

I. Utiliser au mieux le sursis octroyé

Les prémices d'une crise dans le système financier sont apparues mi-2007. Guère plus d'un an après, Lehman Brothers se déclarait en faillite, entraînant les économies avancées au seuil de l'effondrement. Durant les cinq années de récession et de lente reprise qui ont suivi, les banques centrales de ces économies ont été contraintes de trouver des solutions pour assouplir encore leurs politiques. Après avoir abaissé leur taux directeur au niveau quasi nul où il se situe toujours aujourd'hui aux États-Unis, au Royaume-Uni et dans la zone euro (et où il se maintient au Japon depuis le milieu des années 1990), elles ont ensuite recouru à l'expansion de bilan. En chiffres cumulés, le bilan de l'ensemble de ces banques centrales a pratiquement triplé par rapport à la période d'avant la crise – et il continue d'augmenter.

Initialement employée pour décrire l'action des banques centrales en vue de prévenir un effondrement financier, la formule « faire tout le nécessaire » a, depuis, été reprise pour les appeler à poursuivre leurs politiques exceptionnelles. Or, le plus fort de la crise est passé, et l'objectif a changé : il s'agit, maintenant, de faire en sorte que des économies encore faibles renouent avec une croissance solide et durable. Les banques centrales peuvent-elles vraiment tout faire pour y parvenir ? Cela semble moins probable chaque jour. Les banques centrales ne sauraient, en effet, assainir les finances des ménages et des établissements financiers, pas plus qu'assurer la viabilité des finances publiques. Surtout, elles ne sauraient édicter les réformes de fond, indispensables pour retrouver la voie d'une croissance réelle, voulue par les autorités et attendue par les opinions publiques.

La politique accommodante des banques centrales durant la phase de reprise n'a, en vérité, octroyé qu'une période de répit – du temps pour assainir les finances des secteurs privé et public, et pour engager des réformes afin de rétablir la croissance de la productivité. Mais ce répit n'a pas été pleinement mis à profit : grâce à la faiblesse prolongée des taux d'intérêt et à la poursuite de politiques non conventionnelles, il a été facile, pour le secteur privé, de remettre à plus tard le processus de désendettement, pour les gouvernements, de financer les déficits publics, et pour les autorités, de reporter les réformes structurelles de l'économie réelle et de la sphère financière. Il est vrai que le faible loyer de l'argent favorise l'emprunt plutôt que l'épargne, les dépenses plutôt que les recettes publiques, et le *statu quo* plutôt que le changement.

Certes, dans quelques pays, le difficile désendettement des ménages a bien avancé. Certains établissements financiers sont mieux capitalisés et certaines autorités ont engagé le douloureux, mais indispensable, processus d'assainissement budgétaire. Par ailleurs, le travail de réforme financière, très complexe, est déjà en bonne voie. Globalement, toutefois, les progrès sont lents, hésitants, et inégaux d'un pays à l'autre. Ménages et entreprises continuent d'espérer que, s'ils attendent, la valeur de leurs actifs et leurs revenus augmenteront et que leur situation s'améliorera. Les gouvernements espèrent que, s'ils attendent, la croissance économique reviendra et fera baisser le ratio dette/PIB. Enfin, les responsables politiques nourrissent l'espoir que, s'ils attendent, revenus et bénéfices repartiront à la hausse et repousseront l'urgence d'une réforme des marchés du travail et des produits. Cet attentisme ne sera d'aucun secours, d'autant que le soutien et la patience de l'opinion publique ont des limites.

Les banques centrales, malheureusement, ne peuvent faire davantage sans augmenter les risques qu'elles ont déjà suscités. Elles doivent, au contraire, se

recentrer sur leur mission traditionnelle – même étendue à la stabilité financière – et, ce faisant, encourager les ajustements qui s’imposent plutôt que les retarder avec des taux d’intérêt proches de zéro et des achats massifs de titres d’État. Elles doivent presser les autorités de mettre en œuvre au plus tôt les réformes structurelles, et non entretenir l’illusion rassurante que cette tâche sera, un jour, plus aisée.

Après un retour sur l’année écoulée (chapitre II), le présent rapport annuel traite, tour à tour, les grands thèmes évoqués brièvement dans ces premières pages (chapitres III à VI). Le message en est simple : les autorités doivent hâter les réformes structurelles pour stimuler la productivité et libérer la croissance ; le secteur privé doit réduire son niveau d’endettement, et le secteur public, veiller à la viabilité de ses finances ; les risques dans le système financier doivent être mieux gérés ; enfin, voir dans la politique monétaire une panacée serait une erreur lourde de conséquences.

Favoriser la flexibilité : une clé pour la croissance

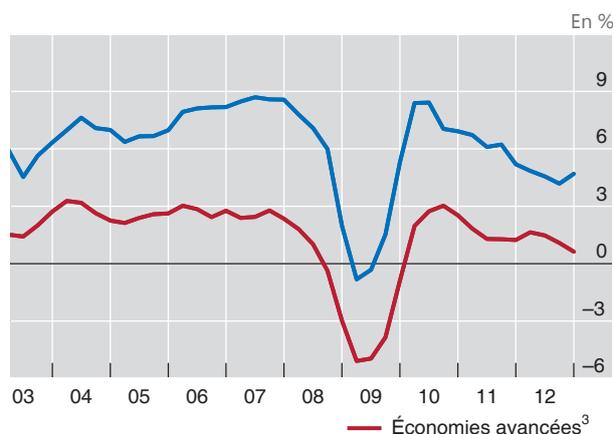
Au plan mondial, l’objectif d’une croissance économique soutenue et équilibrée reste insaisissable. Dans nombre de pays avancés, le taux de croissance ne s’est que partiellement rétabli, et le chômage demeure obstinément élevé (graphique I.1). Les rigidités des marchés du travail et des produits sont un obstacle majeur à une prospérité économique durable (chapitre III). La crise financière et ses prolongements ont révélé que les problèmes structurels s’accroissent aux retournements de cycle, lorsqu’à une phase d’expansion succède une phase de contraction. C’est, d’ailleurs, ce qui explique une reprise décevante dans bien des économies.

Au niveau sectoriel, quand une bulle éclate – comme ce fut le cas pour l’immobilier dans plusieurs pays –, des rigidités limitent la mobilité de la main-d’œuvre entre secteurs. Le chapitre III fait valoir qu’un système restrictif de

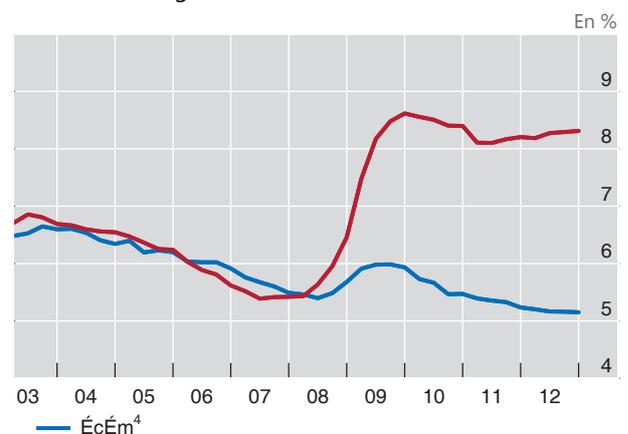
Activité économique mondiale

Graphique I.1

Croissance du PIB¹



Taux de chômage²



¹ Sur 1 an ; moyenne pondérée sur la base des PIB et PPA de 2005 ; données cvs. ² Moyenne pondérée sur la base de la population active ; données cvs ; la définition peut varier d’un pays à l’autre. ³ Australie, Canada, Danemark, États-Unis, Japon, Norvège, Nouvelle-Zélande, Royaume-Uni, Suède, Suisse et zone euro. ⁴ Économies émergentes : Afrique du Sud, Arabie Saoudite, Argentine, Brésil, Chili, Chine, Colombie, Corée, Hong-Kong RAS, Hongrie, Indonésie, Malaisie, Mexique, Pérou, Philippines, Pologne, Russie, Singapour, Taïpei chinois, République tchèque, Thaïlande et Turquie.

Sources : FMI, *Statistiques financières internationales et Perspectives de l’économie mondiale* ; Datastream ; données nationales.

protection du travail ralentit la reprise et la croissance de l'emploi dans les économies qui entrent dans une phase récessive alors qu'elles présentent déjà d'importants déséquilibres sectoriels. De toute évidence, les pays auraient donc grand intérêt à évoluer vers une réglementation moins stricte des marchés du travail et des produits, plus propice à la croissance.

Les mesures visant à assouplir la réglementation de ces marchés favorisent un transfert plus fluide des ressources des secteurs à faible productivité vers les secteurs à forte productivité, mais aussi, indiscutablement, la croissance. Parallèlement, en encourageant la création d'entreprises, de telles mesures impriment un élan permettant aux entreprises d'améliorer la productivité, de se développer et de créer des emplois. En d'autres termes, pour susciter une croissance durable, il est essentiel d'alléger les règles régissant le fonctionnement des marchés du travail et des produits, et de réduire l'influence des intérêts catégoriels qui entravent l'amélioration de la productivité. Il va de soi qu'il convient de préserver les fondements de la protection des travailleurs et des consommateurs, et que le degré de réglementation souhaitable varie d'un pays à l'autre. Il reste que trop de réglementation sur ces marchés a un coût manifeste : une flexibilité limitée au point de pénaliser la croissance à long terme.

Il est démontré que les rigidités structurelles sont particulièrement dommageables au lendemain d'une crise, et donc qu'il est préférable d'engager des réformes de fond en période favorable plutôt que dans l'urgence. Même si les exemples de réforme préventive sont rares, les pays qui sont sortis relativement indemnes de la crise ont tout intérêt à s'attaquer à la question de la flexibilité des marchés du travail et des produits au plus tôt.

Politique budgétaire : des menaces toujours présentes

Les mesures de riposte à la crise financière – sauvetages d'établissements bancaires et stimulation budgétaire – prises par les gouvernements ont porté l'endettement public vers de nouveaux sommets. À cela s'ajoute que, dans les pays où s'était formée une bulle immobilière dans la période précédant la crise, les ménages étaient déjà fortement endettés. Les cinq années écoulées depuis le pic de la crise devaient donc être mises à profit – espérait-on – pour avancer dans l'indispensable processus de désendettement, et ainsi préparer une reprise autonome.

Au lieu de quoi, de 2007 à 2012, la dette cumulée des ménages, des entreprises non financières et du secteur public a augmenté par rapport au PIB dans la plupart des grandes économies avancées et émergentes (graphique I.2). Pour l'ensemble des pays représentés sur le graphique I.2, elle s'est accrue de \$33 000 milliards, soit environ 20 points de pourcentage de PIB. Sur la même période, plusieurs pays – dont quelques économies émergentes – ont vu leur ratio dette totale/PIB progresser encore plus vivement. Il s'agit là, clairement, d'une situation intenable. Le surendettement est un obstacle majeur à la croissance après une crise financière : emprunter toujours plus, année après année, n'est pas la solution¹.

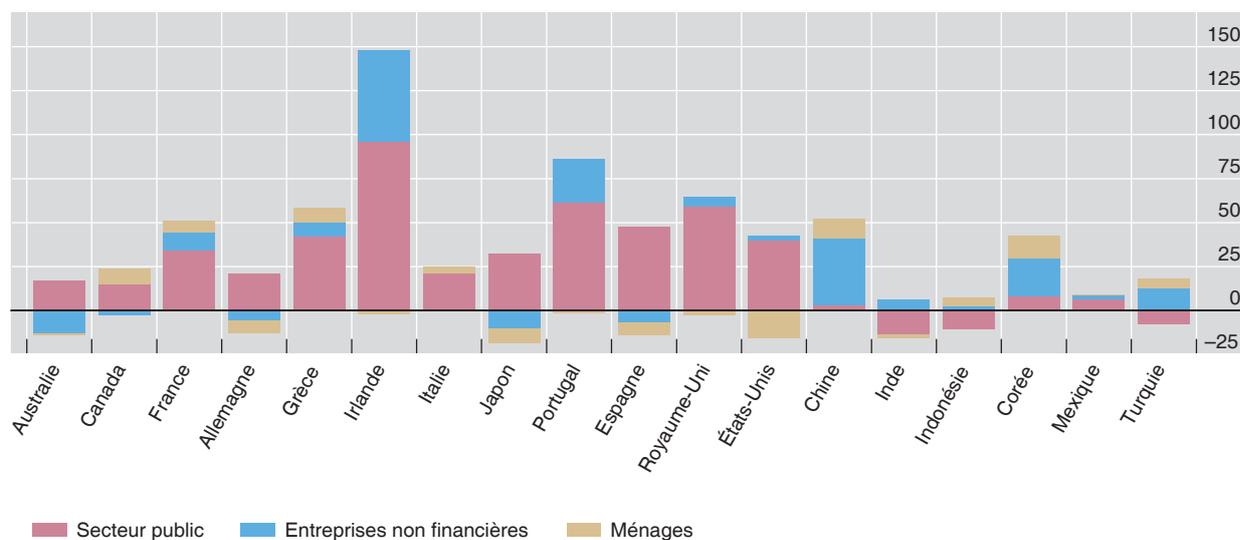
¹ Des travaux de recherche ont montré que, après une crise financière, le processus de réduction de l'endettement du secteur privé durant la phase de contraction était en corrélation positive et significative avec la vigueur de la reprise ultérieure. Voir M. Bech, L. Gambacorta et E. Kharroubi, *Monetary policy, leverage and the business cycle*, BIS Working Papers, n° 388, septembre 2012.

Aux États-Unis, et dans une moindre mesure en Espagne et au Royaume-Uni, les ménages ont progressé dans la réduction de leur dette ; toutefois, rapportée au PIB, cette diminution est bien plus limitée que la baisse moyenne de 40 % environ enregistrée par le secteur privé non financier au sortir de précédentes crises financières. Voir G. Tang et C. Upper, « Debt reduction after crises », *Rapport trimestriel BRI*, septembre 2010, pp. 25–38.

Évolution de la dette, 2007–2012

En pts de % du PIB

Graphique I.2



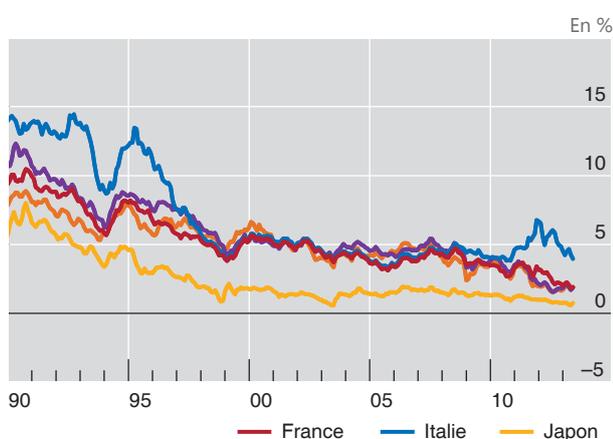
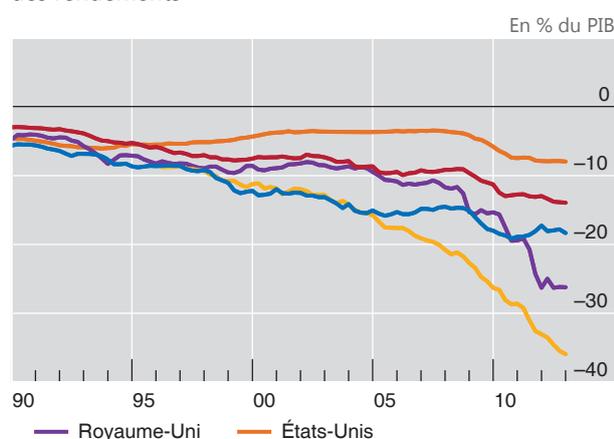
Sources : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale* ; OCDE ; BRI ; données nationales.

Dans la majorité des pays représentés sur le graphique I.2, l'essentiel de la hausse de l'endettement est imputable au secteur public. Certes, au plus fort de la crise financière, il était nécessaire d'aller à contre-cycle pour éloigner la menace d'une dépression, mais ce n'est plus le cas aujourd'hui. Comme l'ont démontré plusieurs études (chapitre IV), dès qu'elle dépasse 80 % environ du PIB, la dette publique commence à freiner la croissance². Avec un endettement public représentant désormais plus de 100 % du PIB dans la plupart des économies avancées et la perspective d'une forte augmentation des dépenses liées au vieillissement démographique, assurer la viabilité des finances publiques à moyen et à long terme reste un défi majeur.

In fine, une dette publique démesurée entame la qualité des signatures souveraines et érode la confiance à leur égard. En remettant de l'ordre dans leurs finances, les États peuvent contribuer à rétablir un lien vertueux entre le système financier et l'économie réelle. De plus, avec un endettement contenu, ils retrouveront la capacité de faire face à la prochaine crise financière ou économique qui se produira, inmanquablement.

Comme le montre le chapitre IV, bien que la nécessité d'un assainissement budgétaire se fasse chaque jour plus impérieuse, les résultats concrets restent bien maigres. Dans un certain nombre de pays, la possibilité d'un financement bon marché qu'offre le faible niveau des taux courts et des taux longs a allégé la pression exercée sur les gouvernements pour qu'ils procèdent à des ajustements

² D'autres types de dette ont également un effet de frein sur la croissance : la dette des entreprises (au-delà de 90 % du PIB) et la dette des ménages (au-delà de 85 %) ; voir S. Cecchetti, M. Mohanty et F. Zampolli, « The real effects of debt », *Achieving maximum long-run growth*, actes du Colloque organisé par la Banque de Réserve fédérale de Kansas City, à Jackson Hole, en août 2011, pp. 145–196.

Rendement des obligations d'État 10 ans¹Évolution du niveau de la dette après une hausse des rendements²

¹ Moyenne mensuelle. ² Pour chaque pays, variation estimée de la valeur de l'encours des titres de dette négociables de l'administration centrale, en % du PIB, après chaque hausse hypothétique de 3 pts de % des rendements sur l'ensemble de la courbe des échéances. États-Unis, Japon et Royaume-Uni : sur la base d'une estimation de l'encours des titres négociables et de l'échéance moyenne, hors titres détenus par la banque centrale ; France et Italie : sur la base d'une estimation de l'encours des titres négociables et de l'échéance moyenne. France, Italie, Japon et Royaume-Uni : données OCDE, sources nationales et données BRI ; États-Unis : sources nationales.

Sources : OCDE ; Bloomberg ; Datastream ; Global Financial Data ; données nationales ; BRI ; calculs BRI.

budgétaires³. Mais le soulagement accordé n'est que temporaire et il n'est pas exempt de risques. Pour rappel, pendant les deux décennies qui ont précédé la crise, les taux d'intérêt à long terme s'établissaient autour d'une moyenne de 6 % dans bon nombre d'économies avancées (graphique I.3, cadre de gauche). Aujourd'hui, les rendements obligataires à long terme se situent à plus ou moins 2 % – bien moins au Japon. Quand les taux d'intérêt et les rendements des obligations repartiront à la hausse, les investisseurs qui détiennent des obligations d'État doivent s'attendre à essayer de lourdes pertes.

Il suffit, pour s'en persuader, de songer à ce qui arriverait à des détenteurs de titres du Trésor américain (exception faite de la Réserve fédérale) si les rendements devaient augmenter de 3 points de pourcentage sur l'ensemble de la courbe des échéances : leurs pertes s'élèveraient à plus de \$1 000 milliards, soit près de 8 % du PIB des États-Unis (graphique I.3, cadre de droite). Pour les détenteurs de titres de dette émis par la France, l'Italie, le Japon et le Royaume-Uni, les pertes varieraient, selon le pays, entre 15 % et 35 % du PIB environ. Il est peu probable que les rendements fassent un bond de 300 points de base du jour au lendemain ; toutefois, le précédent de 1994 dans plusieurs économies avancées – une progression de 200 points de base des rendements obligataires à long terme en l'espace d'une année – est la preuve, s'il en est, qu'une ample variation peut se produire très rapidement.

³ Le niveau exceptionnellement bas des rendements résulte de l'effet de plusieurs facteurs : perspectives économiques encore fragiles, afflux de capitaux externes en quête de sécurité, demande d'actifs de qualité et liquides induite par la réglementation, et interventions de grande envergure des banques centrales.

Et même si certains investisseurs peuvent se protéger en adoptant des stratégies de couverture sophistiquées, il y aura toujours, en bout de chaîne, un détenteur ultime du risque de taux d'intérêt. La perte potentielle rapportée au PIB se situe, d'ailleurs, à un niveau sans précédent dans la plupart des économies avancées. Étant donné que les banques étrangères et nationales seraient au nombre des perdants, le relèvement des taux d'intérêt, s'il n'est pas orchestré minutieusement, pourrait représenter un risque pour la stabilité du système financier. À cet égard, il est crucial que toute mesure de resserrement soit clairement annoncée bien en amont par les banques centrales.

Les gouvernements doivent redoubler d'efforts pour assurer la tenabilité de la trajectoire des finances publiques. La croissance ne sera, tout simplement, pas suffisante pour que l'assainissement s'opère de lui-même ; autrement dit, le dénominateur du ratio dette/PIB ne progressera pas plus rapidement que le numérateur. Reporter cette douloureuse échéance, par contre, fait courir le risque d'un assainissement forcé, à opérer dans l'urgence – c'est le cas actuellement dans quelques pays du sud de l'Europe. Les problèmes d'ordre structurel dans la sphère budgétaire doivent être pris en charge promptement. Agir maintenant, c'est s'épargner de plus lourds sacrifices à l'avenir.

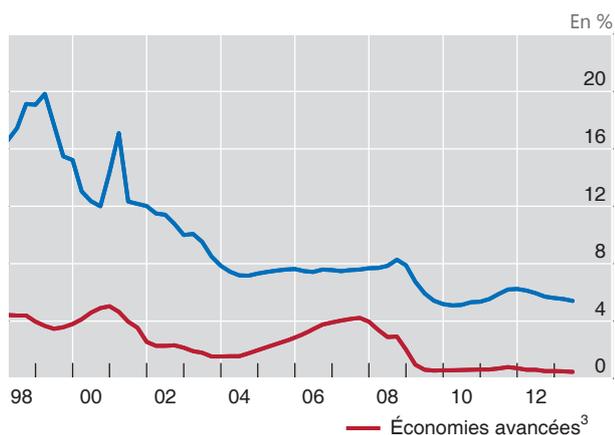
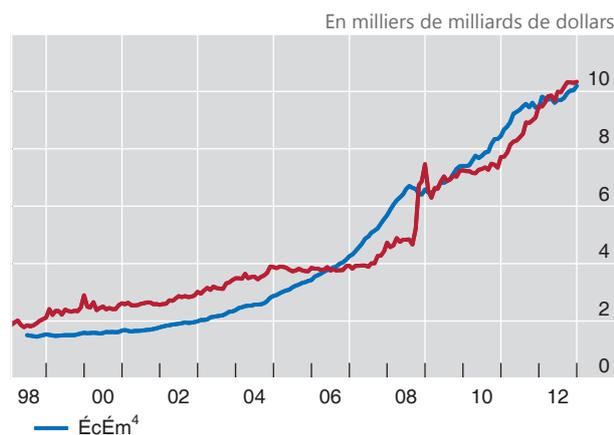
En outre, comme le précise le chapitre IV, la qualité des ajustements budgétaires importe autant que la quantité. L'attente n'a apporté aucun bénéfice. Les pays qui avaient trop tardé se trouvent contraints d'opérer des coupes plus drastiques et moins bien ciblées, en sacrifiant des investissements publics productifs et en augmentant la pression fiscale, peu propice à la croissance. Les pays qui disposent encore d'une marge de manœuvre devraient donc faire porter leurs efforts sur la réduction des dépenses, en diminuant la consommation publique et les transferts de l'État. Dans les pays où les taux d'imposition sont encore faibles, une hausse des recettes fiscales pourrait aussi être envisagée.

Dans bien des pays, il importe également de faire davantage, dès à présent, pour limiter les dépenses futures liées au vieillissement démographique. Des mesures de cet ordre, qui visent le long terme, auront aussi des effets positifs immédiats, en renforçant le sentiment que les budgets sont sur une trajectoire viable.

Dans bon nombre d'économies émergentes, la situation des finances publiques est restée sous contrôle, en partie parce que ces économies ne se trouvaient pas au cœur de la crise. Toutefois, la situation budgétaire de certaines d'entre elles, bien que présentement favorable, a été dopée par le renchérissement des actifs et des produits de base. Cela ne va probablement pas durer, ce qui devrait inciter à la vigilance. Ailleurs, l'essoufflement de la demande mondiale a entraîné une baisse des recettes et induit une hausse des dépenses, provoquant une augmentation des niveaux d'endettement. Ces signes précoces, alarmants pour la viabilité budgétaire, conjugués aux perspectives de croissance des dépenses publiques sous l'effet du vieillissement de la population, devraient inciter les autorités des pays émergents à ne pas baisser la garde.

Système financier : vers une plus grande résilience

La complexité du système financier est une source de difficulté permanente pour la surveillance prudentielle. Veiller à la stabilité systémique suppose de s'appuyer sur des cadres adéquats en matière de fonds propres, de liquidité et de résolution. Tous les établissements financiers doivent disposer d'amples volants de fonds propres de haute qualité, capables d'absorber d'éventuelles pertes, ainsi que de volants de liquidité, qui les protègent en cas de revirement de la confiance des

Taux directeurs¹Total de l'actif²

¹ Taux directeurs ou taux comparables ; fourchette cible : point médian ; moyenne pondérée des économies citées sur la base des PIB et PPA de 2005. ² Total des économies citées. ³ Australie, Canada, Danemark, États-Unis, Japon, Norvège, Nouvelle-Zélande, Royaume-Uni, Suède, Suisse et zone euro. ⁴ Afrique du Sud, Arabie Saoudite, Argentine, Brésil, Chili, Chine, Colombie, Corée, Hong-Kong RAS, Hongrie, Inde, Indonésie, Malaisie, Mexique, Pérou, Philippines, Pologne, Russie, Singapour, Taïpei chinois, République tchèque, Thaïlande et Turquie.

Sources : FMI, *Statistiques financières internationales* ; Bloomberg ; Datastream ; Global Financial Data ; données nationales.

marchés. Il faut, en outre, pouvoir disposer d'un régime de résolution, pour que la défaillance de grands établissements complexes puisse se régler de manière ordonnée.

La gestion des risques dans un environnement financier mondialisé et complexe demeure un défi. Le chapitre V explique en quoi il importe de s'appuyer sur la mesure et la gestion du risque pour bâtir un cadre prudentiel mieux à même d'assurer la solidité du système.

Le chapitre V expose en détail les avantages que présenterait un cadre prudentiel adapté à la complexité croissante et à l'évolution constante du système financier. Il montre ainsi comment une règle simple, comme le ratio de levier, et un indicateur pondéré des risques, plus complexe, peuvent conjointement fournir de meilleurs éléments d'analyse. Ensemble, ces deux outils d'évaluation de la solidité des banques, qui présentent, l'un et l'autre, des qualités et des défauts, renseignent mieux sur le degré de risque encouru par une banque qu'ils ne pourraient le faire pris isolément. Autre avantage : lorsqu'ils sont associés, ils réduisent la marge d'interprétation. Les autorités devraient, par conséquent, chercher à tirer parti de cette complémentarité entre indicateurs sensibles au risque et simples règles de bilan pour améliorer le suivi et le traitement des risques qui pèsent sur le système financier.

Limiter l'éventail des activités bancaires autorisées peut, certes, contribuer à réduire le risque systémique, mais il ne faudrait pas voir là une solution miracle. Les effets sur la complexité des banques seront restreints, et même si la structure organisationnelle des établissements s'en trouve simplifiée, il est encore trop tôt pour savoir quel sera l'impact sur les risques à l'échelle du système.

L'actualisation des normes relatives au système financier mondial doit s'appuyer sur des principes simples : internalisation des risques systémiques ; exigences de fonds propres et de liquidité suffisantes pour aligner les incitations du secteur privé sur l'intérêt général ; sensibilité au risque du cadre prudentiel à même de limiter les reports vers des actifs à haut risque ; extension du périmètre prudentiel de sorte que les risques puissent être pleinement appréhendés par les autorités de contrôle

(et par les gestionnaires) ; dispositif réglementaire évoluant avec le système financier. La tâche n'est pas si simple dans la pratique. Mener à bien les réformes financières passe nécessairement par un travail d'élaboration et de mise au point long et complexe. Avant de faire appliquer un concept, même simple, il faut s'assurer qu'il est défini précisément.

Politique monétaire : un sursis octroyé

Depuis la crise financière, les banques centrales se sont vues contraintes de repousser toujours plus loin les limites de leur champ d'action traditionnel. Dans les grandes économies avancées, après avoir abaissé les taux d'intérêt jusqu'à leur plancher incompressible, les banques centrales ont procédé à des achats massifs de titres, pour un total actuellement équivalant à 25 % du PIB cumulé de ces pays. Parallèlement, dans les économies émergentes, leurs homologues ont, elles aussi, accru leur bilan, et détiennent maintenant des titres à hauteur de plus de 40 % du PIB. Globalement, le total de l'actif des banques centrales des pays avancés et émergents est passé de \$10 400 milliards en 2007 à plus de \$20 500 milliards aujourd'hui, et la pression pour qu'elles fassent encore davantage ne se relâche pas (graphique I.4).

Pourtant, en dépit des mesures d'assouplissement monétaire, la croissance économique reste atone, et la création d'emplois n'a pas encore trouvé sa dynamique. De plus, le faible niveau des taux d'intérêt dans les économies avancées a des répercussions internationales, provoquant notamment des flux de capitaux vers les économies émergentes en croissance rapide et vers quelques petites économies avancées. Les tensions à la hausse qui s'exercent sur la monnaie des pays concernés ont gêné les efforts de stabilisation de la banque centrale au plan national.

Poursuivre sur la voie d'une stimulation monétaire sans précédent devient plus périlleux, car le rapport coûts-avantages a évolué. Le chapitre VI défend l'idée qu'une politique monétaire axée sur la stabilité des prix – sans laquelle rien n'est possible – reste le premier fondement de la croissance. Mais, comme l'a révélé la crise, assurer cette stabilité à court terme ne suffit pas : la stabilité financière est, elle aussi, une condition essentielle de la stabilité macroéconomique à long terme. Toute la difficulté est d'adapter les cadres traditionnels de la politique monétaire pour y inclure, de façon effective et symétrique, des considérations de stabilité financière.

Les autorités monétaires des plus grandes économies avancées se trouvent donc en position délicate. Que faire pour encourager l'adoption, par les autorités compétentes, des nécessaires réformes structurelles ? Que faire pour éviter de rendre l'économie trop dépendante de la stimulation monétaire ? Quel sera le bon moment pour abandonner les politiques expansionnistes ? Et comment éviter, lors du changement de cap, de déclencher une brusque hausse des rendements obligataires ? Il est temps que la politique monétaire s'attache à répondre à ces questions.

En bref..

Six années ont passé depuis que la crise financière mondiale a éclaté, mais l'objectif d'une croissance économique robuste, durable et équilibrée reste insaisissable. S'il existait une solution simple d'y parvenir, elle aurait déjà été trouvée. Le problème n'ayant pas ses origines dans la sphère monétaire, la stimulation monétaire ne

saurait le régler à elle seule. Il faut donc que les banques centrales s'emploient désormais à retrouver leur rôle de stabilisation, laissant à d'autres le soin de réaliser les difficiles, mais indispensables, ajustements.

Les pouvoirs publics doivent hâter la réforme des marchés du travail et des produits qui facilitera le transfert des ressources économiques vers les secteurs à haute productivité. Ménages et entreprises doivent achever la lourde tâche d'assainissement de leurs bilans, et les gouvernements, redoubler d'efforts pour assurer la viabilité des finances publiques. Les autorités compétentes doivent ajuster la réglementation pour tenir compte des interconnexions et de la complexité croissantes au sein du système financier, et veiller à ce que les banques détiennent des volants de fonds propres et de liquidité à la mesure des risques associés. Il faut que chaque pays adapte le calendrier des réformes de manière à maximiser ses chances de succès, sans mettre en péril la reprise économique en cours. Au bout du compte, seul un programme vigoureux d'assainissement et de réforme replacera les économies sur la voie d'une croissance réelle forte et durable.