

VIII. Conclusion : prévenir ou guérir ?

L'économie n'est pas une science, du moins pas au sens où la répétition d'une expérience aboutit toujours au même résultat. D'ailleurs, les prévisions économiques sont souvent bien loin de la réalité, en particulier lors des points de retournement du cycle, l'insuffisance des données, le manque de fiabilité des modèles et les chocs aléatoires contribuant fréquemment à produire des résultats peu concluants. À cela s'ajoute la difficulté encore plus grande d'évaluer la marge d'erreur des prévisions, à tel point qu'il n'est guère exagéré de dire que nous sommes plutôt confrontés à des incertitudes fondamentales – et à quantité d'impondérables – qu'à de simples risques.

L'histoire économique fournit des références utiles à cet égard. La « grande inflation » des années 1970 avait totalement pris de court la plupart des observateurs et des autorités, tout comme le rythme de la désinflation et la reprise économique ultérieure, une fois que l'on s'est attelé au problème. De même, quasiment personne n'avait anticipé la Grande Dépression des années 1930, ni les crises qui ont secoué le Japon et l'Asie du Sud-Est au début et à la fin des années 1990, respectivement. En fait, chaque épisode de repli a été précédé d'une période de croissance non inflationniste suffisamment vigoureuse pour conduire nombre de commentateurs à présager l'avènement d'une « ère nouvelle ». Des surprises analogues peuvent être observées au niveau microéconomique. Juste avant sa faillite, en 1998, le fonds LTCM avait subi, sur divers marchés, des chocs de prix près de dix fois supérieurs à ce qu'on pouvait attendre compte tenu de l'expérience passée. Par conséquent, tous ses postulats de départ – diversification adéquate, liquidité abondante et capitalisation satisfaisante – se sont avérés totalement erronés.

Naturellement, beaucoup feront valoir que cette expérience nous a permis de mieux comprendre les processus économiques. Cette affirmation n'est cependant guère facile à démontrer. Les économistes de banque centrale, par exemple, établissent généralement leurs prévisions d'inflation à l'aide de modèles économétriques rendant compte des interactions salaires-prix. Or, pour travailler avec précision, ils doivent répondre correctement à au moins cinq questions. Quel est le meilleur moyen de mesurer les capacités excédentaires dans l'économie nationale ? Quel est le taux de croissance tendanciel de la productivité ? Les influences de l'étranger se limitent-elles aux seuls prix à l'importation ? Les salaires sont-ils déterminés par les anticipations sur les prix ou par l'évolution effective des prix ? Si les anticipations jouent un rôle déterminant, sont-elles influencées par la crédibilité des banques centrales ou par autre chose, comme l'inflation constatée, voire perçue ? Pour l'heure, chacune de ces questions suscite bien des divergences, tout comme de nombreux aspects tout aussi fondamentaux concernant d'autres paramètres économiques.

De fait, au vu des vastes mutations en cours, il n'est pas difficile d'affirmer que nous comprenons peut-être moins bien aujourd'hui qu'auparavant les processus économiques. Dans l'économie réelle, la conjonction du progrès technologique et de la mondialisation a révolutionné la production. La sphère financière, elle aussi, a connu des bouleversements avec l'arrivée de nouveaux acteurs, l'introduction de nouveaux instruments et les changements de comportement. Sur le plan monétaire, les banques centrales, de plus en plus autonomes, ont considérablement évolué dans leur politique et leur stratégie de communication. Face à toutes ces transformations, qui pourrait prétendre, en toute sincérité, que rien n'a changé ?

De surcroît, une incertitude toute particulière pèse sur la politique monétaire. Si les banquiers centraux sont plus déterminés que jamais à maintenir la stabilité des prix, le rôle joué par la masse monétaire et le crédit est de plus en plus controversé, et ce, au milieu d'interrogations évoquées précédemment sur le processus d'inflation. Pour certains d'entre eux, comme pour nombre d'universitaires renommés, ni la monnaie ni le crédit ne serait d'une quelconque utilité dans la conduite de la politique monétaire. Pour d'autres, par contre, la croissance trop rapide des agrégats pourrait présager soit un réveil de l'inflation, soit un cycle expansion-contraction aux caractéristiques indésirables.

Dans ce contexte, on ne peut raisonnablement attendre des banques centrales ou des marchés un discernement infaillible. Il importe donc que ces derniers continuent à exercer leur propre jugement en toute indépendance et ne se contentent pas d'adopter les convictions des banques centrales – stratégie qui pourrait se révéler dangereuse. De leur côté, les autorités doivent poursuivre leurs efforts visant à améliorer la résilience du système face à des chocs inévitables autant qu'inattendus.

Motifs de préoccupation actuels pour les autorités

Selon la prévision consensuelle, obtenue par enquête auprès d'économistes, la récente vigueur de la croissance se poursuivra, l'inflation restera généralement modérée et les déséquilibres des paiements courants s'atténueront progressivement. Pour ce qui est des marchés financiers, selon la prévision pour 2007, les taux longs se maintiendront autour des niveaux actuels. Il va de soi que cette prévision suppose, implicitement, l'absence de troubles géopolitiques majeurs et de turbulences financières susceptibles de se propager dans l'économie réelle.

S'agissant du court terme, une prévision augurant un avenir très semblable au passé présente maints avantages. De fait, à regarder de près les erreurs de prévision commises ces dernières années, on pourrait conclure qu'il y a lieu d'être encore plus optimiste : globalement, la croissance réelle a été plus soutenue que prévu, tandis que, le plus souvent, l'inflation a cadré avec les prévisions, et ce, malgré le vif renchérissement des matières premières sur les quelque douze derniers mois. Les taux d'intérêt à long terme ont aussi été invariablement inférieurs aux niveaux anticipés. Sachant que les erreurs de prévision ont souvent tendance à se répéter, on pourrait tabler, avec une

relative confiance, sur la poursuite d'une évolution favorable. C'est seulement pour les déséquilibres des échanges commerciaux que la réalité a été bien pire que les anticipations, mais là aussi, comme le souligne l'Introduction de ce rapport annuel, des signes d'amélioration sont perceptibles.

Pourtant, il n'est pas difficile de recenser les incertitudes susceptibles d'infirmier cette prévision à court terme, voire de la contrarier à horizon plus lointain. Plusieurs sources de préoccupation sont analysées ci-après séparément, sans préjuger toutefois de leur interaction possible. Comme le précise la section suivante, les thèses qui se focalisent sur ces phénomènes d'interdépendance voient généralement dans l'accès facile au financement le lien de causalité qui les relie.

Une première incertitude a trait à la résurgence possible de l'inflation mondiale, voire des anticipations d'inflation. On estime que la plupart des grands pays industriels ont atteint, ou presque, les limites de leurs capacités. Les pressions désinflationnistes exercées par les économies émergentes semblent aussi s'atténuer dans le contexte d'une croissance intérieure parfois prodigieuse. En Chine, surtout, il apparaît de plus en plus clairement depuis quelques mois que les mesures destinées à ralentir l'économie n'ont pas encore produit leurs effets. C'est en partie pour cela que le fort renchérissement de l'énergie et des matières premières dans le monde n'a pas montré le moindre signe de modération, et d'aucuns s'interrogent sur la capacité des entreprises de continuer à compenser cette hausse des coûts par des économies sur d'autres postes de dépenses. Enfin, beaucoup s'inquiètent, en outre, de la très vive expansion des agrégats de monnaie et de crédit, surtout dans des pays comme la Chine qui ont recours aux interventions pour contrer l'appréciation de leur monnaie.

Compte tenu du rôle encore crucial des États-Unis dans l'économie mondiale, l'éventuel impact inflationniste de la hausse cyclique des salaires et de la baisse des gains de productivité est une source d'incertitude à court terme. Il convient également de prendre en considération deux facteurs de moyen terme. Le ratio prix de l'immobilier/loyer a atteint un chiffre record. À moins d'une diminution notable du numérateur, un retour à la normale supposerait une augmentation des loyers qui se répercuterait directement sur l'IPC. De plus, s'il importe de corriger les déséquilibres des échanges commerciaux, l'ajustement pourrait comporter une nouvelle baisse, peut-être même sensible, du dollar. Aux États-Unis, la contraction des marges sur les importations, alliée à l'accroissement de la productivité, a suffi jusqu'à présent à contenir la transmission des variations de change aux prix. Reste à savoir jusqu'à quand.

De ce point de vue, le récent ralentissement conjoncturel aux États-Unis doit être considéré comme salutaire. Pourtant, dans le courant de l'année 2006, on a commencé de s'inquiéter à l'idée que cette décélération bénéfique ne s'avère, en fait, trop prononcée. Les intervenants ont d'abord porté leur attention sur le marché des prêts hypothécaires de moindre qualité, mais la question sous-jacente est beaucoup plus vaste. Le taux d'épargne des ménages américains est, pour un temps, devenu négatif, la faible progression des salaires ne permettant pas de soutenir la vive progression de la

consommation et de l'investissement résidentiel. Des conditions de crédit accommodantes, sur le marché hypothécaire surtout, ont favorisé l'alourdissement de la dette et le renchérissement du logement, lequel a lui-même procuré à la fois la sûreté motivant une intensification des prêts et la sensation de richesse justifiant un surcroît de dépense.

C'est la possibilité d'un inversement de tendance qui est source d'inquiétude. Les niveaux du service de la dette sont déjà élevés et les taux hypothécaires pourraient encore augmenter. Il suffirait que les prix du logement cessent de monter – mouvement qui s'est peut-être déjà amorcé – pour atténuer à la fois le recours au crédit et le sentiment de confiance découlant d'un accroissement de richesse. Par ailleurs, quand les suppressions d'emplois dans le bâtiment commenceront à traduire la baisse, jusqu'à présent bien plus marquée, du nombre de mises en chantier de logements, le revenu salarial, la sécurité de l'emploi et la confiance pourraient s'en trouver davantage affectés. Si l'investissement en capital fixe des entreprises, déjà inexplicablement faible compte tenu du niveau élevé des bénéfices et d'un financement peu onéreux, venait aussi à diminuer, cela pourrait annoncer une décélération accrue et peut-être indésirable de la croissance américaine.

Si c'est là le risque encouru, il faut aussi noter que le ratio dette/revenu des ménages aux États-Unis augmente depuis des décennies sans avoir entamé gravement la confiance des consommateurs. L'accélération de la hausse des salaires pourrait aussi donner un second souffle à la consommation. La part salariale est historiquement faible et pourrait remonter. En outre, les États-Unis sont plutôt en « fin de cycle », stade auquel le chômage est faible et où la rémunération a normalement tendance à s'accroître. Toutefois, cette dernière éventualité pourrait aussi avoir des conséquences indésirables : les tensions inflationnistes pourraient s'intensifier (*supra*) ou, si les revendications salariales compriment les marges bénéficiaires, les attentes des marchés d'actions pourraient être déçues, avec d'éventuelles incidences tant sur les prix des actifs que sur l'investissement des entreprises.

Si les États-Unis devaient connaître un fort ralentissement, toute la question est de savoir quels en seraient les effets sur les autres économies. D'une part, la demande intérieure s'est récemment raffermie dans la zone euro et au Japon ainsi que dans plusieurs économies émergentes. De plus, contrairement au ralentissement lié à l'informatique lors du passage à l'an 2000, il n'y a pas eu de bulle synchrone de l'industrie qui pourrait brusquement éclater au niveau mondial. Au moment où les échanges commerciaux sont en plein essor, la diminution de la part des exportations à destination des États-Unis constitue aussi un signe positif pour la poursuite de la croissance mondiale.

D'autre part, en Allemagne comme au Japon, le redressement de la demande intérieure a été très largement dû à l'investissement des entreprises, lui-même stimulé par la vigueur de la demande d'exportations. Cela vaut également pour la Chine, où la croissance économique a été décrite par le Premier ministre Wen Jiabao comme « instable, déséquilibrée, désordonnée et insoutenable ». En outre, même sans cycle conjoncturel synchrone, la

confiance des chefs d'entreprise à travers le monde pourrait être affectée par un repli marqué de l'activité américaine. Et, même s'il est vrai que la part des exportations directes à destination des États-Unis a diminué par rapport aux chiffres globaux mondiaux – ces derniers incluant une forte proportion d'importations de biens destinés à l'assemblage en Chine –, l'exposition indirecte de nombreux pays d'Asie à un tassement de l'activité américaine pourrait encore être importante. Enfin, il convient de noter que les États-Unis sont loin d'être les seuls à dépendre de la consommation alimentée par la dette ; dans certains pays, les taux d'épargne sont même fortement négatifs. On peut voir là une autre source possible de contagion.

Aux incertitudes à court terme concernant l'inflation et la croissance viennent s'ajouter plusieurs préoccupations de moyen terme, au nombre desquelles figure en bonne place la persistance des déséquilibres substantiels des échanges commerciaux dans le monde. S'agit-il d'un problème appelant, de la part des autorités, une riposte visant à réduire la possibilité d'une correction ample, et peut-être brutale, des cours de change ? Ou bien peut-on supposer que les flux de capitaux nécessaires pour financer de tels déficits seront durablement disponibles à des conditions comparables ?

Les pays affichant un gros déficit sont généralement ceux où la demande intérieure a augmenté relativement vite et où les taux d'intérêt sont donc relativement élevés. En principe, leur monnaie devrait se déprécier, ce qui leur permettrait, à terme, de réduire leur déficit extérieur, la demande intérieure s'infléchissant alors sous l'effet de la hausse des taux. Malheureusement, dans la pratique, des taux relativement hauts attirent souvent des capitaux privés d'une telle ampleur qu'ils induisent une appréciation du change, et non l'inverse, et un renchérissement des actifs domestiques, source d'un surcroît de dépenses. Ces deux évolutions ne peuvent qu'aggraver le déficit commercial. Ce processus faisait véritablement partie intégrante de l'histoire des États-Unis avant 2001 ; sa seconde composante est encore bien présente. Par ailleurs, ces dernières années ont été témoins de plusieurs variations sur le thème des opérations spéculatives de *carry trade*, dont les répercussions ont été plus amples encore sur des économies de moindre dimension comme la Nouvelle-Zélande et certains pays d'Europe centrale et orientale. Un grand nombre de ces économies, y compris celles où les données fondamentales se sont sensiblement améliorées, redoutent qu'une brusque inversion de ces flux de capitaux ne complique sérieusement la gestion macroéconomique.

Le déficit commercial des États-Unis est de nature très particulière, en raison surtout du rôle de monnaie de réserve du dollar. Ainsi, l'importante baisse des entrées de capitaux privés après 2001 a été contrebalancée par des apports de capitaux publics, ce qui n'a entraîné qu'une dépréciation graduelle du dollar. Cette situation a présenté l'avantage d'être relativement gérable, la contrepartie étant l'absence de réduction sensible du déficit américain. S'ajoutent à cela le passage progressif en déficit du compte de services et l'ampleur croissante de la dette extérieure, de sorte que le dollar reste clairement vulnérable à une soudaine perte de confiance du secteur privé et, probablement, à une hausse correspondante des primes de risque. Dans

une certaine mesure, une telle évolution serait salubre dans le cadre du processus d'ajustement extérieur, mais elle pourrait, dans le même temps, amplifier les tensions inflationnistes à court terme et les risques d'un repli plus grave.

La pérennité des afflux de capitaux publics peut aussi être remise en cause pour au moins deux raisons. Premièrement, les autres pays risquent d'être de plus en plus enclins à réduire leurs interventions et à laisser leur monnaie s'apprécier. Leur motivation peut être, certes, de vouloir limiter les pertes découlant d'une exposition en devises sans cesse croissante ; mais elle sera probablement davantage déterminée par la multiplication des signes de distorsion sur le plan intérieur, qui résultent des interventions sur les changes et des politiques accommodantes qui ont eu pour effet de contenir l'appréciation de la monnaie. En Chine, au Japon et dans certains pays producteurs de matières premières, les autorités se sont déjà déclarées publiquement très préoccupées par les investissements excessifs et de possibles affectations inadéquates des ressources dans leurs pays respectifs. Au surplus, les tensions inflationnistes s'accroissent dans plusieurs pays, et la stérilisation semble devenir de plus en plus difficile à réaliser (*supra*).

Deuxièmement, les détenteurs de gros portefeuilles de réserves pourraient commencer à réduire leur part des nouveaux avoirs en dollars EU. D'un côté, selon le principe de la parité des taux d'intérêt, une telle stratégie ne permet pas d'accroître les rendements à des horizons suffisamment lointains, ce qui va à l'encontre d'un redéploiement des portefeuilles qui restent essentiellement libellés en dollars. D'un autre côté, la variabilité de tels rendements mesurés en monnaie locale pourrait être réduite si la composition en monnaies du portefeuille de réserves était choisie dans cette optique. Reste à savoir si cette préoccupation serait suffisante pour inciter à diminuer notablement la part du dollar et si, ce faisant, le cours de change serait sensiblement modifié, autrement que par un mouvement généralisé d'imitation par le secteur privé. Ce qui est plus certain, c'est que, dans leur recherche du rendement, les gestionnaires de réserves seront attirés par les monnaies facilitant l'accès aux actions et autres instruments rémunérateurs.

Une dernière source de préoccupation à moyen terme tient aux vulnérabilités potentielles des marchés financiers et à leurs éventuelles répercussions sur les établissements financiers. Comme le précise l'Introduction, les prix de presque tous les actifs enregistrent une hausse pratiquement continue depuis la mi-2003. Pour certains observateurs, il n'est pas difficile de trouver, au cas par cas, des justifications plausibles aux renchérissements et donc à leur caractère soutenable. C'est ainsi que le niveau très bas des primes de risque sur les émissions souveraines cadre avec une amélioration sensible de la gouvernance et des politiques macroéconomiques dans de nombreux pays. La relative faiblesse des primes sur les entreprises à haut risque s'explique, quant à elle, par les bénéfices élevés et les taux de défaut très faibles de ces dernières années. La modération exceptionnelle des primes d'échéance pourrait tenir à l'absence de volatilité des principales variables macroéconomiques depuis quelque temps. Le renchérissement des produits de base et des objets d'art peut être attribué à la demande émanant

des nouvelles économies émergentes, tandis que celui du logement – désormais presque un phénomène mondial – s’explique par le repli des taux hypothécaires à long terme.

Pourtant, compte tenu de la difficulté inhérente à l’établissement de valorisations à plus long terme, le marché pourrait être devenu déraisonnablement exubérant en réaction aux annonces favorables. Les succès passés semblent généralement inciter à une plus grande prise de risque, à plus d’effet de levier, plus de financement, plus de valorisation, plus de sûretés et, à nouveau, à une plus grande prise de risque. Ces dernières années, ce phénomène s’est manifesté par un raccourcissement progressif des épisodes de volatilité financière. La bonne tenue des marchés face aux chocs successifs semble avoir de plus en plus encouragé l’idée qu’une baisse des prix constitue une opportunité d’achat. Le danger d’un tel processus auto-alimenté réside dans le fait qu’il peut, et même doit, finir par s’inverser en cas de surestimation des données fondamentales. Si, en outre, la liquidité s’assèche et que les corrélations entre prix des actifs se renforcent, une éventuelle surréaction à la baisse n’est pas à exclure. De tels cycles ont déjà été observés à maintes reprises.

La question qui vient immédiatement à l’esprit est de savoir qui pourrait pâtir d’un tel retournement. Les grandes banques d’investissement et banques commerciales paraissent très bien capitalisées et nombre d’entre elles ont réalisé des bénéfiques records. Elles portent maintenant une attention toute particulière aux questions de gestion des risques. Pourtant, les marchés doivent déjà avoir détecté certaines sources de préoccupation, comme en témoigne l’augmentation des primes des contrats dérivés sur défaut pour certains des plus grands noms, relativement importante, compte tenu de leur notation de crédit. La première préoccupation tient au risque de marché et à l’effet de levier. Les bilans ont considérablement gonflé, et les mesures de valeur en risque sont restées constantes en dépit d’un fort recul de la volatilité. La deuxième source d’inquiétude est liée à la stratégie « émission et distribution » : les établissements initiateurs pourraient, en période de troubles, se retrouver avec un stock d’actifs dépréciés. Il y a lieu de s’inquiéter que les banques fournissent à présent de plus en plus, outre des prêts-relais, des capitaux-relais pour favoriser le nombre toujours croissant de fusions-acquisitions d’entreprises. On pourrait craindre aussi qu’elles n’aient, à dessein ou non, conservé un niveau significatif de risque de crédit dans leurs portefeuilles.

En supposant que les gros établissements aient réussi à mieux répartir les risques inhérents à leurs prêts, que savons-nous des détenteurs ultimes de ces risques et de leur capacité de les gérer ? En toute franchise, rien ou si peu. Les risques sont intégrés le plus souvent à diverses formes de titres adossés à des actifs de plus en plus complexes et opaques. Ces instruments sont, par ailleurs, souscrits par un large éventail de banques de second rang, fonds de pension, compagnies d’assurances, fonds spéculatifs ou autres, voire par des particuliers, attirés par des notations souvent élevées. Malheureusement, les notations ne traduisent que les pertes de crédit attendues, et non la probabilité exceptionnelle d’événements extrêmes pouvant avoir une forte incidence sur

les valeurs de marché. Les fonds spéculatifs pourraient être les plus exposés, nombre d'entre eux s'étant souvent spécialisés dans l'achat d'instruments extrêmement risqués, et leur effet de levier intrinsèque peut s'en trouver multiplié en conséquence.

Par définition, il n'est pas possible de formuler une prédiction à partir de toutes ces incertitudes. De fait, les interprétations sont multiples, surtout si l'on prend en compte les diverses interactions possibles. Pourtant, il faut noter que derrière chacun de ces grands thèmes de préoccupation se profile un dénominateur commun : des conditions de financement extrêmement accommodantes, évoquées dans l'Introduction. Si cette observation ne remet pas en cause la prévision consensuelle en tant que telle, elle devrait au moins servir à rappeler que des événements extrêmes affectant l'économie mondiale pourraient avoir, à un moment ou à un autre, des coûts bien plus élevés qu'on ne le suppose généralement.

Défis pour la formulation de la politique monétaire

Les banquiers centraux sont confrontés à plusieurs questions délicates et importantes auxquelles il n'existe pas de réponses convenues. La première concerne la place qu'il convient d'accorder aux agrégats de monnaie et de crédit dans la formulation de la politique monétaire. La deuxième, étroitement liée, est de déterminer si, en acceptant l'hypothèse de cycles expansion-contraction occasionnels induits par le crédit, le rôle du secteur public devrait être de chercher à prévenir les déséquilibres ou de se contenter de les corriger après coup.

S'agissant de la première question, trois écoles de pensée se dégagent, chacune ayant, au moins, quelques adeptes dans la plupart des banques centrales. L'une met l'accent sur les effets à court terme sur l'inflation des écarts entre l'offre et la demande globales, écarts dont les anticipations conditionnent largement les tendances à long terme de l'inflation. Elle minimise généralement le rôle de la monnaie et du crédit. La deuxième école de pensée accorde plus d'importance à l'incidence de la monnaie sur les tendances à long terme de l'inflation. Dans la pratique, cela revient à privilégier l'impact sur l'inflation des écarts offre-demande pour formuler la politique, mais toujours en intégrant les statistiques monétaires. Enfin, le troisième courant insiste, lui aussi, sur l'évolution de la masse monétaire, mais surtout du crédit, pour une tout autre raison cependant. Ses partisans se montrent préoccupés en cas de vive expansion des agrégats s'accompagnant d'une hausse du prix des actifs, en particulier lorsque, parallèlement, les comportements des consommateurs s'écartent, de façon significative et durable, de la normale. Sans ignorer les risques d'inflation à moyen terme, ils craignent davantage les coûts économiques substantiels d'un cycle expansion-contraction, pouvant aller, à horizon plus lointain, jusqu'à une déflation néfaste.

L'expérience acquise ainsi que les théories en vogue ont contribué à ces divergences. Les tenants du premier courant d'idées font valoir que, depuis de nombreuses années, les prévisions d'inflation utilisant la méthodologie des écarts se sont révélées raisonnablement précises dans beaucoup de pays. S'ils

se refusent à accorder un rôle plus officiel à la monnaie, c'est en partie à cause de l'expérience « monétariste » peu concluante des années 1970, mais aussi parce que les travaux économétriques n'ont pas réussi à établir, dans leur pays, une relation causale stable avec l'inflation. Les défenseurs de la deuxième école soulignent que la corrélation entre masse monétaire et inflation est bien ancrée sur le plan théorique. D'ailleurs, les banques centrales allemande et suisse la transposent depuis des décennies dans des politiques anti-inflationnistes efficaces. Le troisième courant a été influencé non seulement par la théorie du cycle conjoncturel d'avant la Deuxième Guerre mondiale, mais aussi par la douloureuse expérience des cycles expansion-contraction déjà évoqués.

Même si les modes changent, l'influence des deuxième et troisième écoles semble augmenter. Ces dernières années, diverses banques centrales ont invoqué, en relevant leurs taux directeurs, des inquiétudes liées à l'expansion très rapide du crédit et à l'augmentation du prix des actifs. D'autres ont annoncé leur intention d'allonger leur horizon habituel, de façon à mieux évaluer toutes les conséquences possibles de leur politique. Enfin, presque partout, la « normalisation » des taux directeurs est à l'ordre du jour ; cette notion suppose logiquement que la pertinence de la politique ne peut être jugée sur son seul impact à court terme.

Plusieurs facteurs ont contribué à cette nouvelle approche. Partout, il est devenu plus difficile de prévoir l'inflation au moyen des méthodologies classiques. Les banques centrales sont donc à la recherche de nouveaux indicateurs, au nombre desquels les agrégats de monnaie et de crédit. D'ailleurs, les travaux de recherche menés dans plusieurs banques centrales ont récemment révélé une relation apparemment fiable entre agrégats monétaires et inflation sur longue période. En outre, les nouvelles crises et l'analyse plus poussée des crises passées ont fourni des preuves empiriques justifiant les craintes spécifiques exposées par le troisième courant d'idées. Enfin, à mesure que se sont accumulés les signes de multiples déséquilibres au sein de l'économie mondiale et d'un aplatissement des courbes de Phillips à court terme, les pertes économiques potentielles en cas de renversement du cycle ont été revues à la hausse. En somme, les erreurs de stratégie sont devenues plus lourdes de conséquences. Tous ces facteurs ont concouru à stimuler le débat, voire parfois à faire changer les avis.

Une deuxième question, qui donne lieu à diverses réponses, concerne la meilleure façon de faire face à l'apparente nature procyclique du système financier. Autrement dit, les autorités monétaires devraient-elles parfois freiner la reprise, même en l'absence de tensions inflationnistes ? Et, si oui, comment ? Ou bien devraient-elles plutôt contrer le renversement ultérieur, et si oui, comment ? Ou encore, compte tenu des limites de notre compréhension et des lacunes de chacun des instruments disponibles actuellement, devraient-elles agir dans ces deux directions en recourant simultanément à plusieurs instruments ? À moins d'une rereglementation stricte des marchés financiers qui, avec le temps, engendrerait nombre de distorsions préjudiciables, cette approche plus pragmatique de la procyclicalité pourrait présenter bien des avantages.

Un resserrement monétaire en phase haussière du cycle aurait pour principal avantage de modérer les comportements excessifs en matière économique et financière et, donc, de contenir les coûts du renversement. Cette approche présente naturellement de grandes difficultés pratiques. Comment les autorités évaluent-elles le moment où l'ampleur des déséquilibres est telle qu'une riposte s'impose ? Quel degré de resserrement serait requis pour modérer l'euphorie du marché, et une telle politique risque-t-elle de nuire gravement aux secteurs non touchés de l'économie ? Ces questions ont été soulevées maintes fois, avec raison, par rapport aux épineux problèmes que rencontreraient les banquiers centraux en cherchant à cibler les prix des actifs. L'idée proposée ici consisterait plutôt à réagir quand, simultanément, plusieurs indicateurs – pas seulement les prix des actifs mais aussi l'expansion du crédit et les comportements en matière de dépense – signalent une augmentation des expositions. En principe, une telle configuration serait à la fois plus rare et plus facile à détecter. En outre, plus l'euphorie sera généralisée, moins il y aura lieu de s'inquiéter des répercussions plus vastes d'un resserrement.

Cela étant, cette recommandation posera un problème particulier aux économies ouvertes de petite taille, mais aussi de plus en plus à d'autres, si le niveau relativement élevé de leurs taux d'intérêt attire une abondance de capitaux, qui peuvent eux-mêmes favoriser une nette appréciation du change et des conditions de financement domestiques plus souples. Ces deux éléments peuvent, un temps, exacerber les déséquilibres fondamentaux qui préoccupent les autorités, comme on l'a constaté tout récemment en Nouvelle-Zélande et en Thaïlande. Il pourrait être alors souhaitable de durcir la politique budgétaire. Or, si cela ne fait que renforcer la confiance dans le pays, une telle mesure pourrait attirer encore plus de capitaux. Un durcissement budgétaire pourrait, par ailleurs, s'avérer difficile à mettre en œuvre sur le plan politique, les recettes fiscales inattendues résultant de l'expansion faisant souvent paraître trop sage l'orientation budgétaire du gouvernement. À plus long terme, ce type de difficultés récurrentes pourrait finir par remettre en question la viabilité des monnaies de certaines petites économies. Cette évolution n'est pas sans rappeler ce qui s'est passé en Europe après l'assouplissement des restrictions sur les mouvements de capitaux dans les années 1980.

Devant l'ampleur des difficultés, plusieurs petits pays ont adopté, sans grand succès cependant, tout un arsenal de mesures administratives visant à restreindre le crédit : contrôles sur les mouvements de capitaux, relèvements des coefficients de réserves obligatoires, modifications des pondérations de risque et réductions des ratios prêt/valeur, pour n'en citer que quelques-unes. De toute façon, les initiatives de ce type sont presque toujours contournées.

Au-delà de ces difficultés d'ordre pratique, l'impact potentiel, en termes de coûts, des problèmes évoqués appelle une coopération plus systématique entre autorité monétaire et instance réglementaire. L'une et l'autre devraient ainsi convenir des mesures à prendre respectivement pour atténuer les risques associés à une exposition croissante au risque de crédit, en s'appuyant, de préférence, sur de meilleures informations que celles qui sont disponibles

aujourd'hui sur l'exposition des ménages, des entreprises et des banques. De fait, dans certains cas, l'apparition de difficultés pourrait nécessiter une coopération accrue à l'échelon international, plutôt que seulement national. En Europe centrale et orientale, par exemple, la majorité des prêts émanent de banques commerciales dont le siège se trouve en Europe occidentale. Si, pour la quasi-totalité de ces établissements, le risque en capital est peu important, le risque macroéconomique des pays bénéficiaires ne cesse de croître.

Compte tenu de toutes les difficultés inhérentes à une action préventive, l'existence d'un second courant d'idées, là aussi, ne surprend guère. Pour l'essentiel, si ce courant admet le caractère inéluctable des renversements de cycle, il considère qu'un assouplissement monétaire énergique *a posteriori* peut en réduire notablement les coûts. Cette approche a d'ailleurs été mise en œuvre à plusieurs reprises au cours des vingt dernières années, en particulier en 2001, et semble avoir souvent donné d'assez bons résultats.

Pourtant, cette seconde approche présente, elle aussi, des imperfections. Tout d'abord, son succès n'est pas garanti, comme l'illustre le cas du Japon. Peut-on expliquer une quinzaine d'années d'activité atone par une insuffisance de l'assouplissement monétaire de 1991 ? En fait, les taux directeurs ont été très fortement abaissés à l'époque, tout comme aux États-Unis en 1930, avec un effet aussi limité. Les explications les plus plausibles sont que le seuil inférieur associé au taux zéro est devenu une véritable contrainte et que le niveau excessif de l'investissement et de la dette accumulée en bonne période a pesé sur l'économie pendant des années.

Si réduire les taux pour soutenir la demande peut sembler logique, une politique prolongée de taux bas peut aussi avoir des effets secondaires. Côté offre, des taux d'intérêt inférieurs au niveau d'équilibre ont pour effet de transférer la richesse des créanciers aux débiteurs, ce qui, avec le temps, a tendance à affaiblir les taux d'épargne et le potentiel économique. Si les entreprises moribondes sont autorisées à survivre, la persistance de surcapacités risque fort de détériorer les bénéfices et la viabilité des autres. Au niveau financier, des conditions favorables peuvent aussi encourager les fusions-acquisitions, comme on l'a vu tout récemment. Non seulement l'expérience montre que ces prises de contrôle ne créent pas de valeur ajoutée, mais la crainte qu'elles suscitent pourrait encourager les entreprises à s'endetter à titre préventif. Au sein du secteur financier, la quête de rendement pourrait pousser à l'imprudence. À terme, tous ces facteurs ne font qu'accentuer la vulnérabilité aux chocs de l'économie. En fait, répondre au problème actuel d'insuffisance de la demande en maintenant une orientation accommodante peut ouvrir la voie à des problèmes plus graves.

Ces considérations amènent à conclure que la gestion des problèmes par des injections de liquidités doit s'accompagner, à tout le moins, de mesures plus concrètes et fondamentales visant à résorber l'excès de dette et d'investissement improductif constitué lors de la phase antérieure. Les entreprises dont les chances de survie ne sont pas manifestes devraient être fermées rapidement, aux frais des actionnaires et des dirigeants, les autres ayant alors la possibilité de trouver d'autres moyens pour exploiter les éventuelles ressources restantes. En outre, si le système bancaire est

gravement atteint à son tour, il devrait être restructuré conformément aux sages principes appris des crises bancaires ayant affecté les pays nordiques au début des années 1990.

De telles mesures requièrent un ensemble de compétences souvent indisponibles, en particulier dans les économies émergentes : comptables, évaluateurs, juristes et conseillers en matière d'insolvabilité. En outre, dans bien des cas, les procédures judiciaires ne sont pas encore suffisamment développées pour garantir des solutions rapides et définitives, soit par la voie des tribunaux, soit par des règlements amiables. Il n'est pas difficile d'imaginer que, dans certains pays, ce genre de lacunes puisse conduire à la passivité en cas de crises. De toute évidence, il importe de s'intéresser à cette question au plus tôt, car il faudra certainement du temps pour pallier de telles insuffisances. Certes, les grands établissements financiers des économies industrielles avancées tentent actuellement de faire face au problème en constituant des équipes spécialisées dans les restructurations et les faillites. En outre, les fonds « vautours » sont de plus en plus présents. Le tout, cependant, est de savoir s'il y a lieu de s'en réjouir ou de s'en inquiéter.

Quel cap pour les politiques macroéconomiques ?

Recenser les diverses incertitudes entourant les perspectives économiques et financières qui compliquent encore l'élaboration de la riposte la mieux adaptée est une chose. Intégrer dans le choix de cette riposte le caractère nécessairement prospectif de la politique économique en est une autre, au demeurant incontournable. Heureusement, l'actuelle conjonction de circonstances permet de se risquer à certaines recommandations, qui se résument, pour l'essentiel, à extrapoler un présent somme toute favorable pour se préparer à un avenir, par définition, plus incertain.

S'agissant de la politique monétaire, un nouveau resserrement pourrait permettre de prévenir l'inflation à court terme ainsi qu'une nouvelle aggravation des déséquilibres à moyen terme. Les tensions inflationnistes semblent s'exacerber dans le monde, tandis que les signes de déséquilibres continuent de se multiplier. Pour contrer les tensions inflationnistes, les économies qui affichent un déficit extérieur – surtout les plus grandes d'entre elles – se devraient, en principe, d'agir dans le sens d'une modération de la demande mondiale. S'agissant des déséquilibres et des mauvaises allocations des ressources, il convient de noter qu'en Chine l'écart entre les taux d'intérêt observés et le taux « normal » déterminé par le potentiel de croissance de l'économie paraît particulièrement grand.

Le Japon a été confronté à des pressions persistantes à la baisse sur les prix, qui s'expliquent toutefois de plus en plus par les chocs d'offre positifs observés ailleurs. Ce constat, conjugué à la réduction poursuivie de longue date de l'endettement des entreprises et du volume des prêts improductifs, donne à penser que le risque de spirale déflationniste a bien diminué. Une croissance en apparence soutenue et des sorties de capitaux aux effets potentiellement indésirables ailleurs plaident pour une poursuite de la normalisation graduelle des taux d'intérêt par la Banque du Japon.

Quant à la politique budgétaire, des considérations de court et moyen terme devraient également l'orienter dans la même direction. Un durcissement pourrait contribuer à modérer la croissance de la demande mondiale, bien que les dangers d'un réglage fin à cet égard ne soient pas négligeables. Dans une optique de plus long terme, les déficits et l'endettement publics sont considérés comme inquiétants dans de nombreux pays. Les pays qui présentent en particulier des déficits jumeaux (budgétaire et extérieur) auraient beaucoup à gagner d'un assainissement budgétaire ; cela pourrait concourir, notamment, à une réduction des primes de risque, de la probabilité de fuite des capitaux en cas de contre-performance de l'économie et, naturellement, de l'éventualité connexe de brusques variations de change.

Si, d'une manière générale, les grandes économies à régime de change flottant devraient continuer à laisser leur monnaie flotter librement, la dépréciation persistante du yen est, de toute évidence, une anomalie. Un resserrement monétaire contribuerait à redresser la situation ; mais il semble que le problème sous-jacent tiende à une conviction trop bien ancrée, chez les investisseurs, que le Japon ne laissera pas le yen s'apprécier de façon importante. Pour y remédier, il conviendrait peut-être d'inciter les investisseurs à se remémorer l'automne 1998, quand le yen a progressé de plus de 10 % par rapport au dollar EU en l'espace de deux jours, provoquant de lourdes pertes sur les opérations spéculatives de *carry trade*.

Il devrait y avoir également une plus grande volonté de laisser le renminbi s'apprécier, même si l'on admet que cela posera de formidables défis internes aux autorités chinoises. Les autres monnaies d'Asie pourraient ainsi gagner du terrain par rapport au dollar EU, ce qui contribuerait, là encore, à réduire les déséquilibres des échanges commerciaux dans le monde. Si d'aucuns en Chine semblent croire que les problèmes récents du Japon sont dus au fait que les autorités ont laissé le yen s'apprécier à la fin des années 1980, leur interprétation de l'histoire est erronée. Le renversement japonais s'est préparé lors de la phase antérieure d'expansion monétaire incontrôlée, qui visait à maintenir le yen à un bas niveau. Par ailleurs, au vu du rythme récent des taux d'expansion du crédit, du renchérissement des actifs et des investissements massifs dans l'industrie lourde, l'économie chinoise semble présenter des symptômes tout aussi préoccupants.

Le dynamisme de la conjoncture économique et financière devrait aussi favoriser des réformes structurelles qui renforceraient la croissance mondiale. Dans l'économie réelle, la tâche peut-être la plus difficile sera de faciliter le transfert des ressources au secteur des biens non échangeables dans des pays qui enregistrent actuellement un important excédent commercial, en particulier la Chine et le Japon. Dans la même logique, pour contribuer à réduire le déficit courant des États-Unis, un transfert au profit du secteur des biens échangeables apparaît indispensable dans ce pays.

Pour l'heure, le problème vient de ce que l'allocation des ressources dans les trois pays va résolument dans le mauvais sens. En Chine et au Japon, l'investissement est encore largement axé sur les marchés d'exportation. Sans compter qu'en cas de choc économique affectant l'Asie, il y a de fortes chances que les marchés d'exportation soient encore davantage privilégiés pour ne pas

compromettre l'emploi. La menace que représente la montée des pressions protectionnistes, déjà très vives, dans les pays occidentaux s'en trouverait encore accentuée. Aux États-Unis, les récents investissements massifs dans l'immobilier résidentiel – ultime bien non échangeable, non fongible et de longue durée – n'aident en rien au processus d'ajustement extérieur. Pour réaliser l'indispensable redistribution interne du capital et de la main-d'œuvre dans les pays concernés, il serait peut-être nécessaire que les indications transmises par les variations de change soient encore plus nettes pour avoir un impact.

S'agissant de l'évolution dans le secteur financier, il serait évidemment peu souhaitable, même si c'était possible, de revenir quelques décennies en arrière dans les économies industrielles avancées. On peut néanmoins s'interroger sur certains des bienfaits présumés de la présence de nouveaux acteurs, de nouveaux instruments et de nouveaux modèles, en particulier l'approche « émission et distribution », désormais si répandue. Ces évolutions présentent d'indéniables avantages, mais elles peuvent aussi s'accompagner de coûteux effets secondaires. Dans les économies émergentes, le principal argument est que la libéralisation doit être précédée de changements structurels qui permettront aux systèmes financiers de continuer à faire preuve de résilience face aux chocs tant intérieurs qu'extérieurs. Si de gros progrès ont été accomplis, beaucoup reste à faire cependant.

Enfin, il convient de signaler que les autorités nationales ont toujours dû s'efforcer de contrer les chocs extérieurs, mais, dans l'univers qui est le nôtre, mondialisé et dominé par les forces du marché, ces chocs sont toujours plus lourds de conséquences. En outre, pour les mêmes raisons, leur action a des répercussions de plus en plus grandes sur les autres pays. Ces interactions existent en tout temps mais elles revêtent peut-être davantage d'importance en période de difficultés, quand les efforts déployés un peu partout doivent être canalisés pour gérer à moindre coût les problèmes internationaux. Si la coopération internationale s'est améliorée dans certains domaines, les structures politiques et institutionnelles n'ont pas évolué en phase avec les réalités d'un monde en mutation. Les autorités nationales ont encore trop tendance à faire cavalier seul, et le dialogue international, à ne pas être suivi d'effet. Il s'agit là d'un autre déséquilibre mondial qu'il est urgent de corriger.