

I. Introduction : rassembler les pièces du puzzle

L'économie mondiale s'est comportée de façon peu ordinaire ces dernières années, y compris durant la période d'avril 2006 à mai 2007 couverte par le présent Rapport annuel. Premièrement, et c'est l'essentiel, la croissance réelle s'est maintenue à des niveaux voisins des records d'après-guerre. De plus, et c'est encourageant, de nombreux pays parmi les plus pauvres de la planète ont pris part à cette prospérité grandissante. Deuxièmement, en dépit de cette vive croissance et d'importantes tensions à la hausse sur la plupart des cours des produits de base, l'inflation sous-jacente est, généralement, restée modérée. Troisièmement, taux d'intérêt réels et primes de risque de toute nature sont demeurés inhabituellement bas. Enfin, les déséquilibres commerciaux records ont, jusqu'ici, été facilement absorbés et les cours de change ont, dans l'ensemble, été stables. De prime abord, il serait tentant de se réjouir de ces résultats, pris séparément. Pourtant, leur conjonction est si insolite qu'il est nécessaire de s'interroger non seulement sur les causes, mais aussi sur la pérennité de cette association favorable.

Des hypothèses très diverses ont été avancées pour en éclairer certains aspects, mais aucune ne parvient à rendre compte de l'ensemble. Ainsi, l'idée d'une « pénurie mondiale d'investissement » est intéressante lorsqu'il s'agit d'expliquer la faiblesse des taux d'inflation et des taux d'intérêt dans le monde. Il est plus difficile, par contre, de concilier cette hypothèse avec les récents taux records de croissance réelle. La thèse selon laquelle la « mondialisation » est un choc positif pour l'offre, qui comprime l'inflation, est, elle aussi, séduisante, mais elle ne dit pas quelles forces tirent, dans le même temps, la demande et la croissance vers le haut. Se contenter d'affirmer que l'offre crée sa propre demande, argument certes défendable sur le court terme, c'est négliger un point important : même si ce sont les économies émergentes qui ont été à l'origine d'une bonne part du choc d'offre, l'augmentation de la demande a été, pour l'essentiel, le fait des pays industriels, États-Unis en tête. On pourrait s'interroger sur les facteurs à l'origine de cette asymétrie et des déséquilibres du commerce mondial qui en découlent. Enfin, la « crédibilité » de banques centrales vigilantes pourrait bien expliquer, en partie, que faible inflation et forte croissance réelle soient allées de pair sur une longue période. Mais là ne peut résider toute l'explication, puisque les taux d'intérêt réels sont restés extrêmement bas, et que la vitesse de création de crédit a été particulièrement soutenue pendant pratiquement toute la décennie.

Or si, individuellement, ces hypothèses sont insuffisantes, ensemble, elles pourraient bien fournir une explication cohérente des bons résultats globaux des dernières années. À commencer par la théorie de la pénurie d'investissement, autrement dit, un manque de dépenses en capital fixe *ex ante* par rapport à un niveau élevé d'épargne *ex ante*. Sans doute, dans

beaucoup de pays, la pénurie d'investissement de ces dernières années traduit-elle un simple tassement après des cycles successifs d'expansion et de contraction. L'investissement des entreprises commence seulement de repartir depuis un an environ au Japon et en Allemagne, et ne donne encore que de légers signes de reprise en Asie du Sud-Est ; il est, de plus, resté très faible aux États-Unis en proportion du PIB après l'éclatement de la bulle technologique à la fin des années 1990. Dans ce contexte de demande d'investissement généralement faible, l'offre globale a été stimulée par la mondialisation et le retour au sein du système de commerce libéralisé d'économies anciennement planifiées. Mais les gains de productivité qui ont accompagné les innovations technologiques ont, eux aussi, joué un rôle, particulièrement dans les secteurs de l'informatique et de la distribution. Conjugués à la crédibilité acquise par les banques centrales dans les années 1980 en matière de lutte contre l'inflation, ces phénomènes ont favorisé le mouvement désinflationniste.

Compte tenu des très bas niveaux d'inflation – voire, dans certains pays, des craintes de déflation – qui ont résulté de cette conjoncture, la politique monétaire des pays industriels avancés est exceptionnellement accommodante depuis plusieurs années. Cette tendance a été renforcée par le besoin ressenti de réagir aux perturbations financières survenues en 1997 (crise est-asiatique) et en 1998 (faillite de LTCM), ainsi qu'au brusque effondrement des marchés boursiers en 2001. On aurait pu s'attendre qu'une telle politique monétaire dans les pays industriels y entraîne une baisse des cours de change et, par voie de conséquence, une hausse des devises des pays émergents. Or, les économies émergentes connaissant, elles aussi, une faible inflation, et nombre de pays désirant constituer des réserves pour se prémunir contre de futures crises, un tel ajustement n'a pas été recherché. De massives interventions stérilisées ont été menées, surtout en Asie, et les conditions monétaires domestiques sont également restées très souples. De plus, à mesure que les réserves accumulées étaient réinvesties, elles sont venues soutenir le dollar EU et augmenter la liquidité déjà grande des marchés financiers des pays industriels.

Ces facteurs n'ont pas été les seuls à stimuler l'expansion monétaire et l'essor du crédit ces dernières années. Tout comme l'économie réelle a subi de profondes mutations structurelles, le secteur financier est en pleine transformation : de nouvelles technologies au service de la gestion des risques, de nouveaux instruments et de nouveaux intervenants occupent une place grandissante, dans un contexte de concurrence qui exige que la moindre opportunité soit pleinement exploitée au nom de la quête de rendement.

Ces évolutions monétaires et financières ont permis à la demande globale de répondre à l'augmentation de l'offre mondiale. Le présent chapitre s'emploie à montrer comment chacune des forces en jeu – autrement dit les pièces du puzzle – a contribué aux bonnes conditions des quelque douze derniers mois. Il convient toutefois de nuancer le tableau, en faisant au moins deux observations sur lesquelles la Conclusion reviendra.

Premièrement, on ne peut écarter la possibilité que les stimulations financières massives en faveur de la dépense aient, malencontreusement, mis

l'économie mondiale – tout au moins des pans importants – dans une situation propice au retour de tensions inflationnistes. Deuxièmement, et c'est en partie une conséquence indirecte de ce contexte de stimulation monétaire et financière, un nombre toujours croissant de variables économiques et financières s'écartent significativement de ce qui pourrait être considéré comme des « normes » établies. Plus particulièrement, des conditions financières accommodantes ont entraîné un recul sans précédent du taux d'épargne des ménages aux États-Unis et une augmentation tout aussi exceptionnelle du taux d'investissement en Chine. Reste à savoir si ces tendances se révéleront tenables, avec l'émergence de nouvelles « normes » reflétant des changements structurels sous-jacents, ou si, au contraire, elles reviendront vers des scénarios plus classiques.

Considérations d'offre et de demande

Au cours des douze derniers mois environ, l'économie mondiale a poursuivi sa rapide expansion, avec des retombées sur pratiquement toutes les régions. La croissance de la Chine et de l'Inde a continué à un rythme effréné, entraînant la plus grande part de l'Asie, tandis que le revenu national progressait à des taux records dans la plupart des pays producteurs de pétrole. À quelques exceptions près, les économies d'Amérique latine et d'Europe centrale et orientale ont, de même, bien progressé. Grâce, en partie, à une meilleure gestion macroéconomique, mais aussi à la hausse des cours des produits de base, la croissance dans de nombreuses régions d'Afrique s'est également maintenue à des niveaux inhabituellement élevés.

Les grands pays industriels ont, eux aussi, affiché de très bons résultats, donnant même les signes d'un rééquilibrage encourageant, puisque la croissance au Japon et dans les pays de la zone euro a continué de s'accélérer et que le rythme d'expansion de la demande domestique a commencé de se modérer aux États-Unis. L'Allemagne, en particulier, a émergé d'une longue période de torpeur avec une vigueur inattendue. Toutefois, au fil des mois, se sont fait jour les craintes d'un ralentissement excessif aux États-Unis, susceptible de se répercuter ailleurs. Dans ce pays, les signes d'essoufflement des dépenses de consommation peuvent s'expliquer, en partie, par les très vives augmentations antérieures ; mais le fait que la croissance du revenu et de l'emploi n'a pas suivi, et qu'une bonne part de la consommation a été financée par l'endettement ou une moindre épargne, a sans doute aussi joué un rôle. Autre motif de préoccupation : l'éventualité d'une corrélation avec le cycle du logement, qui a brusquement amorcé un retournement en 2006.

Tout au long de l'année écoulée, les constructions nouvelles de logements ont chuté vertigineusement pendant que le ratio stock de maisons invendues/ventes effectives a atteint des niveaux jamais enregistrés depuis le début des années 1970. Si l'impact sur l'emploi dans le secteur de la construction n'a pas encore été pleinement ressenti, la forte décélération immédiate des prix de l'immobilier a commencé à avoir quelques conséquences. La capacité des ménages à se servir des plus-values immobilières pour financer un emprunt ou des dépenses de consommation s'est manifestement amoindrie.

De plus, de nombreux emprunteurs de moindre qualité n'ont pu assurer le service de leurs dettes hypothécaires qu'en recourant à ce type de refinancement. Si cette possibilité leur était ôtée, beaucoup pourraient perdre leur habitation, ajoutant encore au stock de maisons invendues. Heureusement, il n'existe pas de preuve tangible, à ce jour, que ces évolutions aient sapé la confiance générale des consommateurs aux États-Unis, même si des restrictions plus fortes commencent à être mises en place sur le crédit à la consommation.

Malgré l'espoir de voir l'investissement des entreprises compenser le ralentissement du marché immobilier, l'investissement a reculé vers la fin de 2006 dans ce pays. Ce renversement a surpris, étant donné la progression de l'utilisation des capacités, les bénéfices substantiels des entreprises et les conditions de financement toujours favorables. De plus, des signes de reprise de l'investissement et de la confiance des entreprises, sinon de la confiance et des dépenses des consommateurs, ont été observés dans d'autres pays industriels avancés, tels l'Allemagne et le Japon. Or, l'investissement doit s'appuyer sur des anticipations de rendement, et là, les augures étaient moins bons. Les gains de productivité aux États-Unis ont ralenti en 2006, le rythme des augmentations salariales s'est accéléré, et le taux de croissance des bénéfices dans le secteur non financier a chuté. Pour l'avenir, la crainte que la consommation aux États-Unis puisse s'essouffler, au moment même où les investissements massifs récents en Chine deviennent opérationnels, pourrait également avoir tempéré les anticipations de bénéfices, et ce, peut-être pas seulement aux États-Unis.

Certes, il devient de plus en plus difficile d'ignorer l'influence grandissante de la Chine et de l'Inde dans le monde. Les dépenses d'investissement en Chine, dont la plupart pour l'exportation, ont représenté près de 45 % du PIB l'an dernier. De plus, les entreprises chinoises ont continué de progresser rapidement en termes de valeur ajoutée et proposent désormais des services considérés auparavant comme biens non échangeables. L'Inde aussi a continué d'étendre son secteur d'exportation, s'orientant clairement vers l'industrie de transformation en complément des services informatiques qui ont fait sa réputation. Les entreprises chinoises et indiennes ont lancé d'importants investissements directs dans des sociétés étrangères, les premières semblant chercher tout particulièrement à pérenniser l'approvisionnement en produits de base.

En Chine, l'augmentation rapide de la productivité a permis une forte hausse des salaires et des bénéfices en général, tout en maintenant la compétitivité, mais les inquiétudes subsistent quant au fait que le revenu salarial ne se traduit pas suffisamment en dépenses de consommation. La concentration de plus en plus poussée des bénéfices et la progression généralisée de l'investissement ont également fait naître des craintes de surcapacité et d'une dépendance toujours plus grande à l'égard des débouchés d'exportation en cas d'affaiblissement de l'investissement intérieur. Le gouvernement chinois a pris des mesures administratives et monétaires en cours d'année pour refroidir l'économie, mais les anticipations de croissance ont continué, malgré tout, d'être révisées à la hausse durant toute la période

couverte par ce rapport. En Inde, la politique monétaire a aussi été resserrée, mais la croissance s'est poursuivie à un rythme très rapide.

Dans ce contexte, l'inflation mondiale s'est encore tassée l'an dernier, quoique le renversement partiel de la montée des cours énergétiques y ait été pour beaucoup. L'inflation sous-jacente en Chine, au Japon et dans certains pays d'Europe continentale a été relativement faible et stable, mais plusieurs économies émergentes d'Asie et d'Amérique latine ont enregistré un taux élevé ou en augmentation. De même, aux États-Unis, certains ont observé des signes, faibles il est vrai, de dérapage. Pourtant, dans les pays où l'information est disponible, les anticipations d'inflation à long terme sont restées stables, y compris aux États-Unis. De plus, durant la période examinée, il n'y a pas eu de signes tangibles d'un renversement de la tendance baissière observée ces dernières années, que ce soit en termes de volatilité de l'inflation ou de transmission de chocs de coûts à l'inflation.

Il est néanmoins assez surprenant que l'inflation dans les pays industriels soit restée stable, alors que, partout, les capacités inutilisées se comblaient. Dès la fin de 2006, selon de nombreux responsables japonais, l'économie du Japon tournait au-delà de ses capacités, tandis que les autorités américaines estimaient que leur pays était à son potentiel ; quant à la zone euro, elle s'en approchait, semble-t-il, suite à un fort recul du chômage. Si les coûts unitaires de main-d'œuvre, en hausse aux États-Unis et stables dans bien des pays européens, semblent corroborer ces évolutions, il convient de souligner la faiblesse persistante des salaires allemands et japonais. Enfin, il est devenu de moins en moins certain, au cours de l'année, que l'impact des économies émergentes sur la désinflation mondiale se poursuivait. Durant l'année, en Chine et en Inde, les autorités ont évoqué le problème d'une surchauffe de l'économie, avant de prendre des mesures palliatives concrètes.

Les cours des produits de base ont à la fois favorisé et empêché la modération durable des tensions inflationnistes pendant l'année écoulée. Le repli des cours énergétiques, après un brusque redressement dans la première moitié de 2006, a certainement été favorable. Cela n'a pas été le cas des cours de nombreux autres produits de base, qui ont persisté à des niveaux élevés, traduisant, en partie, la vive hausse des coûts d'exploration, d'extraction et de traitement. Le plus gênant, peut-être, a été l'augmentation des prix de certaines denrées alimentaires essentielles, pour partie due à la sécheresse, mais aussi à des tentatives de réorientation des cultures vers la production de carburant.

Conditions monétaires et financières

Dans ce contexte de croissance soutenue, marqué par un niveau d'inflation demeurant faible et des anticipations d'inflation stables, les pays industriels ont légèrement durci leur politique monétaire. Les États-Unis, qui avaient graduellement relevé leurs taux directeurs depuis début 2004, les ont maintenus inchangés à partir de juin 2006. La BCE a opéré, durant la période examinée, un relèvement plus important de ses taux, à partir d'un niveau plus faible certes. Le Japon a mis un terme à sa politique de taux zéro, mais le taux

directeur n'a été porté qu'à 0,5 % en février. Les taux directeurs réels (mesurés *a posteriori*), également en hausse, ont atteint, aux États-Unis et dans la zone euro, un niveau avoisinant la croissance potentielle estimée, ce qui est encore loin d'être le cas au Japon.

Au vu de certains indicateurs, toutefois, les conditions monétaires et financières sont dans l'ensemble restées très accommodantes dans les pays industriels. L'expansion du crédit au sein du G 3, qui a culminé autour de 10 % mi-2006, n'a ralenti que très légèrement depuis. Les taux réels à long terme ont également enregistré une hausse, mais bien moindre que celle des taux directeurs : à la fin de la période analysée, ils ne dépassaient pas le niveau qu'ils avaient atteint mi-2004, au début de la phase de durcissement monétaire. Certains commentateurs ont relevé qu'une courbe des rendements inversée a, par le passé, été le signe de l'imminence quasi certaine d'une récession ; d'autres ont préféré voir dans le repli récent des taux longs la manifestation inhabituelle d'une diminution de la prime d'échéance, plutôt que l'anticipation d'une baisse des taux courts.

Cette « énigme » de la prime d'échéance sur les taux longs pourrait en partie témoigner de stimulations monétaires à travers le monde, conjuguées à une propension marquée, aussi bien de la part du secteur public que du secteur privé, à accepter le risque de change. En raison de la relative faiblesse des taux directeurs dans bon nombre de pays industriels, mais particulièrement en Suisse et au Japon, les capitaux ont continué d'affluer vers certaines économies émergentes ainsi que vers d'autres pays industriels offrant des rendements supérieurs. Aux opérations de *carry trade* proprement dites – consistant à placer les fonds empruntés dans une monnaie à faible taux d'intérêt, soit dans une autre monnaie plus rémunératrice, soit dans des pays où une augmentation du prix des actifs ou une appréciation de la monnaie est attendue – se sont ajoutés d'autres flux jouant un rôle similaire : ainsi, au Japon, les particuliers ont effectué des sorties massives de fonds et, en Europe centrale et orientale, les ménages ont emprunté en devises pour financer des hypothèques. Si l'amélioration des fondamentaux macroéconomiques, notamment l'excédent commercial, dans nombre de pays destinataires peut être un élément explicatif, il n'en reste pas moins que d'autres pays bénéficiaires de ces flux ont accusé une brusque dégradation de leurs paiements courants, et parfois d'autres indicateurs.

Ces capitaux entrant sous différentes formes n'ont fait qu'accentuer les pressions à la hausse sur les actions et l'immobilier, induites au départ par des conditions monétaires relativement souples. Ce phénomène a ravivé les inquiétudes des pays ayant déjà traversé des crises liées à de tels afflux, notamment en Asie, malgré des réserves de change confortables et des comptes courants le plus souvent excédentaires. Certains pays, en particulier la Corée, la Thaïlande et le Brésil, se sont montrés plus enclins que par le passé à laisser s'apprécier leur monnaie, signe, peut-être, qu'ils avaient tiré les enseignements d'épisodes précédents. Quelques autres ont néanmoins continué d'intervenir massivement, tout en recourant à la stérilisation, et l'accroissement total des réserves a été deux fois plus important en 2006 qu'en 2005. En outre, de nombreux pays ont assoupli, ou renoncé à durcir, leur

politique monétaire, par crainte d'attirer encore davantage de capitaux. Certaines économies émergentes ont, en dernier recours, opté pour des mesures administratives, soit pour réduire les entrées de capitaux et atténuer les problèmes liés à la stérilisation, soit pour encourager les sorties de capitaux.

Sous l'effet de cette relative accommodation monétaire, conjuguée à une appétence prononcée pour les investissements de portefeuille (achats de titres des économies émergentes par le secteur privé et, surtout, acquisition, par les gestionnaires d'avoires de réserve, d'obligations émises par les grands pays industriels), les primes d'échéance semblent avoir partout suivi une trajectoire baissière. À cette pression s'est ajoutée une autre tendance dans les pays industriels : les fonds de pension et les sociétés d'assurances ayant des engagements plus lointains se sont davantage tournés vers le compartiment long, afin de se prémunir contre des risques de fluctuations des taux d'intérêt et de volatilité des actifs. Si l'importance de ces influences sur les primes d'échéance est impossible à estimer, elles n'en exercent pas moins toutes deux des pressions à la baisse.

Des taux sans risque relativement bas sur les quelque douze derniers mois ont conforté l'idée que le monde était inondé de liquidité, autrement dit que le crédit était généralement accessible, à faible coût et à des conditions moins strictes qu'auparavant. Toutefois, la plus grande disponibilité du crédit, perçue mais aussi bien réelle, est également attribuable à des facteurs propres au secteur financier : l'évolution de la réglementation et de la technologie a étendu les possibilités, celle des mentalités a modifié les comportements.

Une multitude de nouvelles pratiques sont apparues, notamment en matière de crédit aux ménages. Pratiquement partout, les conditions d'octroi de crédits hypothécaires se sont assouplies, d'une part, grâce à la déréglementation dans de nombreux pays et, d'autre part, à la généralisation des techniques de notation du crédit appliquées aux hypothèques, mises au point aux États-Unis, où, comme dans d'autres pays, beaucoup d'emprunteurs ont pu contracter des crédits hypothécaires, ainsi que des crédits à la consommation, auxquels ils n'auraient pas eu accès auparavant. Jusque vers la fin de la période, ce phénomène a généralement été considéré comme une saine évolution, favorisant l'accès à la propriété. Ce n'est que ces derniers mois (*supra*) que les aspects négatifs liés à ces nouvelles pratiques sont devenus plus évidents.

Réagissant à ces développements, les autorités de contrôle financier ont, à plusieurs reprises, exhorté les banques de financement et d'investissement à resserrer les conditions d'octroi de prêts, notamment aux fonds spéculatifs et de capital-investissement, et à assurer un suivi plus étroit de leurs expositions au risque de contrepartie. À mesure que l'année avançait, les fonds spéculatifs eux-mêmes ont davantage participé au financement d'entreprises risquées par le biais d'achats de titres nantis, de prêts à effet de levier et d'instruments dérivés à risque élevé. Un nombre inégalé de fusions-acquisitions, financées, à un degré sans précédent, par des fonds de capital-investissement, a permis de satisfaire la demande pour les produits les plus recherchés. Cette activité pourrait traduire le sentiment que le contexte macroéconomique plus

favorable a entraîné une diminution des risques. Toutefois, elle semble également résulter d'une plus grande disposition, de la part de la quasi-totalité des investisseurs, y compris les fonds de pension et les fonds d'investissement, à accepter un degré de risque plus important pour augmenter les rendements.

Trois grandes raisons peuvent expliquer ce goût pour le risque. Premièrement, et c'est la raison la plus évidente, la relative faiblesse des taux sans risque a poussé dans cette voie les investisseurs, notamment ceux que leur mission oblige à dégager des rendements élevés. Deuxièmement, la concurrence s'est intensifiée entre les bailleurs de fonds. Les fonds spéculatifs ont subi une baisse de rendement l'année passée. Plusieurs d'entre eux ont disparu, les autres étant contraints de faire preuve d'une agressivité accrue. Il en irait de même pour certaines banques très rentables, qui auraient elles aussi adopté une stratégie agressive par crainte que leurs concurrents n'obtiennent de meilleurs résultats. Troisièmement, et c'est peut-être la raison la plus importante, les prêteurs ont de plus en plus tendance à transférer ultérieurement l'exposition à des tiers par le biais de la titrisation ou des marchés dérivés. Cette pratique engendre, de toute évidence, un problème de partage des responsabilités. Que se passera-t-il si les établissements cédants ne se sentent plus tenus au devoir de diligence et si les acheteurs finals n'ont pas les compétences ou les informations nécessaires pour gérer les risques inhérents aux instruments complexes qu'ils acquièrent ?

Les conséquences sur les prix des actifs ont été sensiblement les mêmes que les années précédentes : les prix ont poursuivi leur trajectoire haussière, amorcée mi-2003, au moment où les taux directeurs étaient à leur plus bas dans les principaux pays industriels. Le prix du logement s'est envolé un peu partout, les marchés boursiers ont inscrit des records, les primes sur instruments à risque – dettes souveraines incluses – sont généralement tombées à des creux historiques, et le marché des grands crus, des timbres et de l'art a atteint des niveaux sans précédent. En revanche, le coût de l'accès à la liquidité, par le biais d'options d'achat et de vente sur divers instruments, est demeuré extrêmement bas.

Malgré ces résultats globalement positifs, certains signes pourraient laisser entrevoir un retournement du cycle du crédit. Les prix de la plupart des actifs financiers ont chuté en avril et mai 2006, avant de rebondir rapidement. Un autre épisode de turbulences, plus modéré toutefois, s'est produit fin février 2007. Là encore, une reprise a suivi, mais des préoccupations croissantes pour le marché immobilier aux États-Unis et l'économie en général ont laissé craindre des retombées financières. La Conclusion fournira quelques réflexions sur ce que ces indicateurs, et d'autres, risqueraient de présager pour l'économie mondiale.

Cours de change, déséquilibres mondiaux et gestion des réserves

Les préoccupations relatives à une éventuelle réaction désordonnée des marchés aux déséquilibres mondiaux des paiements courants ont été un peu atténuées, pour plusieurs raisons : le déficit commercial des États-Unis en pourcentage du PIB s'est stabilisé ; la demande mondiale s'est quelque peu

rééquilibrée ; le cours effectif du dollar EU est reparti à la baisse ; la volatilité des principaux cours bilatéraux est restée faible. Parmi les autres grandes monnaies, l'euro a continué de s'apprécier, ce qui a également semblé propice à un rééquilibrage des comptes extérieurs, même si ce dernier n'est pas totalement souhaité par les pays directement affectés.

Cependant, la persistance du déficit courant élevé des États-Unis, l'augmentation de la dette extérieure et un dollar, en termes effectifs réels, à 5 points seulement en deçà de sa moyenne sur trente ans en fin d'année ont été des signes moins encourageants. La poursuite de la dépréciation effective du yen, malgré le niveau élevé de l'excédent courant et des réserves de change du Japon, qui s'étaient stabilisées autour de \$1 000 milliards, a constitué un facteur contre-productif de plus. D'autres monnaies se sont appréciées très faiblement, voire se sont dépréciées, en termes effectifs ; c'est le cas de celles des grands producteurs de pétrole et de la Chine, même si, vis-à-vis du dollar EU, le renminbi s'est effectivement apprécié à un rythme plus rapide. Étant donné que ces derniers pays affichaient des excédents commerciaux importants, et parfois même croissants, cette évolution n'a pas contribué à réduire les déséquilibres des échanges dans le monde.

Une autre source de préoccupation concernant les cours bilatéraux a porté sur l'éventualité que des pays détenant d'importantes réserves officielles changent de politique de gestion. L'augmentation du volume des réserves au-delà du niveau de trésorerie requis a poussé les autorités d'un certain nombre de pays à prendre des mesures institutionnelles visant à accroître les rendements, quitte à accepter un degré de risque plus élevé. Si l'on voit bien comment le prix de diverses classes d'actifs pourrait s'en trouver affecté, prolongeant la phase euphorique actuelle du cycle du crédit, les conséquences sur la valeur des monnaies sont moins claires. La Conclusion se penchera également sur ce phénomène.

Quoi qu'il en soit, la création de « fonds de richesse nationale » (*wealth funds*) par plusieurs pays a été accompagnée de déclarations rassurantes selon lesquelles les risques continueraient d'être gérés avec prudence. Fait peut-être plus important encore, les conséquences plus larges sur le bon fonctionnement du système financier international continueraient à être prises en compte de manière appropriée par les gestionnaires des réserves de change mondiales, dont le niveau ne cesse de croître. Au vu de l'histoire, il est essentiel et encourageant que créanciers et débiteurs comprennent de plus en plus à quel point leurs destins sont désormais inextricablement liés.