

# Vue d'ensemble des chapitres économiques

## Chapitre I

La crise financière a légué aux autorités, en particulier dans les pays industrialisés, une très lourde tâche. Celles-ci doivent, en effet, inscrire leur action dans une perspective de moyen à long terme, tout en essayant de soutenir une reprise qui demeure fragile et inégale. Les ménages ont tout juste commencé à réduire leur endettement, et continuent donc de modérer leurs dépenses. Des mesures de soutien exceptionnelles ont aidé à endiguer la contagion entre les marchés et permis d'éviter le pire, mais certaines initiatives ont retardé les ajustements qui s'imposent dans l'économie réelle et le secteur financier, où la réduction de l'effet de levier et le redressement des bilans sont loin d'être achevés. Tout cela continue de peser sur la confiance. Les vulnérabilités qui subsistent dans le secteur financier et les effets secondaires des soins intensifs encore prodigués se conjuguent pour menacer les économies d'une rechute et miner les efforts de réforme.

Le soutien macroéconomique a ses limites. Celles de la stimulation budgétaire ont été atteintes dans un certain nombre de pays, ainsi qu'en témoignent les réactions récentes des marchés. Plusieurs pays industrialisés doivent procéder sans tarder à un assainissement en profondeur des finances publiques, tout en introduisant des réformes structurelles pour en assurer la viabilité, sur le long terme, et faciliter ainsi la croissance. S'agissant de la politique monétaire, quand bien même l'activité économique est fragile et l'inflation sous-jacente, peu élevée, maintenir trop longtemps des taux d'intérêt proches de zéro, alors que la liquidité est abondante, entraîne des distorsions et crée des risques pour la stabilité financière et monétaire.

Il faut mener à terme la réforme en profondeur du système financier, afin d'asseoir celui-ci sur des bases plus stables à même de soutenir une croissance durablement élevée. La réforme devrait déboucher, avant tout, sur des politiques réglementaires et prudentielles plus efficaces, s'inscrivant dans un cadre stratégique et intégrant aussi la contribution de la politique macroéconomique. Étayé par des dispositifs de gouvernance solides et une coopération internationale efficace, ce cadre global favoriserait la réalisation du double objectif de stabilité financière et macroéconomique.

## Chapitre II

Alors que le risque de surchauffe menace certaines économies émergentes, le PIB de la plupart des économies avancées reste bien inférieur à ses niveaux d'avant la crise, en dépit d'une forte stimulation monétaire et budgétaire. L'augmentation rapide de l'endettement des États suscite des interrogations pressantes sur la viabilité des finances publiques.

Les banques ont augmenté leur volant de fonds propres, et leurs profits ont été gonflés par une série de facteurs temporaires. Toutefois, elles ne sont

pas à l'abri de nouvelles pertes sur prêts. Comme l'ont montré les turbulences récentes des marchés du financement, les banques peuvent rencontrer des difficultés de refinancement considérables en cas de retournement du sentiment des marchés. Les banques des pays en crise ont accompli quelques progrès dans le redressement de leur bilan, mais ce processus est loin d'être achevé. Les efforts engagés pour restructurer et renforcer le système financier doivent donc se poursuivre.

Pour stabiliser le système financier et l'économie réelle, les banques centrales ont abaissé très sensiblement leurs taux directeurs durant la crise. Cette décision cruciale, renforcée par les mesures non conventionnelles prises afin de remédier aux dysfonctionnements des marchés, a aidé à éviter une catastrophe économique. Mais la stimulation monétaire a aussi ses limites. Le bas niveau des taux d'intérêt peut fausser les décisions d'investissement. Les risques pour la stabilité financière associés à des taux directeurs durablement bas doivent aussi être pesés avec le plus grand soin. En effet, une telle politique peut encourager les emprunteurs à s'endetter à plus court terme, amplifier l'effet de levier alimentant l'achat d'actifs à risques et retarder le nécessaire ajustement des bilans. Les autorités peuvent – et devraient – s'attaquer à ces risques en utilisant d'autres instruments, mais elles seront peut-être amenées à resserrer leur politique monétaire plus tôt que les seules perspectives macroéconomiques ne le laissent envisager.

Chapitre III

Les économies émergentes connaissent une reprise vigoureuse et une accélération de l'inflation. Compte tenu de la politique de taux bas pratiquée sur les principales places financières, bon nombre de ces économies craignent que leurs perspectives de croissance plus soutenue ne provoquent un afflux déstabilisant de capitaux et n'entraînent une appréciation de leur monnaie. Certaines d'entre elles continuent de maintenir les taux directeurs à un bas niveau et de résister à une appréciation du change par des interventions massives. Ces politiques tendent à s'accompagner d'une expansion des bilans des banques, d'une croissance rapide du crédit et d'une flambée des prix des actifs, ce qui augmente le risque de surchauffe. Afin de favoriser une croissance plus équilibrée sur les plans intérieur et international, certaines de ces économies pourraient s'appuyer davantage sur un assouplissement du change et un resserrement monétaire. Elles pourraient, par ailleurs, recourir largement aux outils prudentiels pour améliorer la résistance du système financier aux chocs internes et externes. Quant au contrôle des capitaux, s'il peut jouer un rôle limité et temporaire, il est peu probable qu'il se révèle efficace sur le moyen terme.

Chapitre IV

La dette publique de nombreux pays industrialisés est engagée dans une voie intenable. Les déficits budgétaires actuels – en partie conjoncturels, mais creusés aussi par les réponses des autorités à la crise – sont importants par rapport au PIB. De plus, les dépenses entraînées par le vieillissement démographique vont considérablement augmenter dans les prochaines décennies. Les événements récents concernant la Grèce et d'autres pays d'Europe méridionale montrent à quelle vitesse peuvent se propager d'un pays à l'autre les doutes des investisseurs sur la viabilité des finances publiques.

Chapitre V

En outre, le lourd endettement des États risque d'affaiblir la croissance économique à long terme et de compromettre, en définitive, la stabilité monétaire.

Ces risques soulignent l'urgence de mesures crédibles en vue de réduire le déficit budgétaire dans plusieurs pays industrialisés. Pour s'attaquer aux déséquilibres à long terme des finances publiques, il est indispensable d'entreprendre des réformes structurelles qui stimulent la croissance de la production potentielle et endiguent l'accroissement prévisible des dépenses liées au vieillissement démographique. Ces mesures risquent d'avoir, à bref délai, des effets négatifs sur la croissance, mais y renoncer exposerait à une perte soudaine de confiance du marché – ce qui serait bien pire. Un plan d'assainissement prévoyant de réduire les déficits de plusieurs points de PIB sur un certain nombre d'années offrirait des avantages appréciables : des taux d'intérêt à long terme bas et stables, un système financier moins fragile et, en dernière analyse, de meilleures perspectives pour l'investissement et la croissance à long terme.

Chapitre VI

La crise a révélé des déficiences graves dans le modèle opérationnel des établissements financiers. Parce qu'ils ont obtenu pendant longtemps un rendement relativement bas sur leurs actifs, les établissements financiers ont utilisé un important effet de levier pour atteindre leurs objectifs en termes de rendement des fonds propres. Ils ont aussi largement tiré parti du faible coût des financements à court terme. Cette stratégie a rendu leurs profits plus volatils, en périodes de tensions notamment. Depuis la crise, les investisseurs se montrent plus sélectifs, et privilégient les établissements financiers qui s'appuient sur des modèles plus prudents et plus résistants. La priorité des autorités consiste désormais à incorporer dans le cadre réglementaire les normes plus exigeantes imposées par le marché lui-même. L'amélioration de la qualité des fonds propres, la réduction de l'effet de levier et un financement plus stable devraient rendre le secteur plus résistant à l'avenir, sans pour autant compromettre nécessairement sa viabilité à moyen terme, en particulier si la restructuration se poursuit et si les surcapacités sont progressivement résorbées. Enfin, des modèles opérationnels plus sains devraient permettre de contenir les coûts de financement et, ce faisant, aider le secteur à enregistrer durablement des performances solides et stables.

Chapitre VII

La stabilité du système financier est compromise par diverses incitations inappropriées et des interactions procycliques. La politique macroprudentielle, qui élargit la perspective de la politique prudentielle traditionnelle, est capable de rendre le système financier plus résistant à la procyclicité en adaptant les outils prudentiels classiques. Il est possible, par exemple, d'imposer aux banques de constituer un volant de fonds propres anticyclique en période de boum, lorsque l'expansion du crédit dépasse son rythme tendanciel, pour utiliser ces ressources en période de ralentissement conjoncturel. D'autres mesures, telles que le plafonnement du ratio prêt/valeur pour les emprunts hypothécaires, peuvent faire office de stabilisateurs automatiques ; en effet, ces plafonds seront plus contraignants dans les périodes d'euphorie, durant lesquelles les banques essaient, en général, d'augmenter leurs prêts immobiliers en acceptant des ratios prêt/valeur élevés. Ce type d'approche

pourrait aider à contenir les excès du crédit et des prix des actifs et, ce faisant, freiner l'accumulation de vulnérabilités financières systémiques.

La réponse à la procyclicité est étroitement liée à la politique de stabilisation macroéconomique traditionnelle. Un système financier plus résilient viendra compléter les politiques monétaire et budgétaire anticycliques en aidant à désamorcer les menaces qui pèsent sur sa stabilité durant les phases de ralentissement économique. Cela dit, la politique monétaire doit s'opposer davantage à l'accumulation de vulnérabilités financières systémiques en période d'euphorie. Elle peut le faire en se fixant un horizon plus lointain, ce qui servira plus efficacement la stabilité des prix sur le long terme.