en particulier au moment où le vieillissement rapide de la population impose à ces trois pays d'augmenter la productivité dans le secteur des services domestiques.

Dans la situation actuelle, il conviendrait que, partout, la politique monétaire aille dans le sens d'un resserrement, pour contrer à la fois la montée des tensions inflationnistes à court terme et la menace que

représentent les déséquilibres pour la soutenabilité de la croissance à long terme. Cela dit, les pays sont soumis à un degré variable de tensions dans ces deux domaines. Ainsi, en Europe continentale, les capacités excédentaires restent plus élevées, et les déséquilibres financiers, moins patents qu'aux États-Unis et dans plusieurs pays industrialisés à objectif d'inflation, où le degré de resserrement plus prononcé semble donc approprié. Les positions extérieures conduisent à la même conclusion : les pays enregistrant un déficit extérieur doivent faire baisser la demande intérieure, et la hausse des taux d'intérêt est un moyen d'y parvenir.

La recommandation générale étant faite, il reste à préciser les modalités du resserrement monétaire, ce qui n'est pas chose aisée. L'une des principales difficultés réside dans le choix de la mesure d'inflation permettant d'évaluer la tendance sous-jacente ; sur ce point, les avis diffèrent beaucoup. Dans les pays industrialisés, le problème tient surtout à une modification ample et durable des prix relatifs : forte hausse pour l'immobilier résidentiel et l'énergie, et modération pour les biens manufacturés. Les autorités devraient-elles juger que l'inflation affichée finira par redescendre au niveau de l'inflation sous-jacente, ou que l'inverse se produira ? Les économies émergentes sont confrontées à des difficultés similaires, aggravées par l'importance d'une autre composante volatile de l'indice des prix : les denrées alimentaires. Dans ces conditions, peut-être les autorités devraient-elles éviter de trop prêter attention aux objectifs quantitatifs à court terme, pour s'intéresser davantage aux tendances de long terme.

Une autre complication provient de l'évolution des indicateurs dont se servent les banques centrales pour régler les taux d'intérêt. Avec l'essor de la mondialisation, les mesures de la sous-utilisation des capacités au niveau mondial serviront sans doute de plus en plus à compléter les estimations nationales classiques des tensions inflationnistes. Parallèlement, il convient de porter une attention accrue à l'évaluation des déséquilibres financiers, étant donné les préoccupations grandissantes quant à leurs effets sur la croissance et l'inflation. En outre, il est de plus en plus couramment admis que les processus économiques pourraient comporter des caractéristiques non linéaires : les anticipations d'inflation, même bien ancrées, pourraient décrocher ; des déséquilibres, en apparence anodins, pourraient entraîner un repli soudain sur les marchés financiers, etc. Enfin, dans le contexte de la mondialisation, il faut tenir davantage compte des politiques mises en œuvre ailleurs. Si les grands pays industrialisés devaient appliquer simultanément un durcissement monétaire marqué, il pourrait en résulter un effet désinflationniste global beaucoup plus important que la somme de ses composantes. Ainsi, bien qu'il semble souhaitable quasiment partout, le resserrement devra être mené avec prudence et mesure.

Dans la plupart des pays, la conduite de la politique monétaire sera aussi influencée, en partie, par le problème des déséquilibres extérieurs et son incidence ultime sur les cours de change. Une préoccupation récurrente est celle d'une correction désordonnée, surtout pour les marchés des principales monnaies, où est conclu le gros des transactions. Le risque en serait réduit si la charge de l'ajustement à la hausse était répartie en fonction de l'ampleur de

l'excédent courant. Autrement dit, les monnaies d'Asie doivent s'apprécier davantage. Fort heureusement, les banques centrales de la région semblent l'avoir reconnu : nombre d'entre elles ont, d'ores et déjà, limité leurs interventions. Seule exception, la Chine, qui a accumulé plus de \$200 milliards de réserves en 2005. Dans ce pays, comme ailleurs en Asie, une plus grande souplesse du change pourrait, en outre, élargir la marge de manœuvre pour le resserrement monétaire. Cela serait salubre, étant donné le risque général de surchauffe domestique et, pour la Chine, les craintes liées à la mauvaise allocation des capitaux.

Au vu des politiques mises en place, ou dont on a tout lieu de croire qu'elles le seront, il serait manifestement erroné de penser que les risques concernant l'ajustement extérieur ont bien été éliminés. Nombre des principaux protagonistes privilégient encore presque exclusivement la dimension intérieure – économique pour certains, politique pour d'autres –, et une nouvelle aggravation des déséquilibres extérieurs est donc à prévoir. Une solution concertée serait tout indiquée dans ce contexte, chacun des grands pays consentant des compromis au plan intérieur, pour le bien commun, en échange de concessions semblables. Les stratégies requises ne sont pas difficiles à définir, pour la plupart, et ont déjà été évoquées plus haut.

Le vrai problème est celui de la mise en œuvre. Comme préalable, il conviendrait que tous les grands pays reconnaissent que le coût ultime de l'inaction dépasserait sans doute de beaucoup celui de la coopération. Ainsi, une forte dépréciation du dollar pourrait raviver l'inflation aux États-Unis et, dans les pays créanciers d'Europe et d'Asie, menacer la situation financière et les perspectives de croissance. Elle pourrait, en outre, accentuer les tendances protectionnistes néfastes apparues dans le monde. La simple reconnaissance de ces risques devrait favoriser une concertation qui, avec un peu de chance, pourrait suffire à éviter les écueils qui se profilent à l'horizon.

### Que faire si les risques se matérialisent ?

Il est impossible de dire où et quand pourraient se matérialiser les risques implicites dans les déséquilibres actuels. Néanmoins, deux scénarios, déjà évoqués, paraissent envisageables : un choc violent sur les marchés financiers internationaux ou une période prolongée d'atonie économique durant la correction graduelle des déséquilibres. En réalité, le dénouement des tensions pourrait associer ces deux scénarios.

Imaginons que se produise un événement particulier de nature à déstabiliser les marchés financiers. Comment se préparer à faire face à une telle éventualité ? Il faudrait tout d'abord, au plan national, s'assurer du bon fonctionnement des circuits de communication entre les principaux établissements financiers, leurs superviseurs, la banque centrale et les opérateurs des composantes d'importance systémique de l'infrastructure financière. Il faudrait ensuite veiller à ce qu'il existe une semblable ouverture au niveau international. Les discussions actuelles, entre régulateurs de différents pays, sur la répartition précise des responsabilités entre pays d'accueil et pays d'origine font avancer le dialogue, de même que divers

protocoles d'entente sur les modalités pratiques. Des exercices de simulation de crises internationales nécessitant une intervention des pouvoirs publics ont déjà été organisés par plusieurs instances de coopération en Europe et ont permis de tirer de précieux enseignements. À l'échelle mondiale, le Forum sur la stabilité financière, qui rassemble les banquiers centraux, les régulateurs et les responsables des ministères des Finances d'un bon nombre de grandes économies ainsi que les représentants d'institutions financières internationales et de comités spécialisés, a déjà apporté une contribution significative à la prévention des crises. Sans doute pourrait-il aussi jouer un rôle utile dans leur gestion et leur résolution.

De nombreuses améliorations restent toutefois possibles et souhaitables. Les législations nationales qui entravent l'échange rapide d'informations entre pays restent un obstacle important à la gestion de crise. L'absence d'accord international de partage des tâches en cas de turbulences l'est peut-être plus encore. Que ce soient l'assurance des dépôts, les mécanismes d'octroi de liquidités d'urgence ou la restructuration d'une banque internationale, les coûts ultimes pourraient être substantiels. Sans accord préalable sur la répartition de tels coûts, la gestion de crise pourrait aisément perdre de son efficacité si les autorités nationales accordent la priorité à ce qu'elles considèrent être l'intérêt du pays.

En principe, on pourrait également évaluer à l'avance l'aptitude des établissements financiers à faire front. La simulation de crise est désormais pratiquée par la quasi-totalité des sociétés financières, ce dont on peut se féliciter. Pourtant, cet exercice repose sur des hypothèses simplificatrices qui, forcément, ne rendent pas intégralement compte de la complexité du monde réel. Les établissements financiers ne devraient pas perdre de vue ces imperfections au moment où ils élaborent leur dispositif de riposte en cas de difficultés et où ils vérifient l'adéquation de leurs fonds propres. Il importerait surtout qu'ils envisagent les conséquences, sur la dynamique de marché, d'une réaction identique de tout le secteur financier à un choc donné, réaction peut-être même recommandée par les régulateurs, et qu'ils en tirent les conséquences. Les régulateurs pourraient, eux aussi, réfléchir à cette éventualité. Pour le moins, les établissements devraient partager les résultats de ces évaluations avec leurs contreparties et leurs régulateurs.

Ces exercices de préparation à la crise compléteraient les divers autres dispositifs mis en place au fil des ans pour renforcer en profondeur la solidité des établissements financiers, des marchés et des systèmes de paiement et de règlement. Une suggestion récente mérite, par ailleurs, qu'on s'y intéresse de plus près : la possibilité de créer des « banques de secours » en anticipation des difficultés. Il s'agirait de constituer une personne morale capable d'assumer très vite les fonctions vitales d'un établissement défaillant et d'atténuer ainsi les réactions en chaîne provoquées par sa fermeture. Ce serait une autre façon de limiter le degré de tolérance des autorités prudentielles, qui a souvent posé problème dans le passé.

Que pourrait faire la politique monétaire une fois la crise déclarée ? La riposte classique consiste à fournir des liquidités à des établissements ciblés. Cela soulève toutefois certaines questions dans un monde en mutation rapide.

Premièrement, quels acteurs faudrait-il soutenir dans un système financier toujours plus axé sur le marché : les banques nationales seulement, ou aussi les banques étrangères, les établissements réglementés, les structures de titrisation, ou d'autres encore ? Deuxièmement, quelles sûretés seraient éligibles : la banque centrale est-elle en droit d'accepter des titres étrangers ou dont la valeur peut chuter en période de crise ? Troisièmement, faudrait-il convenir au préalable d'un ensemble de critères d'octroi ? Il n'y a pas si longtemps, il était d'usage de parler d'une nécessaire « ambiguïté constructive » pour éviter le risque subjectif, mais les banquiers centraux raisonnent désormais de plus en plus en termes de « clarté constructive ». Il s'agit d'encourager les banques elles-mêmes à faire tout leur possible pour assurer leur solidité, si elles souhaitent pouvoir compter sur le soutien des autorités en dernier recours.

Dans un monde dominé par les forces de marché, il est plus probable que, en cas de grave incident financier, les autorités décident de généraliser les injections de liquidités et d'abaisser les taux d'intérêt. C'est d'ailleurs ce qu'elles ont fait à plusieurs reprises dans le passé récent. Mais une différence de degré dans leur action, d'un pays à l'autre, pourrait entraîner des variations de change indésirables. Améliorer la communication entre banques centrales, notamment sur leur stratégie face aux chocs, fournirait, en l'occurrence, une partie de la solution. Une autre série de problèmes peut surgir lorsque les taux d'intérêt ont été maintenus à un bas niveau sur une longue période, bien au-delà de la durée nécessaire pour un retour à la normale sur les marchés. Ces questions relèvent plutôt du deuxième scénario, celui d'une phase prolongée d'atonie de l'activité mondiale, conjuguée, éventuellement mais pas nécessairement, à des difficultés majeures au sein du système financier.

Quelle serait la riposte appropriée aux menaces pesant sur les perspectives de croissance ? L'expérience révèle quatre facteurs dont l'interaction peut avoir des effets vraiment néfastes. Premièrement, les taux d'intérêt réels peuvent rester trop élevés pour permettre une reprise économique, surtout si les taux nominaux touchent le seuil du taux zéro et si les prix diminuent. Deuxièmement, les salaires réels peuvent augmenter et les bénéfiques se contracter, tout particulièrement si les salaires nominaux sont rigides à la baisse et si les prix reculent. Troisièmement, un haut niveau d'endettement peut imposer un lourd service de la dette et peser sur la demande. Quatrièmement, l'atonie de l'économie réelle peut rejaillir sur le système financier, avec pour effet de restreindre le crédit et de freiner encore la demande. Dans ces conditions, comment utiliser la politique monétaire pour s'opposer à chacune de ces évolutions, sachant que toute recommandation présentera des avantages et des inconvénients ?

En cas de repli conjoncturel, il semblerait tout à fait logique d'abaisser les taux d'intérêt pour stimuler la demande globale. Toutefois, vu les niveaux élevés d'endettement accumulés durant la phase antérieure d'accommodation, le plein succès de cette orientation n'est pas garanti. Au Japon, une détente monétaire et budgétaire sans précédent n'a pas suffi à faire repartir l'économie dans les années 90. Aux États-Unis, malgré un assouplissement d'une ampleur tout aussi inégalée après 2001, la reprise a été

l'une des plus modestes de l'après-guerre, surtout en termes d'investissement fixe et d'emploi.

Il faut aussi reconnaître que des taux d'intérêt nominaux très bas peuvent avoir d'importantes répercussions négatives, surtout sur l'offre globale. Après une période de hausse excessive de la demande, de faibles coûts de financement peuvent permettre à des entreprises moribondes de reconduire leur dette à échéance et de survivre (comme au Japon) au détriment des entreprises saines. Ils peuvent également stimuler les fusions-acquisitions, même si les données historiques montrent que celles-ci ont davantage tendance à détruire de la valeur qu'à en créer. Le bas niveau des taux opère, en outre, un transfert de richesse des créanciers vers les débiteurs, ce qui, en érodant l'épargne et la formation de capital, finit par menacer l'élévation du niveau de vie. Et il ne faut pas négliger ses effets négatifs sur les marchés financiers. La quête de rendement peut entraîner de graves distorsions et accroître le risque d'instabilité, car les investisseurs acquièrent des actifs par nature plus risqués et ont, pour ce faire, recours à un effet de levier accru. Par ailleurs, la stratégie de sortie d'une telle politique n'est pas facile à définir. C'est à ce genre de difficultés que nous sommes confrontés aujourd'hui, et elles iront en s'aggravant au cours du prochain cycle si l'endettement s'alourdit encore.

De telles considérations montrent que, en cas d'atonie prolongée de l'activité mondiale, il conviendrait de compléter la politique de soutien monétaire et budgétaire par des mesures de nature plus structurelle. Sachant que les entreprises ont besoin d'une rentabilité durable pour relancer l'investissement, une stratégie consistant à contenir les salaires et à accroître la productivité présente quelque attrait. Elle comporte aussi plusieurs désavantages. Premièrement, comme pour l'assouplissement monétaire, son succès n'est pas garanti. Au Japon, les salaires ont très peu augmenté pendant des années, mais l'investissement n'est parvenu à se redresser que tout récemment. Deuxièmement, baisser les rémunérations et réduire les effectifs aboutit, dans un premier temps, à une contraction de la masse salariale, et donc à une diminution des revenus et de la demande des ménages. Au Japon, ces effets ont été atténués par une chute du taux d'épargne des ménages, mais ce ne pourrait guère être le cas là où ce taux est déjà très bas (aux États-Unis, par exemple).

Une riposte consistant à s'attaquer directement à l'excès d'endettement peut aussi contribuer à éviter les problèmes de long terme. De fait, la tendance à la titrisation des créances comme les nouveaux instruments de transfert du risque de crédit pourraient déjà être à l'origine d'une multiplication des faillites d'entreprises, alors que les relations personnalisées de l'emprunteur avec sa banque sont plus propices à des « réaménagements ordonnés ». Il conviendrait d'effectuer un diagnostic précoce de l'insolvabilité effective d'un débiteur et d'y apporter une solution rapide. Ce serait une façon d'éliminer une bonne part d'incertitude dans le système. En outre, mettre en place des processus garantissant la maximisation de la valeur des autres actifs présente un grand attrait. Si, ce faisant, les capacités de production pouvaient être réduites dans des secteurs où les bénéfices sont tombés très bas, cela aiderait à résorber les déséquilibres accumulés du côté de l'offre.

Comme pour les autres ripostes déjà examinées, une réduction explicite de l'endettement présente également certains inconvénients. Le premier et le plus évident est le risque d'aléa moral, mais la législation sur les faillites peut être conçue de façon à le limiter. Le deuxième est que, s'il est reconnu rapidement et explicitement que le débiteur ne peut assurer le service de sa dette, le système bancaire pourrait en souffrir. Dans les circonstances actuelles, avec une dette aussi largement titrisée dans les pays industrialisés, cela ne devrait pas constituer un problème majeur. Cependant, les prêts hypothécaires et les crédits à la consommation pourraient encore constituer une source de perturbations. Par ailleurs, dans les économies émergentes, un allègement généralisé de la dette ou des mises en règlement judiciaire pourraient menacer la solvabilité de certains établissements financiers, voire la viabilité du système bancaire tout entier.

Si l'on relève ce défi, alors les perspectives deviennent favorables. Dans la mesure où le système bancaire assume les pertes, et les reconnaît explicitement comme telles, les coûts des excès antérieurs sont pris en compte, et leur traitement s'en trouve facilité. Il est possible, en particulier, de recapitaliser le système bancaire et de faire en sorte que les établissements deviennent ensuite rentables. Un système dont la solidité serait ainsi rétablie pourrait jouer pleinement son rôle dans le financement d'une reprise de l'expansion. L'expérience des pays nordiques, confrontés à une telle situation à la fin des années 80, montre ce qui peut être réalisé, à condition que la volonté politique existe.

### Pouvons-nous prévenir pareils risques à l'avenir ?

Personne aujourd'hui ne remettrait en cause les substantiels avantages économiques qu'a procurés la réduction de l'inflation, après les sommets des années 70. Pourtant, à mesure que le temps passe, il est aisé d'oublier combien cette tâche paraissait difficile à l'époque. Dans les années 60 et 70, les autorités estimaient généralement que les répercussions sur l'emploi d'une baisse de l'inflation seraient à la fois graves et durables, et qu'elles en annuleraient complètement les avantages. Elles se trompaient. Des analyses novatrices ont ensuite souligné le rôle des anticipations d'inflation et montré comment une politique monétaire crédible pouvait les modérer et les maintenir à un faible niveau, pour un coût bien inférieur à ce qu'on avait d'abord imaginé. Les excellents résultats économiques des pays industrialisés, ces vingt ou trente dernières années, confirment le discernement de ceux qui ont décidé de mettre en pratique les résultats de ces analyses.

Toutefois, prétendre qu'un environnement de faible inflation suffit à conjurer tous les problèmes macroéconomiques serait nier la réalité historique. Ces dernières décennies, nous avons observé toutes sortes de perturbations, en partie liées à la levée des contraintes dans des économies en situation de répression financière. Prenons, par exemple, la crise financière mexicaine de 1994, la crise asiatique de 1997, le moratoire russe et la faillite de LTCM en 1998, ainsi que le krach boursier de 2001. Aucun de ces épisodes n'a été précédé par un niveau significatif d'inflation. Remontons plus loin dans

le passé : ni les États-Unis durant les années 20, ni le Japon dans les années 80 ne présentaient de vives tensions inflationnistes. De toute évidence, une faible inflation, certes très bénéfique, n'a pas toujours suffi à garantir de bons résultats économiques.

Dans le même ordre d'idées, il est manifeste, depuis quelque temps, qu'une chute des prix n'a pas systématiquement de graves répercussions macroéconomiques. Tout dépend de son origine. Ces dernières années, la hausse de la productivité et l'intensification de la concurrence mondiale ont émoussé le pouvoir de marché des entreprises, mais la part des profits s'est malgré tout renforcée. Ce constat est corroboré par des travaux historiques qui révèlent maintes périodes de coexistence harmonieuse entre déflation et croissance vive. Ces études montrent d'ailleurs que la grande dépression aux États-Unis est restée un épisode unique.

Toutes ces considérations suggèrent qu'il y aurait lieu d'affiner l'approche conventionnelle de la stabilité des prix. Avec une prévision d'inflation contenue à horizon de un à deux ans (perspective habituelle des banques centrales), le risque est que les taux directeurs pourraient être conservés à des niveaux très bas par rapport aux rendements attendus sur les placements. Les chocs d'offre positifs amplifient ce risque en maintenant l'inflation à un faible niveau et en nourrissant l'optimisme des agents économiques. Les chefs d'entreprise sont alors incités à recourir davantage au crédit pour acquérir des actifs financiers et investir en capital physique et en produits de base. De même, le bas niveau des taux directeurs (et donc du coût de l'emprunt) pourrait encourager les ménages à effectuer leurs achats plus tôt que prévu, y compris de logement ou de biens de consommation durables. Dans une large mesure, bien entendu, l'incidence de tels processus sur la demande et l'emploi pourrait être jugée très salutaire. Mais, passé un certain seuil, le danger provient du fait que la montée des prix des actifs attise la spéculation et encourage l'emprunt en fournissant les sûretés nécessaires à les garantir. Tous les épisodes d'expansion-contraction déjà évoqués partagent bon nombre d'éléments de cette dynamique.

Pour tenir compte de telles éventualités, il conviendrait de modifier le cadre analytique keynésien, qui reste la référence standard de la plupart des banquiers centraux. Il est maintenant nécessaire de se fonder sur un ensemble d'indicateurs bien plus large pour fixer les taux, en recourant en particulier à des mesures des déséquilibres financiers, tant intérieurs qu'extérieurs. Sur le long terme, de tels déséquilibres peuvent faire planer une menace plus grande et plus lourde de conséquences sur la stabilité financière que les « tensions » inflationnistes, plus éphémères et plus banales, tels les écarts de production. Il semble donc que nous devrions allonger l'horizon sur lequel nous jugeons l'impact de la politique monétaire sur la stabilité des prix, de manière à en apprécier pleinement tous les effets. Dans certains cas, un relèvement des taux d'intérêt pourrait provisoirement faire baisser l'inflation en deçà de l'objectif, mais cela reste peut-être préférable à un scénario d'expansion-contraction, qui aboutit au même phénomène, en plus prononcé et plus durable. On pourrait aussi, pour rapprocher les deux termes du dilemme, faire appel à d'autres instruments, de caractère plus réglementaire, afin de prévenir, dès l'origine,

l'accumulation des déséquilibres liés au crédit. De telles suggestions nécessiteraient, toutefois, une évolution significative de la culture des autorités de régulation et de la nature des relations entre banques centrales et autres instances publiques.