

## I. Bâtir un avenir stable

Le pessimisme ayant fini par lasser, l'optimisme reprend pied. Reste à savoir si ce sont les événements qui ont eu raison d'un pessimisme né de la lenteur de la reprise et, donc, si l'optimisme est justifié. Aujourd'hui, plusieurs facteurs confortent le changement de perception. La croissance des économies émergentes est robuste, et la reprise paraît être bien engagée dans les pays qui étaient au cœur de la crise de 2007–2009. Les défis à relever n'en sont pas moins formidables : endettement massif, déséquilibres mondiaux, taux d'intérêt extrêmement bas, réforme de la réglementation inachevée, statistiques financières encore trop partielles pour rendre compte de tensions naissantes aux plans national et international.

L'endettement des États, alourdi par la crise, a accentué l'orientation déjà intenable des politiques budgétaires, et la dette du secteur privé demeure trop élevée. De ce fait, les pouvoirs publics et les ménages n'ont, pour ainsi dire, aucune marge de manœuvre à l'heure actuelle. Toutes les crises financières, en particulier lorsqu'elles résultent d'un boum des prix immobiliers alimenté par le crédit, laissent derrière elles de profonds dommages. Pour autant, il faut se garder d'entreprendre des politiques qui ralentiraient l'ajustement inévitable. Plus vite les économies avancées abandonneront le modèle de croissance tirée par l'endettement, qui a précipité la récente récession, plus vite elles résorberont un déséquilibre accumulé durant la dernière décennie et renoueront avec une croissance durable. Il est grand temps d'assainir les finances publiques et privées.

Le processus d'intégration des marchés et systèmes financiers continue de produire des effets bénéfiques importants et tangibles sur le plan économique. Mais ces gains s'accompagnent de risques qu'il convient de bien gérer. L'offre et la demande globales semblent à peu près équilibrées à l'échelle mondiale. Toutefois, les soldes des paiements courants, qui avaient diminué durant la crise, augmentent à nouveau, signe que la demande intérieure est trop forte dans certains pays, et trop faible dans d'autres. Et, s'il est possible que les déséquilibres courants s'estompent sans heurts ni dommages, le danger est qu'ils continuent de croître et d'encourager les appels au protectionnisme. C'est là que la coopération et la coordination internationales des politiques sont les plus nécessaires, or c'est là qu'elles font le plus défaut.

Au-delà, les flux de capitaux ne posent pas seulement un problème en termes nets : les volumes bruts ont atteint une ampleur colossale. Leur renversement soudain pourrait donc perturber gravement les prix des actifs, les taux d'intérêt, voire les prix des biens et services dans les pays destinataires, mais aussi d'origine, des capitaux. Qui plus est, les flux internationaux rendent possible une expansion rapide du crédit, même en l'absence d'épargne intérieure. À cet égard, la persistance de taux d'intérêt inhabituellement bas a joué un rôle en encourageant et facilitant ces flux.

Bon nombre des problèmes auxquels nous devons faire face aujourd'hui sont la conséquence directe d'une troisième année consécutive de conditions financières extrêmement accommodantes. Les taux d'intérêt étant proches de zéro dans les principales économies avancées, le risque de raviver les distorsions qu'ils étaient censés combattre est de plus en plus grand. Le vif essor de la croissance dans les économies émergentes explique que celles-ci ont été les premières à susciter des préoccupations lorsque l'inflation a commencé à s'accélérer, il y aura bientôt deux ans. Mais, aujourd'hui, avec l'explosion des prix des denrées alimentaires, de l'énergie et des autres produits de base, l'inflation est partout source de préoccupations. Au niveau mondial, l'orientation actuelle des politiques monétaires paraît, de ce fait, incompatible avec la stabilité des prix.

Les avancées de la réglementation financière durant l'année écoulée représentent un incontestable succès. Des accords internationaux ont été conclus en vue de rehausser les exigences de fonds propres et d'introduire de nouvelles normes de liquidité pour les banques, et leur mise en œuvre a commencé. Mais le travail se poursuit sur les questions majeures encore en suspens. Nous devons, d'abord, nous assurer que les établissements financiers d'importance systémique pourront résister au prochain choc d'envergure, qui ne manquera pas de se produire. Nous devons, ensuite, améliorer les régimes de résolution mis en place pour les établissements défaillants et établir des accords de coopération entre juridictions à cet égard. Nous devons, enfin, continuer de veiller à ce que le terrain réglementaire soit suffisamment ferme et étendu pour couvrir tous les établissements proposant des services bancaires.

Il nous faut aussi, à l'évidence, nous assurer que le nouveau cadre de réglementation qui se met en place est accepté par tous. Les investisseurs et les établissements financiers doivent comprendre et admettre le fait que le paysage financier a changé et qu'ils doivent adapter leur comportement en conséquence. L'enjeu, pour les autorités de réglementation et les autres responsables économiques, consiste à rendre les règles compatibles avec les incitations – autrement dit, à faire en sorte que les dirigeants des établissements financiers comprennent qu'il est dans leur intérêt d'agir de manière à réduire le risque d'effondrement du système.

Par ailleurs, pour suivre l'activité financière et anticiper les épisodes de tension, nous avons besoin de données sur les marchés et les établissements plus complètes, et de meilleure qualité, que celles disponibles actuellement. Pour préserver la stabilité financière, il est essentiel, en outre, de s'accorder sur les moyens les plus pratiques de pallier cette insuffisance de données et de les mettre en œuvre sans tarder.

Ces défis – endettement élevé des secteurs public et privé, déséquilibres mondiaux, politiques monétaires extrêmement accommodantes, programme inachevé de réformes financières et lacunes dans les données financières – sont les thèmes des chapitres économiques du *81<sup>e</sup> Rapport annuel BRI*. Avant de les aborder, toutefois, il convient de les replacer en contexte, en faisant un bref tour d'horizon des événements financiers et économiques de l'année écoulée.

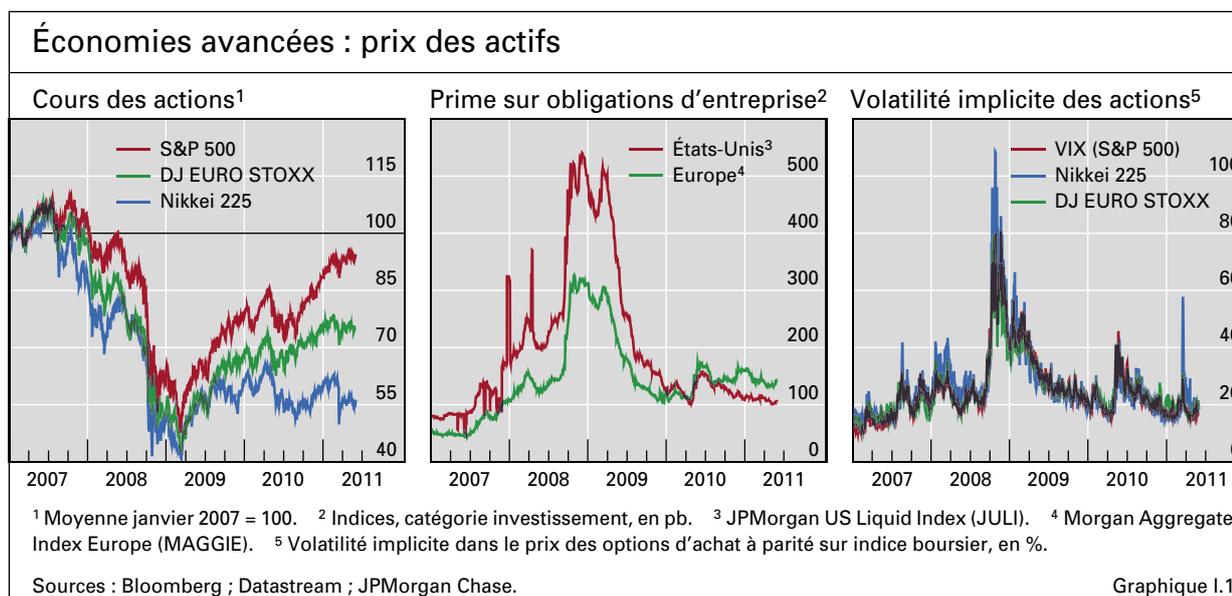
## Retour sur l'année écoulée

Deux événements ont dominé le panorama économique et financier au cours de l'année écoulée : le raffermissement progressif de la confiance dans le caractère désormais autonome de la reprise, et les répercussions durables des problèmes de la dette souveraine auxquels sont confrontés quelques pays à la périphérie de la zone euro.

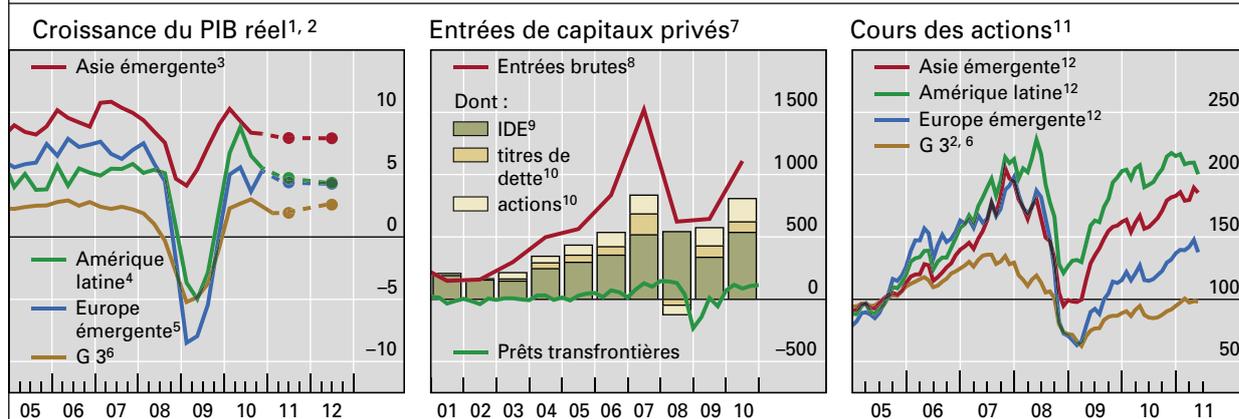
### *Reprise dans les économies avancées*

Durant la majeure partie de 2010, la reprise est restée hésitante dans les grandes économies avancées. De faibles indicateurs macroéconomiques, conjugués aux problèmes de déficit budgétaire frappant la zone euro, ont fait craindre que la croissance s'essouffle, voire s'inverse. Les grandes banques centrales ont répondu en retardant le retour à des politiques normales et pris des initiatives de stimulation en adoptant ou prorogeant des mesures exceptionnelles.

En octobre 2010, la Banque du Japon a annoncé un programme de ¥5 000 milliards prévoyant l'acquisition d'une large gamme d'instruments, afin d'abaisser les primes de risque et de relever les prix des actifs. Un mois plus tard, la Réserve fédérale des États-Unis a engagé un deuxième programme d'acquisition d'obligations du Trésor – vaste programme connu sous le sigle QE2 – dans le but d'augmenter ses avoirs de \$600 milliards d'ici juin 2011. Anticipant l'initiative de la Réserve fédérale, les marchés avaient commencé à pousser les cours des actions et obligations américaines à la hausse bien avant l'annonce, début novembre. Le vote par le Congrès d'un nouveau plan de relance de \$858 milliards, en décembre, a accentué la tendance positive des marchés. D'une façon plus générale, un flux de plus en plus soutenu de bonnes nouvelles économiques a contribué à l'amélioration des anticipations ainsi qu'à un renchérissement des actifs à risque et à la baisse de la volatilité implicite aux États-Unis, en Europe et au Japon (graphique I.1).



## Divergence entre économies avancées et économies émergentes



<sup>1</sup> Variation sur 1 an du PIB réel trimestriel, en %. Points en 2011 et 2012 : dernières prévisions consensuelles pour l'année complète.

<sup>2</sup> Moyenne des économies citées, pondérée sur la base des PIB et PPA de 2005. <sup>3</sup> Chine, Corée, Inde, Indonésie, Malaisie et Thaïlande.

<sup>4</sup> Argentine, Brésil, Chili, Mexique et Pérou. <sup>5</sup> Hongrie, Pologne, Russie, République tchèque et Turquie. <sup>6</sup> États-Unis, zone euro et Japon.

<sup>7</sup> Somme de 23 grandes économies émergentes ; en milliards de dollars. <sup>8</sup> 2010 : estimations FMI (*Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2011). En raison de lacunes dans certaines données, les montants peuvent inclure des flux officiels.

<sup>9</sup> Investissement direct étranger. <sup>10</sup> Investissement de portefeuille ; 2010 : ventilation fondée sur des estimations BRI. <sup>11</sup> Moyenne mensuelle d'indices journaliers, en termes de monnaie locale ; moyenne 2005 = 100.

<sup>12</sup> Indices régionaux MSCI.

Sources : FMI ; © Consensus Economics ; Datastream ; MSCI ; données nationales ; estimations BRI.

Graphique I.2

Le séisme et le tsunami qui ont dévasté le Japon, début mars 2011, ont mobilisé l'attention du monde entier, mais n'ont entamé qu'un temps l'optimisme. Au moment où nous rédigeons ce rapport, les perturbations de l'offre qu'ils ont entraînées ne semblent pas suffisamment graves pour faire obstacle à la croissance régulière de l'économie mondiale.

L'activité est restée soutenue dans les grandes économies émergentes (graphique I.2, cadre de gauche). Conscients des disparités de la reprise mondiale, les investisseurs ont continué à augmenter la part des marchés émergents dans leurs portefeuilles (cadre du milieu), les cours des actions ayant progressé plus vite dans ces pays que dans les économies avancées (cadre de droite). Cet écart de performance a persisté jusqu'au moment où, début 2011, les craintes de surchauffe et d'inflation, conjuguées aux inquiétudes d'ordre géopolitique suscitées par les troubles au Moyen-Orient et en Afrique du Nord, ont entraîné un désengagement vis-à-vis de certains marchés émergents.

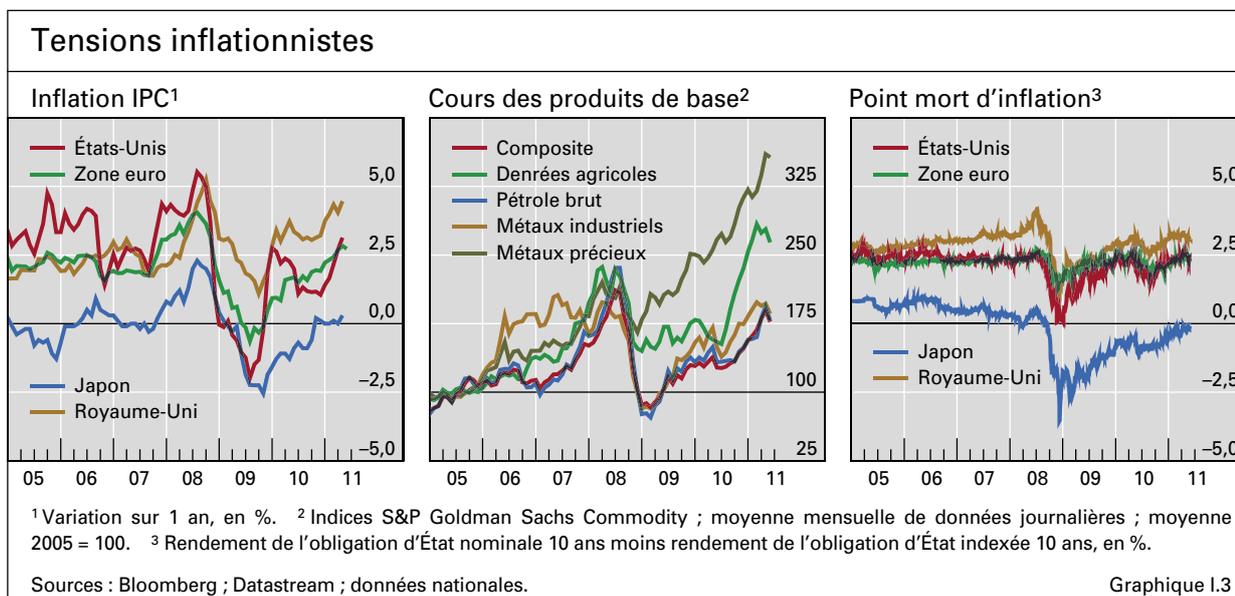
Si la hausse des prix des actifs, l'an passé, était due en grande partie à l'amélioration des fondamentaux, les comportements ont aussi joué un rôle, les investisseurs retrouvant peu à peu leur appétence pour le risque, comme on peut s'y attendre en début de phase d'expansion. Cette évolution s'est accompagnée d'une résurgence de l'innovation financière, marquée par la forte progression de nouveaux instruments et structures, tels que trackers synthétiques, titres adossés à des produits de base ou fonds alternatifs spécialisés dans ces produits. D'un côté, ce retour de l'innovation financière est un signe positif. De l'autre, l'arrivée sur le marché de nouveaux produits dont on ne connaît pas véritablement le niveau de risque n'est pas sans

évoquer les années qui ont mené à la crise. Le regain d'intérêt pour le risque et les produits innovants pose donc un sérieux défi aux autorités en charge de la stabilité financière.

*Tensions inflationnistes conduisant à réviser les anticipations de politique monétaire*

Dans les grandes économies avancées, où la sous-utilisation des capacités a atténué quelque temps les tensions sur les prix à la consommation, les anticipations d'inflation ont amorcé maintenant une hausse progressive. Outre la diminution des capacités inutilisées, l'envolée des prix des denrées alimentaires, de l'énergie et des autres produits de base a considérablement accentué les tensions inflationnistes à court terme pendant l'essentiel de l'année écoulée (graphique I.3, cadres de gauche et du milieu). Le renchérissement très sensible des denrées alimentaires s'explique par la conjonction d'un recul de l'offre mondiale dû aux aléas climatiques et d'une forte demande induite par la croissance mondiale. Si le bas niveau des stocks a exacerbé les tensions sur les prix de plusieurs produits de base, l'intérêt grandissant des investisseurs pour ce type de produits en tant que classe d'actifs a pu aussi jouer un rôle. Par ailleurs, les troubles politiques que le Moyen-Orient et l'Afrique du Nord ont connus au premier trimestre 2011 ont fait craindre de possibles perturbations de l'offre, contribuant ainsi à l'envolée spectaculaire des prix du pétrole.

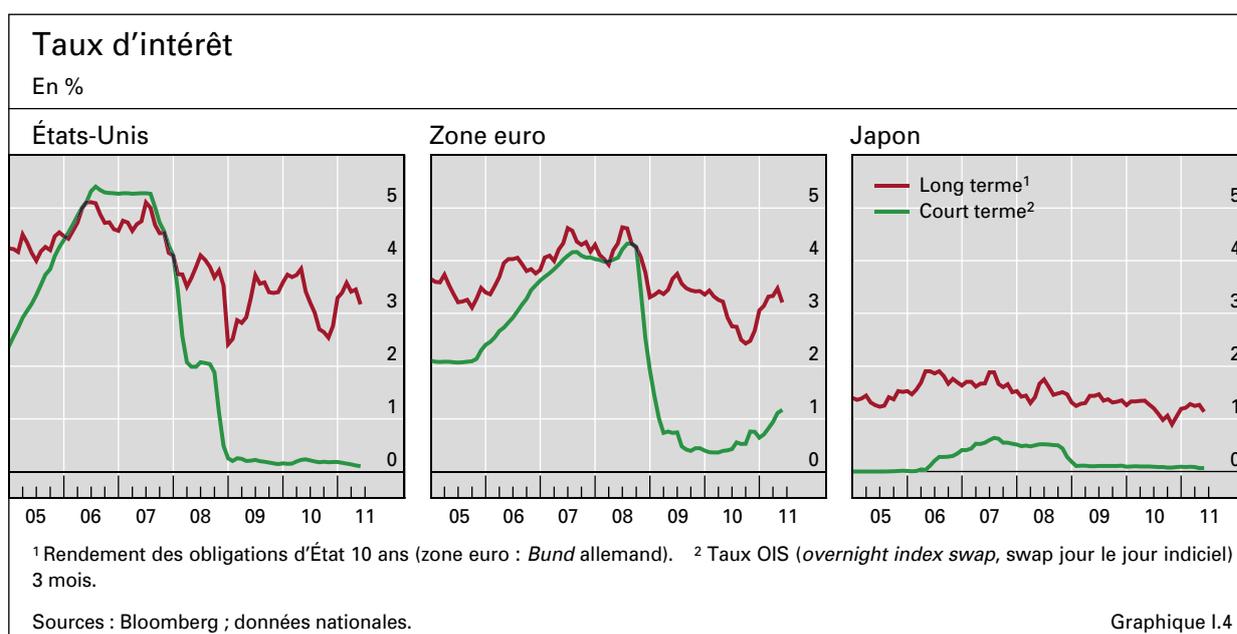
Dans ce contexte, le point mort d'inflation 10 ans a commencé à augmenter progressivement dans les grandes économies avancées au milieu de 2010 (graphique I.3, cadre de droite). Cette hausse résultait toutefois, en grande partie, de l'essor rapide de la prime d'inflation (inflation attendue plus facteur d'incertitude) **à court terme**. Malgré cela, les anticipations de point mort d'inflation aux horizons lointains sont restées relativement stables, donnant à penser que la crédibilité à long terme des banques centrales est demeurée intacte, au moins pour le moment.



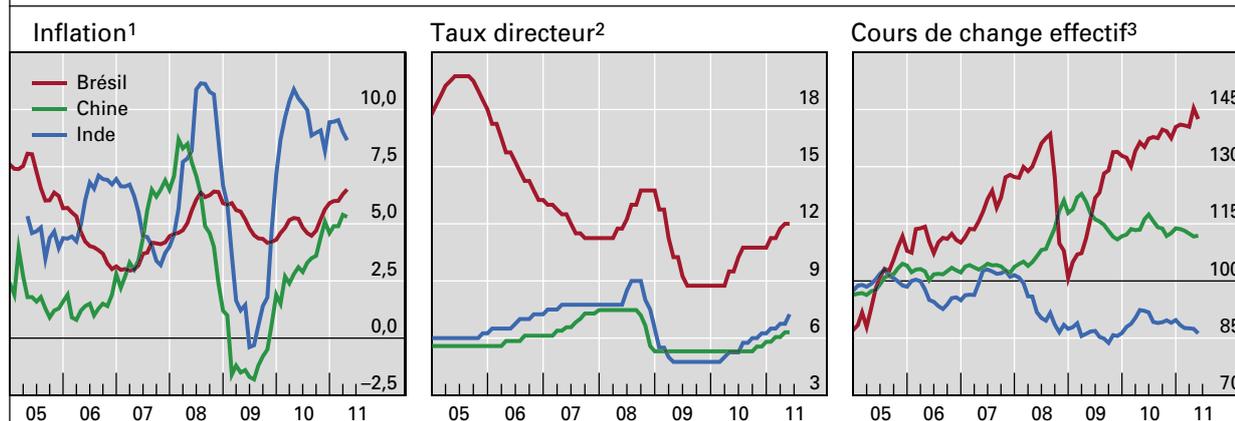
Mais la maîtrise durable de l'inflation passera par un durcissement des politiques menées et, comme l'inflation à court terme progresse, cela signifie qu'il faudra revenir plus vite à des taux directeurs normaux. Les anticipations d'une hausse des taux courts ont contribué à l'augmentation des rendements obligataires à long terme observée jusqu'à début 2011 (graphique I.4).

Dans le groupe des grandes économies avancées, c'est en Europe qu'est intervenu, début 2011, le premier resserrement monétaire. Le renchérissement des produits de base explique, en partie, que la hausse des prix à la consommation dans la zone euro ait atteint 2,7 % en mars 2011, bien au-delà de la définition que la BCE donne de la stabilité des prix (inflation inférieure à, mais proche de 2 %). En réponse à cette situation, mais évoquant aussi d'autres risques de hausse en perspective, la BCE a relevé ses taux directeurs de 25 pb en avril 2011. Au Royaume-Uni, l'inflation IPC, qui dépassait la cible de 2 % fixée par la Banque d'Angleterre depuis décembre 2009, a culminé à 4,5 % en avril 2011 (en partie, sous l'effet d'un relèvement de la TVA). Le Comité de politique monétaire n'a, jusqu'ici, pas réagi, mais on peut se demander combien de temps la politique actuelle pourra être maintenue.

Dans les économies émergentes, les tensions inflationnistes se sont aussi accentuées. La croissance économique soutenue, conjuguée au poids relativement élevé des denrées alimentaires et des produits de base dans les indices des prix à la consommation, a entraîné une hausse du coût de la vie – modeste au Brésil, mais significative en Chine et en Inde (graphique I.5, cadre de gauche). Les autorités ont répondu en durcissant progressivement les conditions monétaires. La Banque populaire de Chine a relevé à plusieurs reprises son taux directeur et son coefficient de réserves obligatoires. La Banque de Réserve de l'Inde et la Banque centrale du Brésil ont poursuivi, elles aussi, le processus de resserrement (graphique I.5, cadre du milieu). Cependant, dans un certain nombre d'économies émergentes, les taux d'intérêt réels sont restés bas, voire négatifs.



## Économies émergentes : inflation, taux directeur et cours de change



<sup>1</sup> Variation sur 1 an des prix à la consommation, en %. Inde : prix de gros. <sup>2</sup> Brésil : taux cible SELIC au jour le jour ; Chine : taux des fonds de roulement 1 an ; Inde : taux des prises en pension ; en %. <sup>3</sup> Cours de change effectif nominal calculé par la BRI ; moyenne 2005 = 100 ; une augmentation indique une appréciation.

Sources : Bloomberg ; données nationales ; BRI.

Graphique I.5

Dans ce contexte de taux d'intérêt en hausse dans les économies émergentes et à des niveaux planchers, ou presque, dans les économies avancées, les investisseurs ont recherché le rendement, notamment à travers des opérations de *carry trade* en faveur d'instruments à revenu fixe des économies émergentes. Financées à des taux d'intérêt très bas dans des monnaies telles que le dollar ou le franc suisse, la stratégie repose sur l'hypothèse que l'important écart de taux d'intérêt fera plus que compenser un éventuel mouvement défavorable des cours de change.

Cette stratégie a deux conséquences potentiellement dommageables. Premièrement, elle pousse à la hausse la monnaie des économies émergentes bénéficiant d'un afflux de capitaux, dont elle rend les exportations moins compétitives et bride la croissance. Pour les économies en surchauffe, cette appréciation de la monnaie s'inscrit dans un processus naturel de rééquilibrage. Deuxièmement, des flux financiers transfrontières bruts de grande ampleur peuvent alimenter une expansion intenable du crédit et des prix des actifs. Même si, au départ, ces flux s'expliquent par des fondamentaux solides, ils peuvent constituer une grave menace pour la stabilité financière.

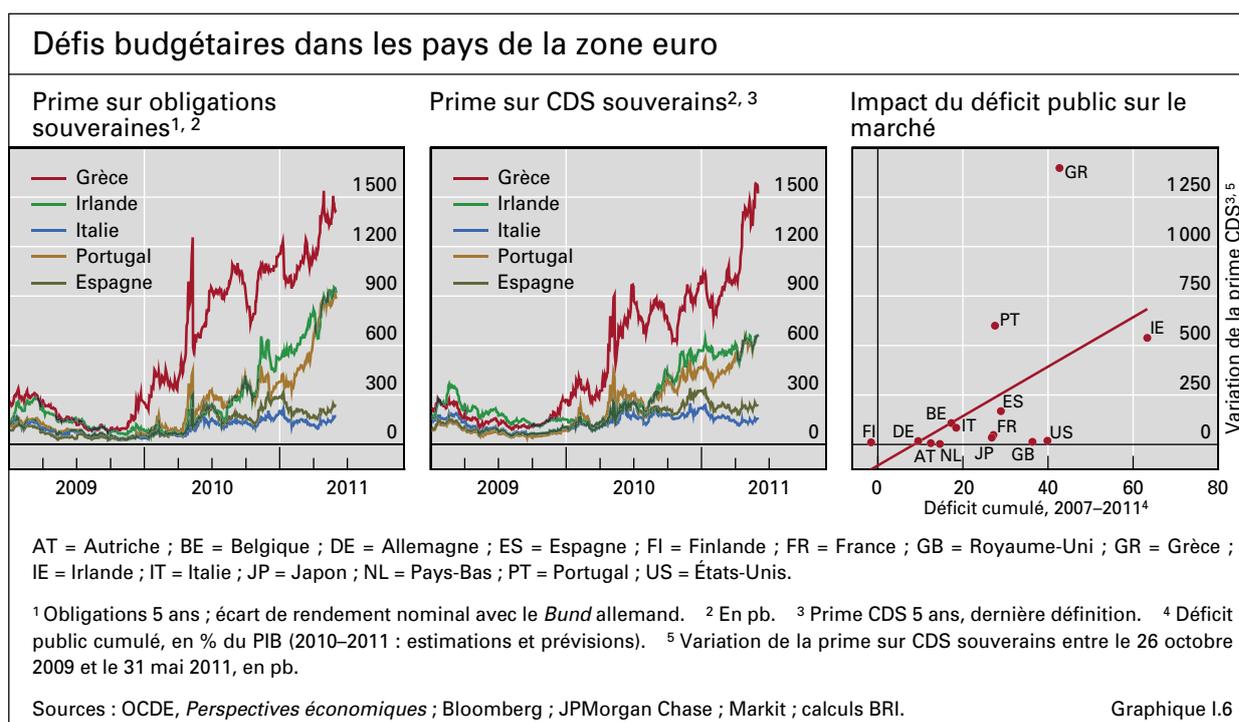
Pour empêcher, ou tout au moins ralentir, l'appréciation nominale de leur monnaie, plusieurs pays ont non seulement accumulé des réserves en devises, mais ont, en plus, décidé de taxer – ou de taxer davantage – les investissements étrangers sur leurs propres marchés. Ainsi, le Brésil, dont la monnaie s'est fortement appréciée (graphique I.5, cadre de droite), a augmenté ses prélèvements sur les investissements étrangers en instruments à revenu fixe, la Thaïlande a supprimé les réductions d'impôts qui s'appliquaient aux investissements étrangers en obligations locales, et la Corée a reconduit la taxe sur les gains des placements étrangers en obligations d'État.

### Persistance des préoccupations liées à la politique budgétaire dans la zone euro

Pour certains pays à la périphérie de la zone euro, les craintes liées à la situation budgétaire, qui avaient vu le jour fin 2009, se sont intensifiées et ont persisté tout au long de l'année écoulée. Les premières mesures prises ont entraîné un repli – par rapport aux sommets de mai 2010 – des rendements des obligations souveraines et des primes des contrats dérivés sur défaut (primes CDS) de ces économies. Mais ces rendements ont amorcé, peu après, une hausse régulière (graphique I.6). La détérioration de la situation de l'Irlande, en novembre, a entraîné une nouvelle hausse des primes pour ce pays ainsi que pour la Grèce, le Portugal et l'Espagne.

Un autre facteur a tendu à accroître les primes de risque dans la zone euro fin 2010 : l'accord passé en octobre entre les gouvernements français et allemand – qui a reçu ensuite le soutien des autres membres de l'Union européenne (UE) – permettant d'imposer des pertes aux détenteurs d'obligations souveraines si un pays n'est pas en mesure d'assurer le service de sa dette. Devant l'envolée des primes de risque, les ministres des Finances de plusieurs pays européens ont réaffirmé par la suite leur position, en précisant que ce type de partage des coûts ne s'appliquerait qu'aux titres émis après 2013. Cette déclaration, conjuguée à l'annonce ultérieure d'un plan de soutien à l'Irlande et à la poursuite des acquisitions d'obligations par la BCE, a entraîné une accalmie temporaire.

Début 2011, les primes de risque des obligations souveraines sont repartiées à la hausse dans la zone euro. Mais, signe positif, des mesures d'austérité budgétaire ont été annoncées et le Fonds européen de stabilité financière (FESF) a lancé avec succès une première émission d'obligations de l'UE en janvier.



Le FESF devrait cesser ses opérations au milieu de 2013 ; le Mécanisme de stabilité européenne (MSE) est appelé à lui succéder dans sa fonction de soutien aux emprunteurs souverains en difficulté de l'UE. Les chefs d'État et de gouvernement de la zone euro se sont accordés, début mars, sur certaines caractéristiques essentielles du MSE, au moment où ils ont adopté un pacte pour l'euro, qui imposera notamment aux pays de la zone de transposer en droit national les règles budgétaires du Pacte de stabilité et de croissance de l'UE, sans pour autant totalement lever les doutes quant à l'efficacité à court terme des dispositifs convenus et, à plus long terme, à l'adéquation du MSE, compte tenu des questions entourant son financement.

La crise s'est approfondie en avril 2011, lorsque le Portugal est devenu le troisième pays de la zone euro à demander l'assistance de l'UE après que son gouvernement, faute d'avoir pu obtenir l'adhésion du Parlement aux mesures d'austérité prévues, eut présenté sa démission. La longueur des négociations sur les mesures de soutien et les réactions populaires très hostiles observées dans plusieurs pays ont entraîné une nouvelle détérioration du sentiment des investisseurs, et les primes de risque des pays touchés par la crise ont poursuivi leur hausse inexorable au second trimestre. Aussi a-t-on craint que la charge financière ne devienne vite incontrôlable en Grèce, puis, rapidement ensuite, au Portugal et en Irlande. L'inflation pourrait offrir une solution, mais elle est écartée par une BCE indépendante ayant reçu pour mandat de préserver la stabilité des prix. Cela ne laisse que deux options possibles, qui ne sont pas très séduisantes, ni l'une, ni l'autre. La première est la restructuration de la dette ; les retombées d'un défaut partiel sur la dette souveraine seraient toutefois extrêmement difficiles à contrôler, en raison, surtout, des pertes que les banques risqueraient de subir. La seconde est la mutualisation de la dette ; d'autres membres de la zone euro paieraient alors la note due par les pays en difficulté. La première serait malaisée à mettre en œuvre, mais la seconde serait difficile à faire accepter par un électorat européen déjà sceptique.

#### *Politique budgétaire dans les autres pays*

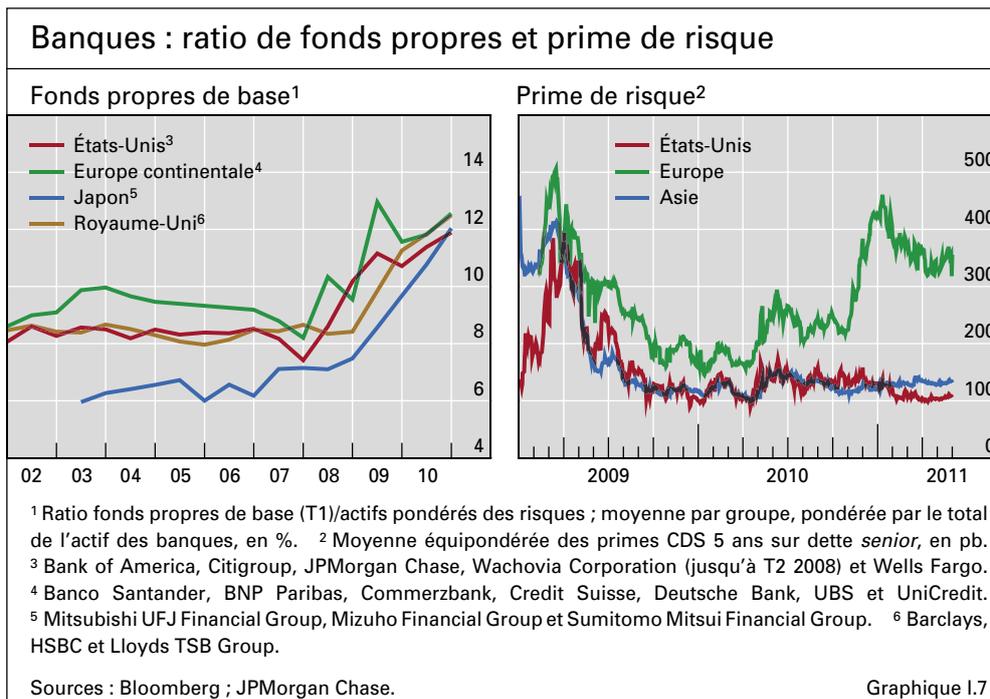
Si la méfiance des investisseurs a obligé les responsables politiques européens à intervenir à plusieurs reprises au cours de l'année écoulée, dans d'autres pays, notamment aux États-Unis, au Royaume-Uni et au Japon, les déséquilibres budgétaires n'ont guère eu d'incidence sur le marché (graphique I.6, cadre de droite). Néanmoins, le gouvernement britannique entré en fonction en mai 2010, conscient des risques qu'il y aurait à temporiser, a annoncé un train de mesures d'austérité. Les agences de notation ont confirmé à nouveau les dangers que présente la situation des finances publiques dans plusieurs grandes économies avancées. En janvier 2011, Standard & Poor's (S&P) a abaissé la note du Japon et, dans les mois qui ont suivi, Moody's, S&P et Fitch ont revu à la baisse la perspective du pays, ramenée de stable à négative, en raison, pour partie, des coûts prévisibles du séisme et du tsunami de mars dernier. En avril 2011, S&P a abaissé pour la première fois sa perspective à long terme de la dette souveraine américaine (ramenée elle aussi de stable à négative), indiquant par là même que les États-Unis risquent davantage, aujourd'hui, de perdre leur note AAA s'ils n'assainissent pas leurs finances publiques.

### Bilans bancaires : amélioration, mais fragilité persistante

L'amélioration des bilans des établissements financiers s'est confirmée dans les économies avancées (graphique I.7, cadre de gauche). L'appréciation des actifs et la forte pente de la courbe des rendements ont aidé les banques à dégager d'énormes bénéfices pendant la majeure partie de l'année écoulée. La diminution des provisions pour pertes y a aussi contribué. Cependant, si les primes CDS des banques sont restées stables aux États-Unis et en Asie, elles ont augmenté en Europe, pour atteindre des niveaux qui n'avaient plus été observés depuis 2009, en raison des inquiétudes liées à l'exposition envers les pays en difficulté à la périphérie de la zone euro (graphique I.7, cadre de droite). Ce sont les banques des pays confrontés aux plus grandes difficultés financières qui ont enregistré la plus forte augmentation des primes, mais les banques des pays du noyau dur de la zone euro n'ont pas été épargnées. Cela souligne le lien étroit qui existe entre stabilité budgétaire et stabilité financière. Les pertes de valorisation sur les obligations souveraines des pays en proie à des difficultés budgétaires affaiblissent la solvabilité des banques qui détiennent ces titres et réduisent la valeur des sûretés contre lesquelles elles peuvent emprunter.

Suivant l'exemple donné par les États-Unis en mai 2009, l'UE a effectué des tests de résistance en vue d'évaluer la résilience de son système bancaire à une série de chocs frappant ses marchés économiques et financiers. (Les autorités de réglementation suisses ont fait de même.) Les résultats pour l'UE, publiés en juillet 2010, ont montré que 7 seulement des 91 banques testées avaient besoin d'augmenter leurs fonds propres (pour un total de €3,5 milliards).

Dans un premier temps, les marchés financiers ont accueilli favorablement ces annonces. Les primes de risque sur la dette souveraine ont diminué et les



conditions sur les marchés monétaires européens se sont améliorées. Mais la réaction est devenue négative lorsque des analystes, sceptiques, ont regretté que les tests n'aient pas été assez exigeants. Les faits leur ont donné raison quand plusieurs banques irlandaises ont été forcées de demander l'aide de l'État, quelques mois à peine après avoir été déclarées en bonne santé, ce qui a déclenché la crise de la dette souveraine irlandaise. Un nouveau test de résistance conduit début 2011 a montré que les banques irlandaises avaient encore besoin d'augmenter leurs fonds propres, de €24 milliards, ce qui porterait à €70 milliards au moins l'injection totale de capitaux par le gouvernement.

Aux États-Unis, l'évaluation des 19 principales banques américaines par la Réserve fédérale a montré que ces dernières ont beaucoup progressé dans le renforcement de leurs fonds propres durant les deux années de crise, puisqu'elles ont augmenté ces derniers de plus de \$300 milliards entre fin 2008 et fin 2010. Déclarées suffisamment solides, elles ont été affranchies des restrictions qui s'appliquaient aux versements de dividendes et aux rachats d'actions. Plusieurs d'entre elles ont immédiatement annoncé leur intention d'augmenter ces versements de dizaines de milliards de dollars.

## Perspectives pour l'année à venir

Étant donné le rôle clé de la finance dans la croissance de l'économie réelle, il ne peut y avoir d'avenir économique stable sans un environnement financier solide. Pour en garantir la solidité, il faut ramener les finances publiques et privées à des niveaux viables, réduire les soldes des paiements courants, modérer les flux financiers bruts de grande ampleur résultant de l'activité internationale, et préserver la stabilité des prix à moyen terme. Pour en assurer la viabilité, il reste aussi à achever la réforme de la réglementation et à combler les principaux vides statistiques, qui font obstacle à la détection précoce de tensions naissantes dans les marchés, établissements et instruments financiers.

### *Problèmes de bilan du secteur public*

Dans le sillage de la récente récession, les niveaux de la dette publique ont augmenté de façon spectaculaire, en particulier dans les économies matures. Comme il est dit plus haut, dans les pays situés à la périphérie de la zone euro, les problèmes budgétaires ont d'ores et déjà à tel point miné la confiance des investisseurs que le coût des emprunts souverains s'est envolé au-delà des niveaux supportables. Pendant nettement plus d'un an, les autorités européennes se sont employées à trouver des solutions à court terme aux problèmes des pays le plus durement touchés, tout en débattant des modalités d'une solution viable et crédible sur le long terme. Il leur faut maintenant mener à bon terme, une fois pour toutes, les travaux en cours.

Les difficultés budgétaires qu'ont connues certains pays de la zone euro ont débouché sur une véritable explosion des rendements obligataires et des primes CDS sur leur dette souveraine. Cependant, d'autres économies matures qui affichent un déficit budgétaire sans précédent et une dette publique

énorme n'ont enregistré aucune réaction du marché (tout au moins, aucun effet qui soit en corrélation évidente avec une détérioration des finances publiques). Trois facteurs pourraient expliquer ces apparentes incohérences dans la réaction des marchés : les différences observées dans la répartition de la dette entre secteurs public et privé ; l'importance inégale des investisseurs étrangers comme contreparties à la dette souveraine ; l'existence ou non d'une monnaie indépendante. Les pays dont la dette privée est moins lourde sont mieux à même de rembourser leur dette publique et, lorsque cette dernière est détenue par des résidents, la volonté de rembourser est peut-être plus forte ; le fait de pouvoir s'appuyer sur une monnaie et une politique monétaire indépendantes semble aussi jouer un rôle, en donnant plus de souplesse aux autorités.

Quoi qu'il en soit, la confiance des marchés est acquise ou ne l'est pas. La perte de confiance dans l'aptitude et la détermination d'un emprunteur souverain à rembourser sa dette risque de se traduire par un retournement soudain, plutôt que progressif, des marchés. Cela veut dire que les gouvernements qui temporisent courent le risque d'une sanction dure et soudaine. Et l'expérience montre que, dans ce cas, les mesures d'assainissement qui s'imposent alors pour regagner la confiance des investisseurs sont beaucoup plus étendues, difficiles et douloureuses qu'elles ne l'auraient été initialement.

Comme le souligne le chapitre II, les autorités budgétaires doivent prendre sans tarder des initiatives crédibles afin de ramener la dette à des niveaux supportables, ce qui suppose de s'engager sans délai dans une politique de réduction des déficits après une récession déjà coûteuse, sans, pour autant, négliger les problèmes à long terme que posent les déséquilibres structurels. Dans de nombreux pays, la tâche dans ce domaine doit prendre en compte, en particulier, le fait que, étant donné le vieillissement démographique, les régimes de retraite et autres acquis sociaux sont tout simplement trop onéreux pour pouvoir être maintenus<sup>1</sup>.

Le défi est d'autant plus difficile à relever qu'il ne suffira pas de revenir aux politiques budgétaires d'avant la crise, et ce, pour au moins deux raisons. Premièrement, les situations budgétaires antérieures étaient exagérément gonflées par les recettes fiscales générées par les boums intenable du crédit et des prix des actifs. Deuxièmement, les pays ne pourront se soustraire à la nécessité de constituer un volant de liquidité de précaution, et donc de dégager des excédents. À l'instar des entreprises d'assurance, les États doivent se doter de fonds de réserve, au-delà de la simple accumulation d'excédents budgétaires en phase de boum permettant de financer les déficits créés en phase de récession.

Des mesures d'austérité trop sévères risqueraient-elles de se révéler contreproductives en étouffant la croissance ? Dans les économies avancées, où la reprise semble désormais bien engagée, ce risque est bien plus faible qu'il y a un an (et à peu près inexistant dans la plupart des économies

<sup>1</sup> S. Cecchetti, M. Mohanty et F. Zampolli, « The future of public debt: prospects and implications », *BIS Working Papers*, n° 300, mars 2010.

émergentes). Mais surtout, les perspectives d'évolution à long terme des finances publiques, dans un certain nombre de pays, ne se sont pas améliorées, en tout cas pas assez. La conclusion s'impose d'elle-même : le risque majeur est « d'en faire trop peu, trop tard », et non pas « d'en faire trop, trop tôt ».

#### *Problèmes de bilan du secteur privé*

La stabilité financière passe aussi par un ajustement des bilans des ménages, des établissements financiers et des sociétés non financières. La dette du secteur privé reste considérable, tant aux États-Unis qu'en Europe, où, comme le rappelle le chapitre II, il faut poursuivre le processus de désendettement pour conserver ou regagner la confiance du marché.

Dans un certain nombre de pays, et principalement aux États-Unis, un boum de l'immobilier résidentiel et commercial intenable, tiré par l'endettement, a été le moteur de la crise financière, creusant la dette des ménages, qui reste excessive, et déstabilisant le marché des prêts dans l'immobilier commercial. Ensemble, ces éléments jettent une ombre inquiétante sur le système financier et l'économie réelle de certains pays.

Les établissements financiers en difficulté ont progressé dans l'assainissement de leurs bilans, mais il reste, là aussi, du travail à faire. Ils ont valorisé leurs actifs dépréciés à des niveaux plus réalistes, cessé de pratiquer le renouvellement systématique des prêts, opté pour des politiques de distribution de bénéfices prudentes et levé des capitaux sur les marchés financiers. Il reste que si le niveau tout à fait bas des taux d'intérêt les a aidés à prendre les mesures qui s'imposaient, il a, tout autant, affaibli l'incitation à poursuivre l'assainissement. Le retour à des politiques monétaires normales approchant rapidement, les établissements financiers doivent achever sans tarder le processus engagé. Le fait que le système financier ait accumulé des risques de taux significatifs alors que les taux directeurs restaient durablement au plus bas souligne combien il est urgent d'agir.

Outre son problème de bilan, le secteur privé doit faire face à des difficultés d'ordre structurel dont la résolution demandera du temps. Durant les années qui ont précédé la crise, ce sont surtout la finance et la construction qui ont tiré la croissance. Dans certains pays, ces secteurs ont connu une expansion disproportionnée par rapport au reste de l'économie et doivent maintenant se redimensionner. Comme la plupart des ajustements, celui-ci sera, dans l'immédiat, douloureux. Non seulement ce processus sera pénalisant pour tous ceux qui travaillaient ou ont investi dans ces secteurs, mais il pèsera sur la croissance globale et sur les recettes publiques.

Les économies émergentes ont réussi à échapper au plus dur de la crise, mais nombre d'entre elles risquent aujourd'hui d'accumuler des déséquilibres tout à fait comparables à ceux constatés dans les économies avancées durant la période antérieure à la crise. Ainsi, les prix de l'immobilier progressent à un rythme effréné dans certains cas, tout comme l'endettement du secteur privé. Les autorités dans le monde émergent doivent être conscientes que les leçons de la crise financière ne s'appliquent pas seulement aux économies avancées.

### *Déséquilibres internationaux*

Après une brève rémission due à la crise, les déséquilibres mondiaux des flux financiers – nets et bruts – sont réapparus, ce qui crée des vulnérabilités et complique l'élaboration des politiques à tous les niveaux. Les excédents et déficits des paiements courants engendrent d'importants flux nets. Mais tout pays qui bénéficie d'importantes entrées nettes de capitaux risque de souffrir d'instabilité financière si son secteur financier ne peut en assurer une allocation efficace ; il devient, en outre, vulnérable à une dépréciation brutale de sa monnaie en cas d'inversion des flux.

Les flux transfrontières stimulent la croissance et le développement, pour le bénéfice de tous. Mais ils peuvent avoir des effets secondaires préjudiciables. La solution ne consiste pas à les entraver, ni à s'opposer à l'intégration financière internationale qui les facilite. Mieux vaut en préserver les effets bénéfiques et, pour s'attaquer à leurs conséquences dommageables, procéder à des ajustements structurels au sein de l'économie, améliorer la coordination internationale des politiques et consolider le cadre de stabilité financière.

Il importe que les autorités nationales mènent une politique qui encourage l'épargne, dans les pays en déficit, et la consommation, dans les pays en excédent. L'ajustement des cours de change réels, bien qu'insuffisant en soi, est indispensable. Or, de grandes économies s'opposent à un tel ajustement. Comme il est dit au chapitre III, sortir de cette impasse appelle une coordination internationale qui conviendrait d'une répartition du fardeau de l'ajustement entre principaux pays excédentaires et déficitaires. Sans cette coopération, les énormes déséquilibres courants et flux financiers nets qu'ils génèrent, ainsi que les vulnérabilités qui en découlent, continueront de croître.

Les énormes flux financiers bruts, longtemps occultés par les préoccupations entourant les soldes courants, sont, eux aussi, sources de vulnérabilités. Leur forte progression, ces dernières années, ont considérablement gonflé les bilans à travers le monde, même en l'absence de flux nets. Or, la crise financière a montré que l'accumulation de positions extérieures brutes peut entraîner – au niveau des devises ou de la liquidité des avoirs et engagements, entre autres – des asymétries importantes qui peuvent se propager et amplifier les chocs, créant ainsi une volatilité préjudiciable au système financier international. En outre, les flux internationaux bruts rendent possible l'expansion rapide du crédit en levant la contrainte de l'épargne intérieure, qui, sans cela, modérerait la croissance du crédit.

Ainsi qu'il est expliqué au chapitre III, la principale ligne de défense contre les risques posés par l'ampleur des flux bruts consiste à mettre en place un ensemble de politiques macroéconomiques qui favorisent la stabilité monétaire et la viabilité budgétaire. Les mesures réglementaires et macroprudentielles jouent un rôle d'appoint, tandis que le contrôle des mouvements de capitaux peut être utilisé à titre provisoire, en dernier ressort et dans des circonstances exceptionnelles.

### *Politique monétaire*

Les problèmes liés à la politique monétaire, déjà complexes, s'intensifient. Le principal danger est de voir les anticipations d'inflation à long terme s'orienter

à la hausse, ce que ne reflète ni l'évolution actuelle des prix, ni l'orientation des politiques suivies. À mesure que les capacités inutilisées diminuent, la probabilité augmente que la hausse des prix des denrées alimentaires et de l'énergie ait des effets de second tour sur l'inflation. De plus, le maintien des mesures monétaires non conventionnelles, les bilans hypertrophiés des banques centrales des principales économies avancées et la tentation évidente de tabler sur l'inflation pour réduire la valeur réelle d'une dette publique en expansion ajoutent aux risques concernant les anticipations d'inflation à long terme.

Comme le montre le chapitre IV, les défis, pour les autorités monétaires, sont clairs. Elles doivent trouver le moyen de ramener les taux directeurs à des niveaux normaux, ou risquer de mettre en péril leur crédibilité durement acquise dans la lutte contre l'inflation. L'expérience des années 1970 et 1980 nous rappelle que, une fois les anticipations d'inflation hors contrôle, il faut de longs et coûteux efforts pour les endiguer. Dans les économies émergentes, où les banques centrales s'emploient encore à asseoir leur crédibilité, les tensions inflationnistes s'accroissent et les autorités sont confrontées à l'accumulation de risques liés aux boums du crédit et de l'immobilier.

Compte tenu de leurs achats massifs d'obligations d'État, les banques centrales risquent d'apparaître comme des institutions occupées à atténuer les tensions sur la dette souveraine ou de voir leur action privée d'efficacité par les initiatives des gestionnaires de la dette publique. Elles doivent se garder de donner ne serait-ce que l'impression qu'elles utilisent l'assouplissement monétaire comme excuse pour monétiser la dette publique. Les marchés et le public doivent rester confiants que les politiques de bilan sont un moyen de préserver la stabilité des prix, et que, face à la menace grandissante de l'inflation, leur orientation ne tardera pas à revenir à la normale.

À cet égard, l'indépendance des banques centrales est le fondement même de leur crédibilité et constitue la meilleure défense contre les menaces inflationnistes qui se profilent. Cette notion d'indépendance pourrait, de fait, s'appliquer à d'autres domaines. Elle devrait, en particulier, aider à définir le mode d'organisation des autorités macroprudentielles (encadré).

#### *Réforme de la réglementation*

La réforme de la réglementation est menée à un rythme rapide, mais après mûre réflexion. Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire est convenu d'un nouveau dispositif de normes de fonds propres et de liquidité, dit Bâle III, détaillé au chapitre V. Cette réforme crée un système bancaire plus solide, qui assurera une allocation plus efficiente du crédit à l'économie réelle, tout en étant moins vulnérable aux crises financières, toujours coûteuses.

Les réformes prévues dans Bâle III se caractérisent par des exigences plus élevées en matière de niveau minimal et de qualité des fonds propres, en couverture d'une gamme élargie de risques. Bâle III introduit par ailleurs des volants de fonds propres supplémentaires, qui feront l'objet d'ajustements contracycliques pour limiter l'amplitude des cycles du crédit, et met en place des normes de liquidité. Une des leçons de la crise est que, livrés à

## Gouvernance des banques centrales et stabilité financière

La crise financière récente a montré l'importance du rôle que doivent jouer les banques centrales dans l'élaboration et l'exécution de la politique de stabilité financière, mais elle amène à s'interroger sur le meilleur moyen d'organiser cette fonction. Les banques centrales évoluant dans des cadres institutionnels, des contextes historiques et des environnements politiques très divers, il ne saurait y avoir de réponse unique à la question. Néanmoins, la crise a permis de dégager quatre enseignements qui peuvent guider les initiatives visant à renforcer l'action des banques centrales dans leur fonction de stabilisation financière<sup>①</sup>.

*Pour que la politique de stabilité financière soit efficace, les banques centrales doivent participer à sa formulation et à son exécution, et ce, pour trois raisons principalement. D'abord, l'instabilité financière peut peser sur l'environnement macroéconomique et avoir alors de lourdes conséquences pour l'activité économique, la stabilité des prix et le mécanisme de transmission de la politique monétaire. Ensuite, les banques centrales constituent la source ultime de liquidité pour l'économie, et l'apport de liquidités suffisantes est crucial pour la stabilité financière. Enfin, les banques centrales ont une orientation macroéconomique et une connaissance des marchés financiers, de leurs institutions et de leurs infrastructures, qui sont autant d'éléments déterminants pour l'exercice de la fonction macroprudentielle.*

*La définition claire des rôles et compétences de tous les acteurs de la politique de stabilité financière – banques centrales, autorités de contrôle, organismes de garantie des dépôts, Trésors publics et autorités de concurrence – est primordiale pour prendre des décisions efficaces et rapides, opérer les choix stratégiques et rendre des comptes. Cette clarification est nécessaire pour réduire le risque d'un décalage entre ce que le public attend et ce que la banque centrale est en mesure d'offrir. Savoir qui est compétent pour quoi, aux différents stades d'une crise, peut aider à prendre des décisions rapides. De plus, la définition claire des compétences et des pouvoirs contribue aussi à la responsabilisation. Même si cet objectif de clarté se heurte à la difficulté de définir les concepts de stabilité financière et de les traduire en mesures concrètes, il n'en est pas moins hautement souhaitable. En particulier, les banques centrales qui jouent un rôle important dans la stabilité financière peuvent avoir intérêt à annoncer publiquement une stratégie précisant quelles sont leurs intentions en la matière et comment elles entendent concilier les objectifs multiples qu'elles s'assignent.*

Plus une banque centrale est habilitée à prendre des mesures d'urgence à l'appui de la stabilité financière, et plus elle doit être capable de supporter elle-même les risques et/ou de transférer les pertes financières au Trésor à travers des mécanismes solides. Le point à partir duquel le Trésor assume les risques financiers et les mécanismes par lesquels il agit devraient être énoncés clairement.

La responsabilité de la banque centrale pour les mesures de politique monétaire s'appuie désormais largement sur la transparence. Il devra en être de même, généralement, en ce qui concerne les fonctions liées à la stabilité financière. Il est donc essentiel qu'elle rende compte des décisions qu'elle a prises dans ce domaine, ainsi que du pourquoi et du comment, même s'il peut s'avérer nécessaire de retarder la divulgation de certaines informations lorsque leur communication immédiate risque de déclencher des comportements déstabilisateurs.

*Quel que soit le mandat de stabilité financière qui lui est confié, la banque centrale doit disposer d'outils, de pouvoirs et de garde-fous adaptés. Quand la conduite de la politique macroprudentielle lui incombe en partie, la banque centrale doit être dotée, soit d'instruments qu'elle peut utiliser de façon autonome, soit des moyens d'inciter ou d'obliger les autres autorités compétentes à prendre les mesures appropriées.*

Pour s'acquitter d'un tel mandat, les banques centrales doivent aussi avoir accès à un large éventail d'informations portant sur la qualité des sûretés, la solvabilité des banques qui sollicitent un soutien de liquidité, la situation des établissements d'importance systémique ou les interconnexions entre établissements, marchés et systèmes. Cela peut exiger de larges échanges d'informations entre autorités compétentes. Il peut être nécessaire d'habiliter les banques centrales à obtenir des informations directement auprès des établissements financiers en usant de leur pouvoir de procéder à des inspections sur pièces et sur place.

<sup>①</sup> *Central bank governance and financial stability*, rapport préparé par un groupe d'étude du Forum sur la gouvernance des banques centrales, présidé par Stefan Ingves, 2011.

*Le mandat et la structure de gouvernance des banques centrales dans le domaine de la stabilité financière doivent être compatibles avec leurs compétences dans le domaine monétaire.* Pour que sa politique monétaire porte ses fruits, la banque centrale devrait prendre en toute indépendance les décisions qui ont une incidence sur les conditions monétaires, ce qui signifie aussi qu'elle devrait avoir la maîtrise de son bilan.

Lorsque la politique macroprudentielle relève de plusieurs autorités, des organes collégiaux peuvent constituer des enceintes propices à l'échange d'informations et de recommandations ou à la prise de décisions conjointes. Pour que, dans le premier cas, les échanges dépassent le stade purement formel, les recommandations ainsi que leurs réponses doivent être explicitées (principe « *comply-or-explain* ») Dans le second, les mécanismes de prise de décision doivent être bien définis. En tout état de cause, le processus de décision devrait respecter les attributions et obligations de chaque autorité, exercées en toute indépendance.

Quatre exemples récents de dispositifs de politique macroprudentielle illustrent différentes formules envisageables en fonction du cadre institutionnel en vigueur. En Malaisie, un nouvel organe de décision investi de compétences pour la stabilité financière a été créé au sein de la banque centrale en 2009. Au Royaume-Uni, la Banque d'Angleterre s'est dotée d'un comité intérimaire de politique financière, dans l'attente d'une nouvelle législation ; ce comité a pour mission de se concentrer sur la dimension macroprudentielle de la politique de stabilité financière – y compris par l'utilisation d'instruments microprudentiels aux fins de la stabilité d'ensemble du système. Alors que, dans ces deux cas, les nouveaux organes ont leur siège à la banque centrale, dans l'Union européenne et aux États-Unis, les nouveaux dispositifs de coordination et de décision au niveau macroprudentiel sont confiés à des organes collégiaux : Comité européen du risque systémique (CERS) et Financial Stability Oversight Council (FSOC), respectivement. Néanmoins, les banques centrales ont la majorité des droits de vote au CERS et sont au premier plan pour la réalisation des analyses requises. Aux États-Unis, le FSOC décide si tel ou tel établissement est d'ordre systémique, mais c'est la Réserve fédérale qui, en tant qu'organe de contrôle des entités d'importance systémique, exerce la responsabilité première quand il s'agit de rehausser les normes réglementaires applicables à ces entités. Dans ces quatre exemples, les mandats des organes macroprudentiels ne s'étendent pas à la politique monétaire ; les banques centrales conservent leurs propres objectifs et leur entière capacité de décision en ce qui concerne les taux d'intérêt.

eux-mêmes, banques et autres intermédiaires financiers ont tendance à conserver des volants de liquidité nettement insuffisants. Avec Bâle III, ils devront détenir suffisamment de liquidité pour résister à divers types de chocs.

La tâche n'est pas achevée pour autant. Des questions majeures restent à résoudre. Il convient notamment de s'assurer que les établissements financiers d'importance systémique (EFIS) méritent moins ce qualificatif à l'avenir. Cela suppose d'abord que l'on détermine quels établissements ont une importance systémique et quelles mesures doivent être prises pour leur assurer une résilience suffisante. Les autorités de réglementation s'efforcent d'établir dans quelles proportions il y a lieu d'accroître la capacité d'absorption des pertes des EFIS d'envergure mondiale. D'autre part, si le Conseil de stabilité financière (CSF) a fait une série de recommandations visant à améliorer le contrôle des EFIS, les détails doivent encore être précisés par les autorités nationales de contrôle, les organismes de normalisation et le CSF. La diversité des EFIS complique ce processus : une entreprise d'assurance, par exemple, présente sans doute des risques de bilan qui ne peuvent pas être traités comme ceux d'une banque.

En plus de rendre les EFIS plus résilients, ce qui réduira les externalités qu'ils créent pour le système financier tout entier, nous devons concevoir des régimes de résolution ordonnée en cas de faillite. Les travaux sur les cadres juridiques et opérationnels progressent. Ils donneront aux autorités les moyens de mieux gérer les établissements en difficulté et de régler ces situations en perturbant le moins possible le système financier.

Pour assurer un système financier stable, il est essentiel, aussi, d'étendre le champ de la réglementation au-delà des établissements financiers traditionnels, de manière à couvrir le système bancaire parallèle qui recouvre les entités assurant la transformation d'échéances ou de liquidité hors du système bancaire réglementé. Ces entités peuvent engendrer de grands risques systémiques lorsqu'elles s'appuient sur un fort effet de levier et s'engagent dans la transformation d'échéances, tout en étant étroitement liées à des banques commerciales. Enfin, comme elles évoluent dans un système parallèle, ces entités peuvent déployer leur activité dans des conditions qui ne sont pas totalement transparentes.

Les banques – souvent celles d'importance systémique – dégagent en général de gros profits en parrainant des activités bancaires parallèles envers lesquelles elles sont fortement exposées, directement et indirectement, notamment par le biais de lignes de crédit de substitution et de divers mécanismes de rehaussement du crédit. C'est précisément ce lien entre le système bancaire officiel et le système parallèle – y compris sous forme de garanties explicites ou implicites accordées aux créanciers de ces entités parallèles – qui est à l'origine de certains des risques les plus pernicioseux pour la stabilité financière. En comparaison, les fonds de placement et les fonds alternatifs, en dépit de l'énorme volume de capitaux qu'ils brassent, posent un risque systémique moins important, car ils s'appuient d'ordinaire sur un moindre levier financier et ont des liens moins nombreux, et moins formels, avec les banques.

Alors que les travaux préparatoires à l'introduction des nouvelles normes internationales touchent à leur fin, il est indispensable que les autorités nationales traduisent celles-ci en dispositions législatives et réglementaires, dans les meilleurs délais et d'une façon cohérente à l'échelle mondiale. Toute initiative visant à retarder ou affaiblir les accords conclus mettra en péril la stabilité financière.

Enfin, même après leur mise en œuvre, les nouvelles règles ne seront pas, à elles seules, suffisantes : il sera primordial que les autorités de contrôle veillent scrupuleusement à leur respect par les établissements financiers, à l'intérieur et à l'extérieur des frontières nationales.

### *Mesure et surveillance des menaces*

La crise a révélé de graves carences dans notre capacité à mesurer les facteurs de vulnérabilité de la stabilité financière. Comme il est dit au chapitre VI, les autorités de réglementation et de contrôle ont besoin de meilleures données pour affiner la mesure et améliorer le suivi du risque systémique. La collecte de telles données soulève cependant de réelles difficultés analytiques.

Les données existantes présentent de sérieuses lacunes, que ce soit au niveau des établissements financiers ou des marchés. Les données par établissements disponibles ne sont ni suffisamment détaillées, ni suffisamment cohérentes. De même, les données de marché disponibles ne sont pas bien adaptées à la gestion des risques, car elles ne révèlent les tensions systémiques qu'une fois les chocs survenus.

Nous devons combler dès que possible ces lacunes. Les contraintes de ressources, conjuguées à l'impératif de confidentialité et aux obstacles d'ordre juridique, nous obligent à fixer des priorités : que peut-on raisonnablement faire et sur quoi faut-il mettre principalement l'accent ? Comme il est dit au chapitre VI, priorité absolue devrait être donnée à l'amélioration des informations à la fois au niveau des établissements et, de manière normalisée, au niveau agrégé. La première priorité suppose la mise au point d'un cadre international permettant aux autorités de contrôle d'avoir une vue complète de la situation financière des principaux établissements et des liens qui existent entre eux. Sans ce cadre, les autorités ne seront pas en mesure de faire la synthèse des positions des banques et de détecter les vulnérabilités au niveau du système. Ces données, en outre, doivent faire l'objet d'une diffusion internationale, pour permettre une analyse adéquate des risques systémiques mondiaux.

La seconde priorité consiste à actualiser les ensembles normalisés de statistiques financières agrégées – sur les flux financiers, les balances des paiements et les plateformes de négociation – de façon à tenir compte des profonds changements qu'a connus le paysage financier en quelques décennies. Améliorer ces agrégats nous permettrait de mieux suivre les vulnérabilités systémiques des secteurs bancaire et non bancaire. En révélant les problèmes sectoriels, ces agrégats améliorés aideraient à mettre au jour les signes de tensions au niveau des données par établissements.

Enfin, le système financier continuera d'évoluer, ne serait-ce qu'en raison des exigences de bonne gestion, de l'innovation et des efforts déployés par les établissements financiers pour contourner des réglementations coûteuses. C'est un fait dont il faut tenir compte, et les informations sur les transactions recueillies auprès des banques de données et des plateformes de négociation peuvent aider les autorités de réglementation et de contrôle à identifier les marchés ou activités dont l'évolution doit retenir plus particulièrement leur attention.

## Synthèse

L'économie mondiale s'oriente vers une croissance saine, stable et autonome, même si elle progresse par à-coups. En dépit de cette bonne nouvelle, le chemin à parcourir est encore long.

Avant même que la crise financière n'ait rendu nécessaires des mesures de relance massives, les budgets de nombreuses économies avancées étaient sur une trajectoire intenable. Les autorités budgétaires doivent prendre au plus vite des initiatives énergiques, avant qu'une nouvelle catastrophe n'arrive. Il leur faut aussi s'attaquer aux déséquilibres structurels, qui sont à la fois

l'une des multiples causes de la crise et l'une de ses plus graves séquelles. Dans les pays qui étaient au cœur de la crise, ces déséquilibres incluent l'endettement persistant du secteur privé – ménages, mais aussi établissements financiers et sociétés non financières –, qui doit être ramené bien en deçà du niveau observé au milieu de la dernière décennie. Pour ces pays, l'ajustement structurel passe par le rejet du modèle de croissance tirée par l'endettement, condition préalable au rééquilibrage de l'économie mondiale.

La persistance de graves déséquilibres des paiements courants continue de peser lourdement sur l'économie mondiale, et les énormes flux financiers bruts qui transitent par le système intensifient les risques pour la stabilité financière. La coopération et la coordination internationales sont on ne peut plus nécessaires dans ce domaine, si l'on veut éviter un ajustement désordonné et douloureux. Néanmoins, même en l'absence de coordination, les pays qui affichent des déficits peuvent et doivent encourager l'épargne, et ceux qui dégagent des excédents peuvent et doivent encourager la consommation ; il est primordial que chacun commence par mettre de l'ordre chez lui.

Les défis, pour les autorités monétaires, sont clairs. Elles doivent faire face à des distorsions exacerbées par des années de conditions monétaires extrêmement accommodantes. Le principal problème tient à la montée des risques pour la stabilité des prix. Les écarts de production se résorbent, les prix des produits de base se sont envolés et l'inflation s'accélère à travers le monde. C'est dans les économies émergentes que le danger est le plus grand, mais il s'étend aussi, de toute évidence, aux principales économies avancées.

Sur le front de la réglementation, les autorités sont convenues d'une série de réformes majeures, mais des problèmes demeurent. Il faut rendre les établissements financiers d'importance systémique plus résilients. Des régimes de résolution doivent être mis en place pour gérer les cas de faillite des établissements financiers, même les plus grands. Quant au cadre de réglementation à venir, il doit assurer que tout établissement qui remplit les fonctions d'une banque sera traité comme une banque, et ce, quelle que soit sa forme juridique.

Enfin, la crise a mis en lumière l'insuffisance des données disponibles pour mesurer les vulnérabilités financières et le risque systémique. Dans l'immédiat, il convient d'identifier les carences graves auxquelles il peut être remédié, et de s'appliquer à le faire.