

## I. À la recherche d'une nouvelle boussole

L'économie mondiale reste confrontée à de graves difficultés. Malgré une reprise de la croissance, elle reste dépendante des mesures de stimulation monétaire. La politique monétaire peine encore à revenir à la normale après l'orientation exceptionnellement accommodante qu'elle a suivie pendant des années. En dépit de l'euphorie des marchés financiers, l'investissement reste déprimé. Au lieu d'accroître les capacités de production, les grandes entreprises préfèrent racheter des actions ou procéder à des fusions et acquisitions. Et bien que les perspectives à long terme ne soient pas radieuses, la dette continue d'augmenter. On évoque même une stagnation séculaire.

Quelles sont les raisons de cette situation ? Pour comprendre cette dynamique, il faut revenir à la Grande Crise financière. La crise qui s'est déclarée en août 2007 pour atteindre son paroxysme environ un an plus tard a marqué un tournant décisif dans l'histoire économique, aussi bien au plan économique qu'intellectuel. Aujourd'hui, nous divisons naturellement l'évolution récente en deux périodes : avant la crise et après la crise. La crise a projeté une ombre longue sur le passé ; loin de surgir de nulle part, elle a constitué l'issue presque inévitable de forces souterraines qui étaient à l'œuvre depuis des années, si ce n'est des décennies. Et elle jette une ombre longue sur l'avenir : ses traces sont encore bien présentes et déterminent la trajectoire future.

Pour comprendre les difficultés que rencontre l'économie mondiale aujourd'hui, il faut se placer dans une perspective à long terme, dont l'horizon doit dépasser largement celui des fluctuations de la production (les « cycles économiques »), qui domine la pensée économique. Tels qu'ils sont conçus et mesurés, ces cycles économiques se déroulent tout au plus sur huit ans. C'est l'horizon de référence pour la majeure partie de la politique macroéconomique, celui qui nourrit l'impatience des décideurs face à la lenteur de la reprise économique, et celui qu'on examine attentivement pour savoir dans quel délai la production devrait retrouver son niveau normal ou combien de temps elle pourrait dévier de sa tendance. C'est sur cet intervalle qu'on recherche des indices sur l'économie en scrutant les dernières fluctuations passagères de la production industrielle, les enquêtes de confiance auprès des consommateurs ou des entreprises, ou encore les chiffres de l'inflation.

Or, cet intervalle est trop court. Les fluctuations financières (ou « cycles financiers ») qui peuvent déboucher sur des crises bancaires comme la dernière en date s'étalent sur des durées bien plus longues que les cycles économiques. Quoiqu'irrégulières, elles se déroulent généralement sur 15 à 20 ans en moyenne. Après tout, il faut beaucoup de petit bois pour allumer un grand feu. Pourtant, les cycles financiers peuvent passer en grande partie inaperçus, car leur mouvement est trop lent pour les décideurs et les observateurs, dont l'attention est rivée sur les fluctuations plus courtes de la production.

Les répercussions du cycle financier peuvent être dévastatrices. Lorsqu'une contraction brutale succède à l'expansion financière, les pertes de production et d'emplois peuvent être considérables et extraordinairement persistantes. Autrement dit, les récessions de bilan ont des conséquences nettement plus néfastes que les récessions normales. Les contractions révèlent la mauvaise allocation des ressources et les carences structurelles que les phases d'expansion ont temporairement masquées. Dès lors, si les mesures prises par les pouvoirs publics ne s'inscrivent pas dans une perspective à long terme, elles risquent, en cherchant à régler un problème immédiat, de créer un problème ultérieur bien plus grave. L'accumulation de la dette au fil des cycles économiques et financiers successifs devient alors le facteur décisif.

Cette année, le Rapport annuel de la BRI examine cette perspective à long terme<sup>1</sup>. Pour faire le point sur l'économie mondiale, il dresse un cadre dans lequel la crise, les réponses apportées par les pouvoirs publics et les séquelles de ces événements tiennent une place centrale. Cette vision à long terme vient compléter l'analyse traditionnelle des fluctuations plus courtes de la production, de l'emploi et de l'inflation – dans laquelle les facteurs financiers peuvent jouer un rôle, mais périphérique.

La conclusion est simple. L'économie mondiale a affiché de nombreux signes encourageants ces douze derniers mois, mais il serait imprudent de penser qu'elle a surmonté son désarroi consécutif à la crise. La perspective d'un retour à une croissance durable et équilibrée semble sans cesse repoussée.

Le rétablissement d'une croissance durable exige des politiques globales. Dans les pays frappés par la crise, l'accent doit être mis davantage sur l'assainissement des bilans et les réformes structurelles, et un peu moins sur les mesures de stimulation monétaire et budgétaire : le rôle de l'offre est crucial. Une bonne stratégie ne consiste pas tant à gonfler la croissance à tout prix qu'à éliminer les obstacles qui la freinent. Le redressement de l'économie mondiale est une précieuse opportunité qu'il ne faut pas laisser passer. Dans les économies qui ont échappé aux pires effets de la crise financière et dont la croissance s'appuie maintenant sur une forte expansion financière, il faut s'attacher à modérer ce boom et à prendre des forces pour faire face à l'éventualité d'une brutale contraction. Les nouvelles sources de risques liées à la rapide expansion des marchés financiers méritent à ce titre une attention particulière. Dans ces économies aussi, les réformes structurelles sont trop importantes pour être remises à plus tard.

Il existe cependant un élément commun. Les causes du malaise consécutif à la crise sont en grande partie celles de la crise elle-même : elles résident dans un manque général de maîtrise du cycle financier. Pour y remédier, il faut ajuster les cadres dans lesquels s'inscrivent les politiques budgétaires, monétaires et prudentielles, afin d'apporter une réponse plus symétrique dans les phases d'expansion et de contraction. Et il faut renoncer à faire de la dette le moteur principal de la croissance. À défaut, l'instabilité risque de devenir une constante de l'économie mondiale, et la marge de manœuvre des pouvoirs publics pourrait disparaître.

La première section dresse le bilan de santé de l'économie mondiale ; la deuxième en donne une interprétation à travers le prisme du cycle financier et évalue les risques futurs ; enfin, la troisième analyse les implications pour l'action publique.

## Où en est l'économie mondiale ?

La bonne nouvelle est que la croissance s'est redressée au cours des douze derniers mois et que l'on s'attend à une poursuite de cette amélioration (chapitre III). Selon les projections, la croissance du PIB mondial devrait même s'approcher du niveau observé pendant la décennie qui a précédé la crise. La dynamique s'est accélérée dans les économies avancées tandis qu'elle s'est ralentie dans les économies émergentes.

<sup>1</sup> Voir aussi J. Caruana, « Global economic and financial challenges: a tale of two views », conférence donnée au Harvard Kennedy School, Cambridge, Massachusetts, 9 avril 2014, et C. Borio, *The financial cycle and macroeconomics: what have we learnt?*, BIS Working Papers, n° 395, décembre 2012 (à paraître dans *Journal of Banking & Finance*).

Dans l'ensemble, toutefois, la période consécutive à la crise s'avère décevante. À l'aune des cycles économiques normaux, la reprise est lente et poussive dans les pays touchés par la crise. Malgré son récent recul, le chômage y est encore très supérieur à ses niveaux d'avant la crise. Les économies de marché émergentes ont été les principaux moteurs de la croissance après la crise, car elles ont connu un vigoureux rebond jusqu'au ralentissement récent. Globalement, la croissance du PIB mondial affiche un taux qui n'est pas éloigné du rythme observé dans les années 2000, mais sa trajectoire demeure inférieure. Le terrain perdu n'a pas été regagné.

En outre, les perspectives de croissance à plus long terme sont loin d'être radieuses (chapitre III). Dans les économies avancées, en particulier celles qui ont subi la crise, la croissance de la productivité a été décevante lors de la reprise. Et ce phénomène s'ajoute à un fléchissement tendanciel de plus long terme. Jusqu'ici, la productivité s'est mieux tenue dans les économies moins touchées par la crise et en particulier dans les économies émergentes, où ce déclin à long terme n'est guère apparent. Cela dit, la démographie constitue un facteur très défavorable, et pas seulement dans les économies les plus avancées.

Qu'en est-il de l'inflation ? Elle pose encore un problème dans plusieurs économies de marché émergentes mais, de manière générale, elle est restée stable à un bas niveau – ce qui est positif. Cependant, elle demeure obstinément inférieure aux objectifs dans certaines économies touchées par la crise, notamment, et des craintes de déflation ont été exprimées dans certains cas, en particulier dans la zone euro. Cela pose la question, analysée ci-dessous, de la gravité de la situation.

Sur le front financier, le tableau est très contrasté.

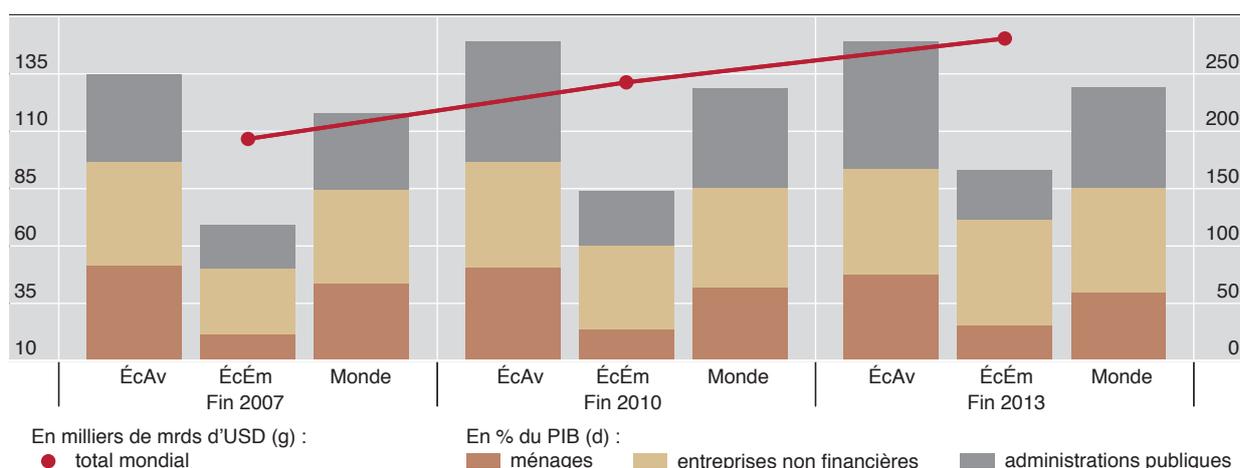
Au cours de l'année écoulée, les marchés financiers ont été exubérants, du moins dans les économies avancées, essentiellement en réaction aux mesures prises par les banques centrales (chapitre II). Sur les marchés d'actions, d'obligations et des changes, la volatilité est tombée à des niveaux historiquement bas. De toute évidence, les intervenants de marché n'intègrent pratiquement aucun risque dans les valorisations. Dans les économies avancées, la quête du rendement s'est accentuée et généralisée, et les écarts de taux se sont resserrés. La périphérie de la zone euro n'a pas fait exception. Les marchés d'actions se sont encore raffermis. Certes, le parcours des économies émergentes a été bien plus mouvementé. Dès la première indication, en mai 2013, d'une normalisation potentielle de la politique de la Réserve fédérale, les marchés émergents ont chancelé, et avec eux leurs cours de change et leurs actifs. Des tensions similaires ont refait surface en janvier, dues cette fois davantage à un revirement des perceptions du marché quant aux conditions prévalant dans les économies émergentes. Cependant, l'adoption de mesures énergiques et le retour de la quête du rendement ont, depuis, amélioré ces perceptions. Dans l'ensemble, l'année écoulée laisse une impression déconcertante de découplage entre le dynamisme des marchés et l'évolution sous-jacente de l'économie mondiale.

Le secteur financier est en meilleure santé, mais il garde des séquelles (chapitre VI). Dans les économies où la crise a sévi, les banques ont progressé dans l'augmentation de leurs fonds propres, principalement en conservant leurs bénéfices et en lançant de nouvelles émissions, sous la forte pression des marchés et des autorités de réglementation. Cela dit, des doutes persistent dans certains pays quant à la qualité des actifs et à l'assainissement des bilans réellement opéré. La relative faiblesse des banques a favorisé une très vive expansion du marché des obligations d'entreprises. Ailleurs, dans de nombreux pays moins durement frappés par la crise et à la faveur d'une rapide expansion du crédit, les bilans apparaissent plus sains, mais ils ont commencé à se dégrader dans certains cas.

Dans le secteur privé non financier, les bilans ont profondément souffert de la crise et des tendances qui l'ont précédée (chapitre IV). Dans les économies touchées

## Le niveau de la dette continue d'augmenter

Graphique I.1



Monde : Afrique du Sud, Arabie Saoudite, Argentine, Australie, Brésil, Canada, Chine, Corée, États-Unis, zone euro, Hong-Kong RAS, Hongrie, Inde, Indonésie, Japon, Malaisie, Mexique, Pologne, Royaume-Uni, Russie, Singapour, République tchèque et Turquie. ÉcAv = économies avancées ; ÉcÉm = économies émergentes.

Sources : FMI ; données nationales ; estimations BRI.

par la crise, l'expansion du crédit au secteur privé a été lente, mais les ratios dette/PIB restent globalement élevés, même s'ils ont baissé dans certains pays. À l'autre bout du spectre, plusieurs économies ayant échappé à la crise, en particulier les économies émergentes, ont enregistré une expansion du crédit et des prix des actifs qui n'a que récemment amorcé une décélération. À l'échelle mondiale, la dette totale du secteur privé non financier s'est accrue de quelque 30 % depuis la crise, poussant le ratio dette/PIB à la hausse (graphique I.1).

L'étroitesse de la marge de manœuvre sur le front des politiques macroéconomiques est particulièrement préoccupante.

De manière générale, la politique budgétaire est mise à rude épreuve (chapitre III). Dans les économies frappées par la crise, le déficit budgétaire a explosé, car les recettes se sont effondrées, des mesures de relance d'urgence ont été prises et, dans certains cas, les autorités se sont portées au secours de leurs banques. Plus récemment, plusieurs pays se sont efforcés d'assainir leurs finances publiques. Pourtant, les ratios dette/PIB ont encore augmenté et semblent dans plusieurs cas suivre une trajectoire intenable. Le tableau est plus contrasté dans les pays que la crise a épargnés, les ratios dette/PIB reculant même dans certains cas, tandis qu'ils augmentent dans d'autres, mais à partir d'un point beaucoup plus bas. Après la crise, la dette combinée du secteur public des économies du G 7 a augmenté de près de 40 points de pourcentage pour avoisiner 120 % du PIB – un facteur déterminant de l'augmentation de 20 points de pourcentage du ratio total dette/PIB (secteur public et secteur privé) à l'échelle mondiale (graphique I.1).

La politique monétaire arrive à ses limites extrêmes (chapitre V). Elle a été extraordinairement accommodante dans les économies en crise et au Japon. Avec des taux directeurs nuls ou proches de zéro dans les principales monnaies internationales, les banques centrales ont procédé à de nouveaux assouplissements, en annonçant leurs orientations prospectives et en adoptant des politiques de bilan énergiques, comme des achats massifs d'actifs et des prêts à long terme. Jamais jusqu'ici les banques centrales n'étaient allées aussi loin. La normalisation de la politique monétaire est à peine entamée. Dans d'autres pays, les taux d'intérêt ont été également très bas après la crise et les banques centrales ont vigoureusement

étouffé leur bilan, dans ce cas par des interventions sur les marchés des changes. Les banques centrales de plusieurs économies émergentes ont relevé leurs taux au cours de l'année écoulée, principalement en raison des turbulences sur les marchés.

L'impression générale est celle d'une économie mondiale convalescente, mais toujours déséquilibrée. Bien que la croissance se soit redressée, les perspectives à long terme ne sont pas exaltantes. Les marchés financiers sont euphoriques, mais l'assainissement des bilans des banques progresse de façon inégale et la dette privée continue d'augmenter. La politique macroéconomique n'a guère de marge de manœuvre pour faire face à une mauvaise surprise, y compris une récession normale.

## L'économie mondiale vue à travers le prisme du cycle financier

Comment en sommes-nous arrivés là ? Et quels risques macroéconomiques l'avenir nous réserve-t-il ? Pour comprendre ce qui s'est passé, il faut examiner la nature de la récession que nous venons de traverser et les mesures qui ont été prises pour y faire face.

### Une récession de bilan et ses répercussions

Le prologue de la Grande Récession est connu. Une expansion financière de grande ampleur s'est développée dans un contexte d'inflation modérée et stable ; ce boom a été alimenté, comme souvent dans ce type d'épisode, par l'innovation financière. Le crédit et les prix immobiliers se sont envolés, évacuant une récession peu profonde intervenue au début des années 2000 et stimulant une fois de plus la croissance économique (chapitre IV). L'euphorie régnait. On a évoqué une « grande modération » – l'idée que les décideurs avaient enfin dompté le cycle économique et mis au jour les secrets les mieux gardés de l'économie.

La récession qui a suivi a fait voler cette illusion en éclats. Alors que la contraction succédait à l'expansion, une crise financière d'exceptionnelles proportions s'est déclarée. La production et les échanges mondiaux se sont effondrés. Le spectre de la Grande Dépression menaçait.

L'ombre de ce spectre a plané sur les mesures prises par les autorités. Certes, les premiers signes de difficultés ont été mal interprétés. Lorsque les marchés interbancaires se sont figés en août 2007, l'opinion dominante était que les tensions resteraient contenues, mais la situation a changé quand Lehman Brothers a fait faillite, à peu près un an plus tard, et que l'économie mondiale est tombée dans un trou d'air. Les instruments de politique monétaire et budgétaire ont été activement mobilisés pour éviter une répétition des années 1930. Ces événements ont produit un écho bien au-delà des pays directement touchés par la crise ; ainsi, la Chine s'est lancée dans une expansion nourrie par l'octroi massif de crédit.

Au départ, le remède a paru efficace. Il est toujours difficile d'émettre des hypothèses *a posteriori*, mais il est certain que l'action rapide des autorités a amorti le choc et évité le pire. L'assouplissement massif de la politique monétaire opéré dans les économies en crise, en particulier, a restauré la confiance et empêché le système financier et l'économie de dévisser. C'est en cela que la gestion de crise montre son utilité.

Pourtant, au fil des événements, la déception a succédé au soulagement. L'économie mondiale ne s'est pas redressée comme on l'avait espéré. Les prévisions de croissance, au moins pour les économies en crise, ont été abaissées à maintes

reprises. Les mesures de relance budgétaire n'ont pas réussi à faire redémarrer l'économie. Des trous béants se sont même creusés dans les comptes budgétaires. Et dans la zone euro, notamment en raison de ses particularités institutionnelles, une crise souveraine particulièrement violente s'est déclarée, menaçant de déclencher une spirale d'interactions négatives entre un secteur bancaire affaibli et le risque souverain. À l'échelle mondiale, les préoccupations suscitées par des trajectoires budgétaires insoutenables ont conduit à une inflexion des orientations budgétaires. Parallèlement, la politique monétaire a continué à tester des mesures toujours plus imaginatives pour tenter de stimuler la reprise. Et les autorités réglementaires se sont employées à rétablir la solidité du système financier. Mais l'économie mondiale ne guérissait pas.

Au moins *a posteriori*, cette succession d'événements ne devrait pas nous surprendre. Cette récession n'était pas une récession typique de l'après-guerre, mettant un frein à l'inflation. C'était une récession de bilan, associée à la phase de contraction d'un cycle financier démesuré. De ce fait, les excès de dette et de stock de capital ont été bien plus conséquents, les dommages au secteur financier, beaucoup plus graves et la marge de manœuvre des autorités, nettement plus étroite.

Les récessions de bilan présentent deux caractéristiques fondamentales.

Tout d'abord, elles sont très coûteuses (chapitre III). Elles sont généralement plus profondes, débouchent sur des reprises moins vigoureuses et entraînent des pertes de production permanentes : le PIB peut retrouver son précédent taux de croissance à long terme, mais rarement sa trajectoire de croissance antérieure. Sans aucun doute, plusieurs facteurs sont à l'œuvre. Il n'est que trop facile, en phase d'expansion, de surestimer la production et la croissance potentielles, et de négliger l'efficacité dans l'affectation du capital et de la main-d'œuvre. En phase de contraction, les excès de dette et de stock de capital pèsent sur la demande tandis qu'un système financier dégradé peine à lubrifier la machine économique, nuit ainsi à la productivité et érode encore un peu plus les perspectives à long terme.

Ensuite, comme on le constate de plus en plus, les récessions de bilan réagissent moins aux mesures traditionnelles de gestion de la demande (chapitre V). La première raison en est que les banques doivent assainir leurs bilans. Lorsque la qualité des actifs est médiocre et le capital peu abondant, les banques tendent à restreindre l'offre globale de crédit et, surtout, à allouer de façon inefficace. Tant qu'elles pansent leurs blessures, elles cherchent naturellement à se désengager. Mais elles continuent à accorder des crédits à des emprunteurs en difficulté (pour éviter de constater les pertes), tout en le rationnant ou en augmentant son coût pour ceux qui sont en meilleure posture. Une deuxième raison, encore plus importante, est que les agents surendettés souhaitent réduire leur dette et épargner davantage. Donnez-leur une unité de revenu supplémentaire, comme le ferait la politique budgétaire, et ils l'épargneront au lieu de la dépenser. Incitez-les, en abaissant les taux d'intérêt, à emprunter davantage, comme le ferait la politique monétaire, et ils refuseront de s'exécuter. Lors d'une récession de bilan, la demande de crédit est nécessairement faible. La troisième raison a trait aux profonds déséquilibres, sectoriels et généraux, qui se sont accentués dans le secteur réel – par exemple, dans le bâtiment – lors de la phase d'expansion financière qui a précédé la crise. Stimuler la demande de façon indifférenciée a peu de chances de résorber ces déséquilibres et peut même les aggraver si, par exemple, des taux d'intérêt très faibles favorisent des secteurs où le capital fixe est déjà surabondant.

Certes, les pays n'ont pas tous traversé une récession de bilan caractérisée (chapitre III). Ceux qui se sont trouvés dans cette situation ont connu, sur le plan intérieur, des cycles financiers démesurés : l'Espagne, les États-Unis, l'Irlande et le Royaume-Uni en particulier, ainsi que de nombreux pays d'Europe centrale et

orientale et de la région balte. Dans ces pays, l'endettement excessif des ménages et des entreprises non financières est allé de pair avec des problèmes bancaires systémiques. D'autres pays, comme la France, l'Allemagne et la Suisse, ont connu de graves tensions bancaires, en grande partie dues à l'exposition de leurs banques à des crises financières qui se sont déclarées ailleurs. Les bilans de leur secteur financier non bancaire ont été beaucoup moins touchés. D'autres encore, comme le Canada et de nombreuses économies émergentes, ont été essentiellement exposés à la crise par le biais de leurs liens commerciaux, et non par l'intermédiaire de leurs banques ; la récession qu'ils ont connue n'était pas une récession de bilan. C'est également le cas du Japon, un pays aux prises avec le poids d'une insuffisance prolongée de la demande, liée à la démographie. Sa récession de bilan s'est produite dans les années 1990 : cela n'explique guère ses difficultés plus récentes. Et seule la zone euro a vu naître un cercle vicieux entre risques bancaires et risque souverain.

Cette diversité explique aussi pourquoi les pays se trouvent à différents points de leur cycle financier interne (chapitre IV). Ceux qui ont subi une récession de bilan caractérisée ont peiné à réduire l'excès de dette privée dans un contexte de chute des prix de l'immobilier. Cela dit, dans certains d'entre eux, les prix de l'immobilier sont déjà repartis à la hausse alors que les niveaux de dette restent élevés et augmentent même dans certains cas. Ailleurs, le tableau est contrasté mais, de manière générale, le volume de crédit et les prix de l'immobilier ont continué à augmenter après la crise, au moins jusqu'à une date récente. Dans certains pays, le rythme de l'expansion financière s'est maintenu dans les fourchettes historiques types. Dans d'autres, il est allé bien au-delà, produisant un vigoureux boom financier.

Le boom financier enregistré dans ce dernier groupe de pays illustre bien l'interaction des mesures de politique monétaire prises dans différents pays (chapitres II, IV et V). Les conditions exceptionnellement accommodantes mises en place dans les économies avancées se sont propagées au reste du monde et y ont favorisé des booms financiers. Ces effets se sont exercés directement, car les monnaies sont utilisées bien au-delà de leur pays d'émission. En particulier, il y a quelque 7 000 milliards de dollars de crédit libellé en dollar hors des États-Unis, et ce montant a fortement augmenté depuis la crise. La transmission a aussi été indirecte, à travers des arbitrages sur devises et sur actifs. À titre d'exemple, la politique monétaire a un puissant impact sur l'appétit pour le risque et la perception du risque (le « canal de la prise de risque »). Elle influence les indicateurs de la propension au risque, comme le VIX, ainsi que les primes d'échéance et de risque, qui sont fortement corrélées dans le monde entier – un facteur qui gagne en importance depuis que les marchés de titres à revenu fixe se développent dans les économies émergentes. Et les mesures de politique monétaire prises dans les pays épargnés par la crise ont aussi joué un rôle. Les autorités de ces pays pouvaient difficilement appliquer des taux nettement supérieurs à ceux des grands pays touchés par la crise, de crainte de voir exploser les taux de change et de provoquer des afflux soudains de capitaux.

En définitive, dans l'ensemble du monde, l'orientation de la politique monétaire a été exceptionnellement accommodante pendant une période inhabituellement longue (chapitre V). Indépendamment de l'impact des politiques de bilan et des orientations prospectives des banques centrales, les taux directeurs demeurent, depuis longtemps maintenant, très inférieurs à leurs niveaux de référence habituels.

## Risques macroéconomiques et financiers actuels

Vue à travers le prisme du cycle financier, l'actuelle configuration de la situation macroéconomique et financière présente un certain nombre de risques.

Dans les pays qui ont connu une expansion financière démesurée, le risque est que celle-ci débouche sur une contraction brutale, qui pourrait provoquer une détresse financière (chapitre IV). D'après des indicateurs avancés qui ont déjà démontré leur utilité, comme le comportement du crédit et des prix de l'immobilier, les symptômes sont préoccupants. Les ratios du service de la dette semblent un peu moins inquiétants, mais l'expérience montre qu'ils peuvent monter en flèche avant l'apparition de difficultés. C'est le cas en particulier si les taux d'intérêt augmentent brusquement, comme cela pourrait se produire s'il devenait nécessaire de défendre des cours de change menacés par de fortes expositions non couvertes ou par un retour à la normale de la politique monétaire dans les économies avancées.

En outre, par rapport au passé, certaines vulnérabilités spécifiques peuvent avoir évolué de manière inattendue (chapitre IV). Ces dernières années, les entreprises non financières d'un certain nombre d'économies émergentes ont beaucoup emprunté sur les marchés financiers par l'intermédiaire de leurs filiales étrangères et ce, principalement en devises. C'est ce qu'on appelle « la deuxième phase de la liquidité mondiale », pour la distinguer de celle qui, avant la crise, était centrée sur le développement des opérations transfrontières des banques. La dette correspondante n'apparaît pas nécessairement dans les statistiques de la dette extérieure, ou elle peut apparaître sous forme d'investissement direct étranger si les fonds sont rapatriés. Elle pourrait constituer une fragilité masquée, surtout si elle est adossée à des flux de trésorerie en monnaie nationale générés par des secteurs hypertrophiés comme l'immobilier ou si elle est utilisée pour des opérations de portage ou d'autres formes de prises de positions spéculatives.

De même, l'expansion du secteur de la gestion d'actifs dans les économies émergentes pourrait, en cas de tensions, amplifier la dynamique des prix des actifs (chapitres IV et VI), en particulier sur les marchés des titres à revenu fixe, qui se sont considérablement développés au cours des dix dernières années, intensifiant l'exposition des pays concernés aux forces des marchés financiers mondiaux. À l'instar d'un éléphant dans une pataugoire, les portefeuilles d'investissement d'envergure mondiale risquent, du fait de leur taille disproportionnée par rapport aux marchés qui les accueillent, d'amplifier les perturbations. Le gonflement de ces flux qu'induit la quête effrénée de rendement est loin d'être rassurant : fortement procycliques, ils fluctuent au gré de l'évolution des conditions et des perceptions du marché.

Certes, de nombreuses économies émergentes ont pris des mesures importantes pour améliorer leur résilience au fil des ans. Contrairement au passé, ces pays ont enregistré des excédents courants, augmenté leurs réserves en devises, donné plus de flexibilité à leurs cours de change, renforcé leur système financier et adopté une pléthore de mesures macroprudentielles. D'ailleurs, lors des deux épisodes de tensions sur les marchés, en mai 2013 et en janvier 2014, ce sont les pays dont les conditions macroéconomiques et financières étaient les plus solides qui s'en sont le mieux sortis (chapitre II).

Malgré tout, l'expérience passée invite à la prudence. Les tensions observées jusqu'ici sur les marchés n'ont pas encore coïncidé avec des contractions financières ; en fait, elles se sont apparentées à des tensions classiques de la balance des paiements. Un excédent courant peut être utile pour amortir une contraction financière, mais seulement jusqu'à un certain point. En réalité, historiquement, certains des booms financiers les plus dévastateurs se sont produits dans des pays

dont les comptes extérieurs étaient solides. Les États-Unis dans les années 1920, avant la Grande Dépression, et le Japon dans les années 1980 ne sont que deux exemples parmi d'autres. Et les mesures macroprudentielles, quoiqu'utiles pour renforcer les banques, n'ont pas permis, à elles seules, de contenir efficacement la montée des déséquilibres financiers, surtout lorsque les conditions monétaires sont restées accommodantes (chapitres V et VI). Dans les économies avancées comme dans les économies émergentes, il s'est avéré à maintes reprises que des bilans bancaires apparemment solides masquaient des fragilités insoupçonnées, qui ne sont apparues que lorsque l'expansion financière a fait place à une vive contraction (chapitre VI).

Cette fois-ci, de graves tensions financières dans les économies émergentes n'épargneraient sans doute pas les économies avancées. Le poids des économies émergentes s'est nettement accru depuis leur dernier grand revers – la crise asiatique de 1997. Aux taux de change de parité de pouvoir d'achat, leur part dans le PIB mondial est passée d'environ un tiers à la moitié. Et leur poids dans le système financier international a connu la même évolution. Les répercussions seraient particulièrement graves si la Chine, qui connaît une formidable expansion financière, devait trébucher. Le risque serait élevé notamment pour les pays exportateurs de produits de base qui ont connu une forte augmentation du crédit et des prix des actifs, et où les gains des termes de l'échange après la crise ont fait croître la dette et les prix de l'immobilier. Il le serait aussi pour les régions du monde où l'assainissement des bilans n'est pas achevé.

Dans les économies ayant souffert de la crise, le risque est que l'assainissement des bilans demeure inachevé, tant dans le secteur privé que dans le secteur public. Cela les rendrait plus vulnérables à un nouveau ralentissement économique, quelle qu'en soit la source, et ferait obstacle au retour à la normale des politiques publiques. D'ailleurs, dans les grandes économies dont le cycle économique est le plus avancé, notamment les États-Unis et le Royaume-Uni, il est assez troublant de voir des profils de croissance proches de ceux qu'on observe dans les phases tardives des cycles financiers et ce, alors même que l'endettement et les prix des actifs ne sont pas encore parfaitement ajustés (chapitre IV). À titre d'exemple, les prix de l'immobilier sont exceptionnellement dynamiques au Royaume-Uni et, sur certains segments du marché américain des prêts aux entreprises, comme les opérations à effet de levier, l'effervescence est encore plus marquée qu'avant la crise (chapitre II). L'ajustement n'étant pas achevé, les ratios du service de la dette du secteur privé dans ces deux pays apparaissent très sensibles à des hausses de taux d'intérêt (chapitre IV). Par ailleurs, en particulier dans la zone euro, des doutes persistent quant à la solidité des bilans bancaires (chapitre VI). En toile de fond, la situation budgétaire, évaluée dans une perspective à long terme, demeure fragile dans presque tous les pays.

## Défis pour l'action publique

À la lumière de cette analyse, quelle est la marche à suivre maintenant ? Pour apporter des réponses à court terme, les autorités devront tenir compte de l'évolution du cycle économique et de l'inflation, ce qui peut donner lieu à des arbitrages délicats. Et comment faut-il ajuster les cadres d'action à plus long terme ?

### Défis à court terme : quelles réponses apporter aujourd'hui ?

Les mesures appropriées à court terme doivent, comme toujours, être spécifiques à chaque pays. Cela étant, et au risque de trop simplifier, quelques remarques

générales peuvent être proposées en divisant les pays en deux groupes : ceux qui ont subi une brutale contraction financière et ceux qui sont encore en phase d'expansion financière. Il est ensuite intéressant d'examiner une difficulté commune aux deux groupes : que faire lorsque l'inflation reste obstinément inférieure aux objectifs ?

### Pays ayant subi une brutale contraction financière

Dans ces pays, la priorité est à l'assainissement des bilans et aux réformes structurelles. Cette priorité découle naturellement de trois caractéristiques des récessions de bilan : les dommages dus aux distorsions de l'offre, la moindre sensibilité aux politiques de stimulation de la demande globale et le net rétrécissement de la marge d'action – budgétaire, monétaire ou prudentielle – des pouvoirs publics. L'objectif est de jeter les bases d'une reprise autonome et robuste, d'éliminer les obstacles à la croissance et d'accroître le potentiel de croissance. C'est dans ces mesures que résident les meilleures chances d'éviter le marasme chronique. Les autorités ne doivent pas laisser passer l'opportunité qu'offre une économie en voie d'amélioration.

La première priorité est d'achever l'assainissement des bilans des banques et de consolider ceux des secteurs non financiers les plus touchés par la crise. Force a été de constater que, en dépit de tous les efforts déployés jusqu'ici, les notes intrinsèques des banques – hors soutien externe – se sont dégradées après la crise (chapitre VI). Mais on constate aussi que les pays dont les dirigeants ont pris davantage de mesures pour contraindre les banques à comptabiliser leurs pertes et à se recapitaliser, comme les États-Unis, ont connu une reprise plus vigoureuse. Rien de nouveau à cela : avant la crise récente, on considérait généralement que les approches différentes adoptées par les pays nordiques et par le Japon en réponse à leur crise bancaire des années 1990 constituaient un important facteur explicatif de la divergence de leurs performances économiques ultérieures. L'évaluation de la qualité des actifs et les tests de résistance à venir prochainement dans l'Union européenne sont décisifs pour la réalisation de cet objectif. Plus généralement, les banques doivent être encouragées à poursuivre le renforcement de leurs fonds propres – la base la plus solide pour l'activité de prêt (chapitre VI). Il est vital d'achever les réformes financières postérieures à la crise, dont Bâle III est un élément central.

Il semble donc que l'assainissement des bilans soit une étape incontournable pour maintenir le potentiel de production et de croissance à long terme d'une économie (chapitre III). Autrement dit, ce que les économistes appellent l'« hystérèse » – l'impact de la persistance de conditions temporaires sur le potentiel productif – est protéiforme. On considère généralement que les effets d'hystérèse se manifestent par un déficit chronique de la demande globale. Ou encore, les chômeurs perdent leurs compétences, devenant de ce fait moins productifs et moins employables. Mais les effets importants, voire dominants, prennent la forme d'une mauvaise allocation du crédit et d'autres ressources ainsi que d'un manque de flexibilité des marchés des produits, du travail et des capitaux. Bien qu'il en soit rarement fait mention dans les travaux de recherche, ils méritent davantage d'attention. Le corollaire est qu'après une récession de bilan, l'allocation judicieuse du crédit compte davantage que son montant global. Compte tenu du surendettement, il n'est pas surprenant que, comme le montrent les données empiriques, les redressements d'après-crise tendent à s'opérer « sans crédit ». Mais même si le crédit global net augmente peu, il importe de l'orienter vers les bons emprunteurs, de préférence aux mauvais.

Outre l'assainissement des bilans, des réformes structurelles ciblées seront également importantes. Les réformes structurelles jouent en effet un triple rôle

(chapitre III). En premier lieu, elles peuvent faciliter les transferts de ressources nécessaires entre secteurs, si critiques après une récession de bilan, contrant ainsi la faiblesse de l'économie et accélérant la reprise (voir le Rapport annuel de l'an dernier). Par exemple, ce n'est sans doute pas un hasard si les États-Unis, où les marchés du travail et des produits sont très flexibles, ont connu une reprise plus vigoureuse que l'Europe continentale. Ensuite, les réformes contribuent à élever le taux de croissance durable de l'économie à plus long terme. Compte tenu des tendances démographiques défavorables, l'augmentation de la croissance de la productivité est, hormis des taux d'activité plus élevés, le seul moyen de stimuler la croissance à long terme. Et enfin, au travers de ces deux mécanismes, les réformes peuvent garantir aux entreprises que la demande sera demain au rendez-vous, ce qui la stimule aujourd'hui. Même si, à l'échelle mondiale, l'investissement des entreprises dans les biens d'équipement n'est pas déprimé, là où c'est le cas, la raison n'en est pas la rigueur des conditions de financement. La combinaison des politiques structurelles appropriées varie nécessairement d'un pays à l'autre, mais elle comprend fréquemment la déréglementation des secteurs protégés, comme les services, l'amélioration de la flexibilité du marché du travail, l'augmentation des taux d'activité et la réduction de l'hypertrophie du secteur public.

Donner plus de poids à l'assainissement et aux réformes suppose d'en donner moins à une gestion expansionniste de la demande.

Ce principe s'applique à la politique budgétaire. Après les premières mesures de stimulation budgétaire, on a en partie redécouvert la nécessité d'assurer la viabilité à plus long terme. Cette découverte est bienvenue : mettre de l'ordre dans ses affaires budgétaires est primordial, et il faut résister à la tentation de s'écarter de cette voie. Toute marge de manœuvre, si étroite soit-elle, doit être d'abord utilisée pour assainir les bilans, en se servant des fonds publics comme d'un filet de sécurité en dernier ressort. Elle pourrait aussi être utilisée comme catalyseur pour le financement, par le secteur privé, de projets d'infrastructure soigneusement sélectionnés – un domaine où les besoins sont grands (chapitre VI). Il faudra peut-être réduire d'autres postes du budget pour faire place à ces priorités.

Et le même principe s'applique à la politique monétaire. Des efforts d'assainissement et de réforme plus intensifs contribueraient à alléger l'énorme pression exercée sur la politique monétaire. S'il est vrai qu'une politique monétaire accommodante est nécessaire jusqu'à un certain point, on a beaucoup trop compté sur elle après la crise. Les limites de cette politique sont tout particulièrement mises en évidence lorsque les taux s'approchent de zéro (chapitre V). À ce stade, le seul moyen d'apporter un nouveau stimulus consiste à gérer les anticipations relatives à l'orientation future du taux directeur et à se servir du bilan de la banque centrale pour influencer sur les conditions financières au-delà du taux d'intérêt à court terme. Ces politiques ont un impact certain sur les prix des actifs et sur les marchés, mais elles ont aussi des limites évidentes et une efficacité décroissante. Les primes d'échéance et de risque ne peuvent être comprimées que jusqu'à un certain point et elles ont déjà, ces dernières années, atteint ou approché leurs points bas historiques. Une baisse des cours de change peut certes être utile, mais comme on le verra plus en détail ci-dessous, elle pose de délicats problèmes sur le plan international, surtout si elle est jugée protectionniste.

Le risque est que, à la longue, la politique monétaire perde en efficacité tandis que ses effets secondaires se multiplient. Ces effets néfastes sont bien connus (voir les Rapports annuels précédents). La politique monétaire peut contribuer à retarder l'ajustement des bilans, par exemple en encourageant la reconduction des créances douteuses. Elle peut même dégrader la rentabilité et la solidité financière des établissements en comprimant les marges d'intérêt. Elle peut favoriser de mauvaises formes de prises de risques et avoir des répercussions indésirables sur

d'autres économies, surtout lorsque les cycles financiers sont désynchronisés. Fait révélateur, la croissance a déçu alors même que les marchés financiers flambaient : la chaîne de transmission paraît gravement endommagée. Le fait que des conditions financières extrêmement accommodantes n'aient pas réussi à stimuler l'investissement (chapitre III) en est une parfaite illustration.

Il se pose alors la question de l'équilibre des risques concernant le calendrier et le rythme du retour de la politique monétaire à la normale (chapitre V). Contrairement à ce qui est souvent affirmé, les banques centrales doivent être particulièrement attentives aux risques d'une normalisation trop tardive et trop progressive. Ces risques découlent des considérations économiques qui viennent d'être exposées : le maintien de conditions exceptionnellement accommodantes dégrade l'équilibre entre les bénéfices et les coûts. Et les préoccupations d'ordre politico-économique sont, elles aussi, déterminantes. Comme le montre l'expérience passée, de colossales pressions de nature politico-économique et financière s'exercent souvent en faveur d'un report et d'un allongement du processus de normalisation. Les bénéfices d'une politique monétaire exceptionnellement accommodante peuvent paraître très concrets, surtout à l'aune de la réaction des marchés financiers ; les coûts, malheureusement, n'apparaîtront qu'*a posteriori*, au fil du temps. Cela ne s'est que trop souvent produit par le passé.

Et, malgré tous les efforts de communication des banques centrales, un retour sans heurts à la normale paraît peu probable. En voulant préparer les marchés et en indiquant clairement ses intentions, une banque centrale peut involontairement rendre les intervenants plus confiants qu'elle ne le souhaite. Cela peut encourager de nouvelles prises de risques et réunir les conditions pour une réaction encore plus vive à terme. En outre, même si la banque centrale prend conscience des forces en jeu, elle peut se trouver prise entre deux feux, par crainte de précipiter le type d'ajustement brutal qu'elle cherche précisément à éviter. Un cercle vicieux peut ainsi se mettre en place. Finalement, si les marchés ont l'impression que la banque centrale se laisse distancer, ils seront peut-être les premiers à réagir. Cette considération invite elle aussi à accorder une attention particulière aux risques d'une normalisation tardive. La nervosité des marchés ne doit pas être une raison pour ralentir le processus.

## Pays où un boom financier est en cours ou s'achève

Dans les pays qui ont été relativement épargnés par la crise et qui ont connu une phase d'expansion financière, il faut s'attaquer en priorité à la montée des déséquilibres qui l'a accompagnée et qui pourrait menacer la stabilité macroéconomique et financière. Cette tâche est urgente. Comme on l'a vu l'an dernier en mai, la normalisation de la politique monétaire aux États-Unis pourrait susciter de nouvelles tensions sur les marchés (chapitre II). Il ne faut pas laisser passer l'opportunité qui se présente.

Pour ces pays, il s'agit de trouver les moyens de contenir l'expansion et d'améliorer les défenses contre une éventuelle contraction financière. Il faut commencer par renforcer la politique prudentielle, surtout en faisant appel à des outils macroprudentiels. La politique monétaire doit œuvrer dans le même sens, tandis que les mesures budgétaires doivent préserver une marge de manœuvre suffisante pour faire face à un retournement du cycle. Et comme ailleurs, les autorités doivent profiter du climat actuel, relativement favorable, pour conduire les réformes structurelles nécessaires.

Le dilemme pour la politique monétaire est particulièrement délicat. Jusqu'ici, les décideurs ont essentiellement compté sur des mesures macroprudentielles pour modérer l'expansion financière. Ces mesures ont indéniablement renforcé la

résilience du système financier, mais leur efficacité dans l'atténuation des booms financiers est moins évidente (chapitre VI). La charge de la dette s'est accrue, comme la vulnérabilité de l'économie à des taux directeurs plus élevés. Après une période aussi longue de taux aussi bas, la marge de manœuvre est réduite (chapitre IV). Dans les pays où l'expansion financière touche à sa fin, notamment, un arbitrage s'impose entre le risque qu'il y aurait à avancer la phase baissière du cycle et le risque de provoquer ultérieurement une contraction plus violente. Des ajustements plus précoces, plus progressifs, sont préférables.

### Interprétation des signes récents de désinflation

Ces dernières années, plusieurs pays ont enregistré une inflation exceptionnellement et obstinément faible, voire une baisse des prix. Dans certains cas, ce phénomène s'est produit parallèlement à la croissance prolongée de la production et même à quelques signes préoccupants d'émergence de déséquilibres financiers. C'est le cas en Suisse par exemple, où les prix baissent graduellement alors que le marché du crédit immobilier est en pleine expansion. C'est aussi le cas dans certains pays nordiques, où l'inflation est tombée au-dessous de l'objectif et où la production est moins performante. Cependant, l'exemple le plus connu de baisse des prix prolongée est le Japon, où les prix ont commencé à diminuer après la crise financière des années 1990 et ont continué de se tasser jusqu'à une date récente, bien que la baisse cumulée n'atteigne que 4 points de pourcentage. Plus récemment, le bas niveau de l'inflation dans la zone euro a suscité des préoccupations.

Pour décider des mesures à prendre, il importe d'évaluer soigneusement les facteurs qui influencent les prix, et la persistance de ces facteurs, et de poser un regard critique sur l'efficacité et les éventuels effets secondaires des outils disponibles (chapitres III et V). Il y a des raisons de penser, par exemple, que les forces de la mondialisation exercent encore d'opportunes pressions baissières sur l'inflation. Avant la crise, ce phénomène a aidé les banques centrales à maîtriser l'inflation, alors même que des booms financiers se formaient. Lorsque les taux directeurs sont arrivés au plancher effectif du taux zéro et que les conséquences défavorables d'une récession de bilan persistent, la politique monétaire n'est pas le meilleur outil pour stimuler la demande, et donc l'inflation. En outre, elle peut donner une impression dommageable de dévaluation compétitive puisque, dans un contexte de faiblesse généralisée, la dévaluation est le canal le plus efficace pour augmenter la production et les prix.

Plus généralement, il est essentiel d'analyser objectivement les risques et les coûts d'une baisse des prix. Le terme « déflation » est extraordinairement chargé : il évoque immédiatement le spectre de la Grande Dépression. Pourtant, la Grande Dépression a été l'exception plutôt que la règle, du point de vue de l'intensité de la chute des prix comme des pertes de production qui l'ont accompagnée (chapitre V). Historiquement, les périodes de baisse des prix ont souvent coïncidé avec une croissance soutenue de la production, et l'expérience des dernières décennies ne fait pas exception. De plus, les conditions ont nettement changé depuis les années 1930, en particulier en ce qui concerne la flexibilité des salaires à la baisse. Ce n'est pas une raison pour négliger les risques et les coûts d'un phénomène de baisse des prix : les prix doivent être étroitement surveillés et analysés, surtout lorsque le niveau de la dette est élevé. C'est en revanche une raison pour éviter les réactions instinctives, dominées par l'émotion.

## Défis à plus long terme : ajuster les cadres d'action

Le principal défi à long terme est d'ajuster les cadres de l'action publique afin de promouvoir une croissance saine et durable, ce qui comporte deux défis imbriqués.

Le premier est de comprendre que le seul moyen de renforcer durablement la croissance est d'œuvrer à des réformes structurelles qui augmentent la productivité et améliorent la résilience de l'économie. Ce problème est bien connu – il ne date pas d'aujourd'hui (chapitre III). Comme on l'a noté, le déclin de la croissance de la productivité dans les économies avancées est une tendance ancienne. Certes, lorsque les économies parviennent à maturité, ce phénomène peut en partie résulter naturellement de l'évolution de la structure de la demande vers des secteurs où la productivité mesurée est plus faible, comme les services. Mais il ne fait aucun doute que cette tendance résulte aussi, en partie, de l'absence de réformes ambitieuses. La tentation de reporter l'ajustement peut être irrésistible, surtout lorsque tout va bien et que l'expansion financière produit une richesse illusoire. La conséquence est un modèle de croissance qui s'appuie trop sur la dette, publique et privée, et qui, au fil du temps, sème les germes de sa défaite.

Le second défi, plus récent, consiste à ajuster les cadres de l'action publique de façon à maîtriser plus systématiquement le cycle financier. Les cadres d'action qui ne tiennent pas compte du cycle financier peuvent réagir, de façon involontaire et excessive, aux fluctuations à court terme de la production et de l'inflation, ce qui engendre des problèmes ultérieurs plus graves. Plus généralement, des politiques asymétriques au cours des cycles économiques et financiers successifs risquent, à la longue, de produire de graves distorsions et d'installer durablement l'instabilité dans l'économie. Les politiques publiques ne contrent pas les phases d'expansion, mais elles se montrent fortement et durablement accommodantes en cas de contraction brutale. Cela introduit un biais à la baisse dans les taux d'intérêt et un biais à la hausse dans le niveau de la dette, la conséquence étant qu'il est difficile de relever les taux sans nuire à l'économie – c'est le piège de la dette. Les crises financières systémiques ne deviennent pas moins fréquentes ni moins intenses, la dette publique et privée continue de grossir, l'économie ne parvient pas à s'engager sur une trajectoire viable, et les politiques monétaire et budgétaire se trouvent à court de munitions. Elles perdent progressivement toute efficacité et peuvent même finir par favoriser les conditions qu'elles visent à prévenir. Dans ce contexte, les économistes parlent d'« incohérence temporelle » : envisagées isolément, les mesures adoptées par les pouvoirs publics peuvent sembler convaincantes, mais lorsqu'elles s'enchaînent, elles égarent les décideurs.

Comme on l'a vu, des signes montrent que ce phénomène pourrait être à l'œuvre. La marge de manœuvre des politiques publiques se resserre tandis que la dette continue d'augmenter. Et avec le recul, il n'est pas difficile de trouver des périodes dans lesquelles la politique a paru trop centrée sur l'évolution à court terme. Il suffit de penser à la réaction des autorités face aux krachs boursiers de 1987 et de 2000 et aux ralentissements économiques qui y ont fait suite (chapitre IV). L'orientation des politiques, et surtout de la politique monétaire, s'est fortement assouplie dans ces deux cas pour amortir le choc et n'a été resserrée que progressivement par la suite. Mais l'expansion financière, sous forme d'augmentation du crédit et des prix de l'immobilier, s'est accélérée alors même que l'économie ralentissait, réagissant en partie à l'assouplissement. Quelques années plus tard, la contraction financière a succédé à l'expansion, ce qui a provoqué des tensions financières plus graves et des dommages économiques plus conséquents. Paradoxalement, la mondialisation de l'économie réelle a donné plus d'ampleur et de profondeur aux booms financiers : en gonflant les anticipations de croissance,

elle exacerbe les phases d'expansion, tout en freinant la hausse des prix, ce qui rend moins nécessaire le resserrement de la politique monétaire.

Cette analyse a aussi des implications pour la manière dont il convient d'interpréter la tendance baissière des taux d'intérêt observée depuis les années 1990. Certains observateurs y voient l'illustration de forces plus profondes qui engendrent un déficit chronique de la demande. Selon cette interprétation, les autorités ont réagi passivement à ces forces, ce qui a évité des dommages économiques plus graves. Mais notre analyse indique que les politiques assorties d'un biais d'assouplissement systématique peuvent être elles-mêmes un facteur important, car elles interagissent avec la force destructrice du cycle financier. L'accumulation de la dette et les distorsions des schémas de production et d'investissement associées aux taux d'intérêt exceptionnellement bas empêchent ces derniers de retrouver des niveaux plus normaux. En fait, les taux d'intérêt bas s'auto-alimentent. En menaçant de fragiliser davantage les bilans, les pressions à la baisse qui s'annoncent sur les prix des actifs, en rapport avec les tendances démographiques défavorables, ne peuvent qu'exacerber ce processus.

Comment faut-il ajuster les cadres de l'action publique ? Les corrections nécessaires concernent non seulement les politiques nationales mais aussi leurs interactions à l'échelle internationale.

Au niveau national, la stratégie générale doit viser à constituer des volants de réserves en phase d'expansion financière afin de pouvoir y puiser en période de contraction. Ces amortisseurs amélioreraient la résilience de l'économie face à un retournement et, en jouant le rôle de point d'ancrage, ils pourraient aussi modérer l'intensité des booms financiers. Ils auraient pour effet de rendre les politiques moins procycliques en améliorant leur symétrie entre les phases d'expansion et de contraction du cycle financier. Cela éviterait la perte progressive de marge de manœuvre des politiques publiques.

Pour la politique prudentielle, cela suppose de renforcer l'orientation systémique ou macroprudentielle du cadre d'action. Les instruments possibles, comme les exigences de fonds propres ou les ratios prêt/valeur, doivent être ajustés pour réduire la procyclicité. Pour la politique monétaire, il faut prévoir la possibilité d'opérer un resserrement dès l'apparition de signes d'accentuation des déséquilibres financiers, même si l'inflation semble maîtrisée à court terme. Quant à la politique budgétaire, l'évaluation de la solidité budgétaire, en phase d'expansion financière, mérite une prudence particulière, de même que les mesures correctives qui sont prises. Cela suppose aussi que la fiscalité ne favorise pas la dette aux dépens des fonds propres.

Après la crise, les politiques se sont effectivement orientées dans ce sens, mais à des degrés divers. Il faut poursuivre les efforts.

C'est la politique prudentielle qui a le plus avancé sur cette voie. Bâle III, en particulier, impose désormais aux banques un volant de fonds propres contracyclique, qui s'inscrit dans le cadre d'une tendance plus générale à la mise en place de cadres macroprudentiels nationaux.

La politique monétaire s'est quelque peu réorientée. Il est admis aujourd'hui que la stabilité des prix ne garantit pas la stabilité financière. En outre, plusieurs banques centrales ont ajusté leurs cadres d'action pour pouvoir opérer un resserrement en phase d'expansion. L'allongement de l'horizon d'action a été un élément important de cette réorientation. Cela dit, le caractère souhaitable de tels ajustements ne fait pas l'unanimité, et les effets secondaires d'un assouplissement important et prolongé après une brutale contraction font encore débat.

La politique budgétaire est la plus en retard. On n'admet guère pour l'instant l'effet extrêmement flatteur des booms financiers sur les soldes budgétaires : ils conduisent à surestimer la production et la croissance potentielles (chapitre III),

sont particulièrement généreux pour les coffres de l'État et masquent l'accumulation des passifs éventuels qui seront nécessaires pour faire face aux conséquences des contractions. À titre d'exemple, lors de leur phase d'expansion, l'Irlande et l'Espagne ont pu afficher une baisse du ratio dette publique/PIB et une hausse des excédents budgétaires qui se sont avérés, en définitive, mal ajustés au cycle. De même, on n'a pas pris la mesure des limites d'une politique budgétaire expansionniste lors d'une récession de bilan ; de fait, l'opinion dominante reste que la politique budgétaire est plus efficace dans ces conditions.

Pour la politique monétaire, la tâche est particulièrement ardue. Le principe de base est d'allonger l'horizon d'action au-delà de la période d'environ deux ans sur laquelle les banques centrales se concentrent habituellement. Bien sûr, l'idée n'est pas d'étendre mécaniquement l'horizon des prévisions, mais de permettre une évaluation plus systématique et mieux structurée des risques que présentent les cycles financiers, à déroulement plus lent, pour la stabilité macroéconomique, l'inflation et l'efficacité des politiques publiques. L'adoption d'une telle perspective permettrait en outre de concilier plus facilement les préoccupations relatives au cycle financier et à l'inflation : l'important est de mettre l'accent sur la stabilité durable des prix tout en tolérant davantage les écarts temporaires par rapport aux objectifs d'inflation ainsi que l'appréciation des cours de change. Néanmoins, les défis en matière de communication sont considérables.

S'agissant des interactions entre les cadres d'action nationaux, il faut s'attaquer aux complications résultant de l'étroite intégration de l'économie mondiale. Dans le monde d'aujourd'hui, l'action concertée – la coopération – est une obligation incontournable. Menées isolément, les politiques nationales sont moins efficaces. Et les problèmes d'incitations sont multiples : les responsables nationaux peuvent être tentés de faire cavalier seul, ou subir des pressions politiques pour ignorer l'effet indésirable de leurs politiques sur les autres pays.

La coopération est constamment mise à l'épreuve ; elle avance et elle recule. Depuis la crise, elle a considérablement progressé dans les domaines de la réglementation financière et de la gestion budgétaire – comme en témoignent la refonte des cadres de réglementation financière, en particulier Bâle III et les efforts coordonnés par le Conseil de stabilité financière, ainsi que les récentes initiatives en matière fiscale prises sous l'égide du G 20. Dans ces deux domaines, le caractère nécessaire de la coopération est désormais parfaitement admis.

Dans le domaine monétaire en revanche, la doctrine du chacun pour soi demeure la règle : comme il ressort d'une analyse plus détaillée<sup>2</sup>, des améliorations sont clairement possibles. L'analyse qui précède montre que l'interaction des politiques monétaires nationales engendre des risques pour l'économie mondiale. L'illustration la plus marquante de ces risques réside dans les conditions monétaires et financières exceptionnellement accommodantes qui prévalent dans le monde entier et dans l'accumulation de déséquilibres financiers dans certaines régions. Au minimum, les autorités nationales doivent tenir compte des effets de leurs actions sur les autres économies et des effets en retour sur leur propre pays. Certes, les grandes économies s'efforcent déjà de le faire, mais si leurs cadres d'analyse ne placent pas les cycles d'expansion et de contraction financières au centre des évaluations et s'ils ne tiennent pas compte des multiples interdépendances financières au sein de l'économie mondiale, ces rétroactions seront gravement sous-estimées.

<sup>2</sup> J. Caruana, « International monetary policy interactions: challenges and prospects », allocution prononcée lors de la conférence CEMLA-SEACEN sur le thème « Le rôle des banques centrales dans la stabilité macroéconomique et financière : les défis à relever dans un monde incertain et volatil », Punta del Este (Uruguay), 16 novembre 2012.

## Conclusion

L'économie mondiale peine à sortir de l'ombre projetée par la Grande Crise financière. L'héritage de la crise est omniprésent – dans le niveau comparativement élevé du chômage dans les économies touchées par la crise alors même que la croissance de la production s'est affermie, dans le décalage entre l'extraordinaire euphorie des marchés financiers et l'atonie de l'investissement, dans la dépendance croissante des marchés financiers à l'égard des banques centrales, dans l'augmentation de la dette publique et privée, et dans la contraction rapide de la marge de manœuvre des pouvoirs publics.

Selon l'analyse exposée dans ce chapitre, le rétablissement d'une croissance mondiale saine et durable nécessitera une correction du dosage actuel des politiques publiques et des cadres d'action. Ces ajustements doivent admettre que la récession de bilan consécutive à la crise est moins réactive aux politiques traditionnelles, axées sur la demande globale, et qu'elle rend plus importants l'assainissement des bilans et les réformes structurelles, que les phases d'expansion et de contraction financières constituent aujourd'hui une grave menace pour la stabilité macroéconomique et que la seule source de prospérité durable est un renforcement du rôle de l'offre, notamment une croissance plus forte de la productivité. Et ils doivent partir du postulat que dans une économie mondiale étroitement intégrée, mettre de l'ordre chez soi est nécessaire mais non suffisant pour assurer la prospérité, laquelle a pour préalable la coopération internationale.

À court terme, il faut avant tout profiter de l'opportunité offerte par la reprise actuelle de la croissance mondiale. Il faut compter relativement moins sur la stimulation traditionnelle de la demande globale et plus sur l'assainissement des bilans et les réformes structurelles, surtout dans les économies touchées par la crise. La politique monétaire, en particulier, est trop sollicitée depuis trop longtemps. Après tant d'années d'orientation exceptionnellement accommodante, les risques d'un retour trop lent et trop tardif à la normale méritent une attention particulière. Et la réponse aux surprenantes pressions désinflationnistes, lorsqu'il y en a, doit soigneusement tenir compte de la nature et de la persistance des forces en jeu, de la perte d'efficacité des politiques appliquées et de leurs effets secondaires. Dans les pays qui enregistrent une forte expansion financière, la priorité est de renforcer les défenses pour faire face à l'éventualité d'une brutale contraction. Ils ne doivent pas, eux non plus, remettre les réformes structurelles à plus tard.

À plus long terme, il faut avant tout ajuster les cadres d'action afin de diminuer le rôle de la dette dans la croissance et de dompter la puissance destructrice du cycle financier. Une plus grande symétrie des politiques macroéconomiques et prudentielles au cours de ce cycle éviterait un biais d'assouplissement persistant qui, à la longue, peut installer l'instabilité et épuiser la marge de manœuvre des politiques publiques.

Les risques de l'inaction ne doivent pas être sous-estimés. Il se pourrait que l'économie mondiale soit engagée sur une trajectoire qui n'est pas viable. Et tôt ou tard, l'ouverture qui caractérise actuellement les échanges et l'ordre financier pourrait être gravement remise en cause. Jusqu'ici, les structures institutionnelles se sont montrées remarquablement résilientes au choc colossal de la crise financière, mais rien n'est acquis, surtout si de graves tensions financières devaient ressurgir. Les bruits intermittents de « guerre des monnaies » sont particulièrement préoccupants : lorsque les politiques expansionnistes nationales ne donnent pas les résultats escomptés, la dévaluation monétaire peut finir par apparaître comme la seule solution. Cependant, l'assouplissement compétitif peut être un jeu à somme négative lorsque tous les pays actionnent simultanément ce levier et que les

politiques nationales ont des coûts internes supérieurs à leurs bénéfices. Tout aussi préoccupante est la tentation pour les États d'abandonner la tâche laborieuse mais inestimable de l'intégration internationale.

Parallèlement, le consensus sur les mérites de la stabilité des prix s'effiloche. Et, tandis que s'estompe le souvenir du coût et de la persistance de l'inflation, la tentation pourrait grandir d'annuler l'énorme charge de la dette par une combinaison d'inflation, de répression financière et d'autarcie.

Il reste beaucoup à faire. Les politiques publiques ont manifestement besoin d'une nouvelle boussole. Ce chapitre d'introduction a esquissé la feuille de route. D'importantes difficultés analytiques et opérationnelles doivent encore être résolues avant que les politiques adoptées puissent maîtriser correctement les périodes d'expansion et de contraction financières. Les pages qui suivent décrivent certains des outils possibles, mais il faut faire beaucoup plus. Et les défis d'ordre politico-économique sont encore plus redoutables. Comme l'histoire nous le rappelle, la vision à long terme ne fait guère d'adeptes : rares sont ceux qui prônent la modération lorsqu'une période d'expansion financière donne à chacun l'impression trompeuse d'être plus riche ; ou qui sont prêts à renoncer aux solutions à courte vue pour remédier au ralentissement de la production, même si ces mesures menacent d'alimenter un peu plus des booms financiers insoutenables ; ou qui sont déterminés à s'attaquer de front aux problèmes de bilan, en phase de contraction, alors qu'ils disposent d'options apparemment plus indolores. La tentation d'aller au plus court est trop forte, même si le raccourci ne mène finalement nulle part.

La route risque d'être longue : raison de plus pour se mettre en chemin sans tarder.