

I. L'impensable deviendrait-il la norme ?

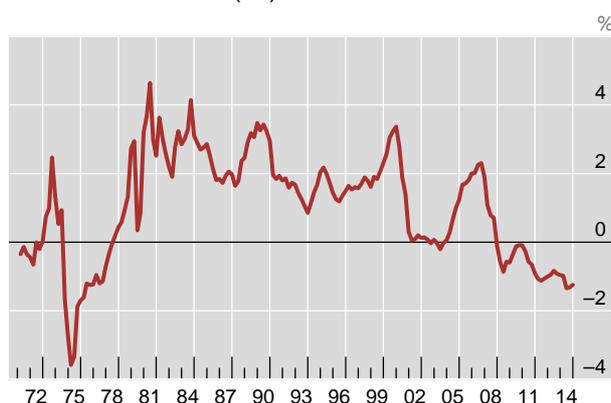
Les taux d'intérêt n'ont jamais été si bas, si longtemps (graphique I.1). Leur niveau est faible en termes tant nominaux que réels (corrigés de l'inflation), et quel que soit le point de référence adopté. En moyenne, entre décembre 2014 et fin mai 2015, quelque 2 000 milliards de dollars de titres de dette souveraine à long terme – pour la plupart émis par des États de la zone euro – se sont échangés dans le monde à des rendements négatifs. À leur plus bas, les rendements souverains de la France, de l'Allemagne et de la Suisse étaient négatifs sur les échéances allant, respectivement, jusqu'à cinq, neuf et quinze ans, ce qui est sans précédent. Les taux directs, nominaux et réels, sont encore plus faibles qu'au pic de la Grande crise financière. Qui plus est, en termes réels, ils sont négatifs depuis plus longtemps qu'ils ne l'étaient restés durant la Grande inflation des années 1970. Pour exceptionnelle que soit cette situation, beaucoup s'attendent à ce qu'elle se prolonge. Il est profondément troublant de constater que ce qui était auparavant inimaginable menace de devenir la nouvelle norme.

Cette faiblesse des taux n'est que le symptôme le plus visible d'un malaise généralisé, qui persiste en dépit des progrès accomplis depuis la crise. La croissance économique mondiale s'est rapprochée de ses moyennes historiques, mais demeure déséquilibrée. La charge de la dette reste élevée, et souvent s'alourdit, par rapport à la production et aux revenus. Les économies qui ont subi une récession de bilan peinent encore à retrouver une expansion robuste. Dans plusieurs autres se manifestent des signes de déséquilibres financiers, sous la forme de fortes hausses du crédit et du prix des actifs, malgré l'absence de tensions inflationnistes. La politique monétaire a endossé une part bien trop grande de l'effort de

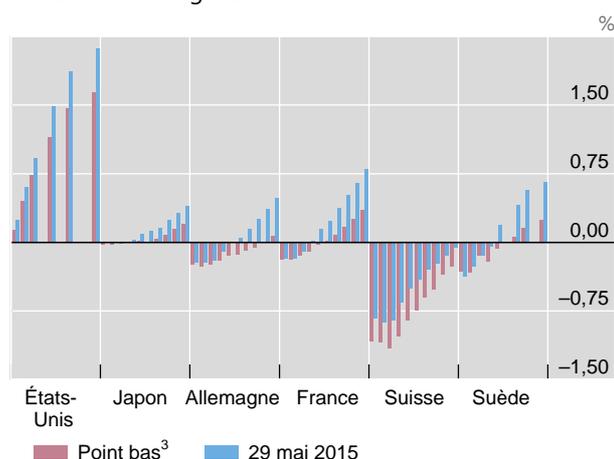
Les taux d'intérêt accusent une faiblesse persistante et sans précédent

Graphique I.1

Taux directs réels (G3)¹



Rendements obligataires²



¹ Taux directeur nominal, déduction faite de la hausse des prix à la consommation, hors alimentation et énergie. Moyenne pondérée pour les États-Unis, la zone euro (Allemagne) et le Japon, sur la base des PIB et PPA mobiles. ² Rendement par échéance ; pour chaque pays, les barres représentent les échéances de un à dix ans. ³ États-Unis : 30 janvier 2015 ; Japon : 19 janvier 2015 ; Allemagne : 20 avril 2015 ; France : 15 avril 2015 ; Suisse : 23 janvier 2015 ; Suède : 17 avril 2015.

Sources : Bloomberg ; données nationales.

redressement de la production. Et pendant ce temps-là, la croissance de la productivité a poursuivi son déclin.

Les causes de ce malaise s'avèrent extrêmement difficiles à comprendre, comme en témoigne la vigueur des débats. Poursuivant l'analyse engagée l'an dernier, le présent Rapport annuel offre une interprétation possible de la situation actuelle. Privilégiant les aspects financiers, de moyen terme et mondiaux, elle diverge du point de vue dominant, plus focalisé sur l'économie réelle, le court terme et la dimension nationale.

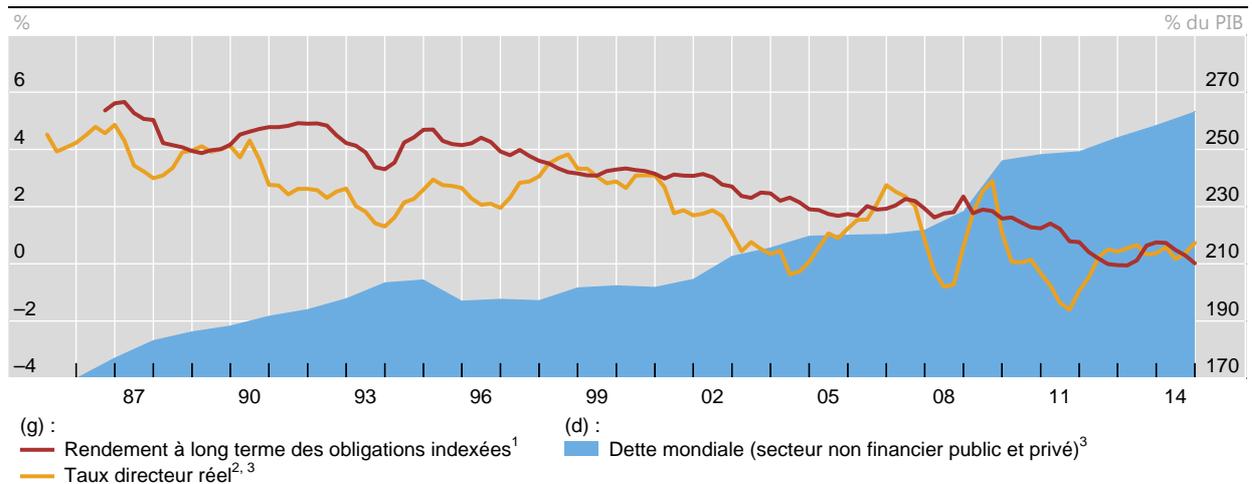
L'analyse présentée ici fait valoir que le malaise actuel pourrait refléter, dans une large mesure, l'incapacité à appréhender, dans un contexte mondialisé, les interactions entre évolution financière, d'une part, et production et inflation, d'autre part. Depuis longtemps déjà, les politiques publiques se montrent impuissantes à prévenir l'apparition puis le dénouement de déséquilibres financiers extrêmement dommageables, dans les économies avancées comme dans les économies de marché émergentes (EME). Ces déséquilibres laissent des séquelles durables dans le tissu économique, car ils sapent la productivité et conduisent à une mauvaise allocation des ressources réelles, entre secteurs et dans le temps.

Cet angle d'analyse laisse penser que les taux d'intérêt très faibles qui prévalent depuis si longtemps pourraient ne pas être les taux d'« équilibre », propices à une expansion mondiale viable et équilibrée. Loin d'être le simple reflet de l'atonie actuelle, ils en sont peut-être l'une des causes, dans la mesure où ils alimentent de coûteux épisodes d'expansion-contraction. Le résultat est un endettement excessif, une croissance insuffisante et des taux d'intérêt trop bas (graphique I.2). En résumé, des taux bas appellent des taux encore plus bas.

Cette situation présente des dimensions nationales et internationales. Les politiques nationales se concentrent excessivement sur la stabilisation à court terme de la production et de l'inflation, et elles ont perdu de vue les cycles financiers, dont l'évolution est plus lente mais la résorption, plus coûteuse. Qui plus est, le système monétaire et financier international (SMFI) exacerbe ces inconvénients. C'est

Les taux d'intérêt plongent tandis que la dette s'envole

Graphique I.2



¹ Depuis 1998. Pour les États-Unis, la France et le Royaume-Uni : moyenne arithmétique ; sinon, Royaume-Uni seul. ² Taux directeur nominal, déduction faite de la hausse des prix à la consommation. ³ Total fondé sur la moyenne pondérée des économies du G7 plus la Chine, sur la base des PIB et PPA mobiles.

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

particulièrement évident depuis la crise. Alors que, dans les grandes économies, la politique monétaire appuyait fortement sur l'accélérateur sans parvenir à produire suffisamment d'effets, les tensions sur les taux de change et les flux de capitaux ont propagé l'assouplissement des conditions monétaires et financières vers des pays qui n'en avaient pas besoin, ce qui a favorisé l'apparition de vulnérabilités financières. Ainsi, le crédit en dollar dans les EME a enregistré une forte expansion, principalement par le canal des marchés de capitaux. Ce biais en faveur de l'assouplissement et de l'expansion à court terme risque de se solder par une contraction à plus long terme, lorsque surviendra la correction de ces déséquilibres financiers.

Les remèdes adéquats sont difficiles à mettre en œuvre. La combinaison de mesures à adopter est spécifique à chaque pays, mais elle doit reposer sur un socle commun. Il s'agit ainsi de procéder à un triple rééquilibrage des cadres d'orientation des politiques nationales et internationales : abandonner un illusoire réglage fin des politiques macroéconomiques à court terme pour privilégier des approches à moyen terme ; porter moins d'attention aux cycles courts de production et d'inflation pour caler plus systématiquement les politiques sur les cycles financiers, plus longs ; et dépasser une vision uniquement soucieuse de mettre de l'ordre chez soi pour reconnaître le coût induit par l'interaction des politiques à seule visée nationale.

Un élément essentiel de ce rééquilibrage consistera à faire moins appel aux politiques de gestion de la demande et davantage aux mesures structurelles, afin d'abandonner le modèle de croissance alimentée par l'endettement qui fait office de substitut politique et social aux réformes visant à accroître la productivité. La chute des prix du pétrole offre aujourd'hui une opportunité qu'il ne faut pas laisser passer. La politique monétaire, qui supporte depuis bien trop longtemps une part excessive du fardeau, fera nécessairement partie de la solution, mais elle ne saurait, en aucun cas, être toute la solution.

La suite du présent chapitre explore ce problème plus avant et tente de cerner les solutions possibles. La première section passe en revue l'évolution de l'économie mondiale au cours de l'année écoulée et évalue les perspectives, mais aussi les risques à venir. La deuxième offre un angle d'analyse permettant de comprendre les forces qui ont contribué, et contribueront encore, à façonner cette évolution. Enfin, la troisième section examine les conclusions pour l'orientation des politiques publiques.

L'économie mondiale : le point sur la situation et les perspectives d'évolution

Rétrospective : l'évolution récente

Où en était l'économie à cette date l'année dernière ? La croissance de la production était presque revenue à ses moyennes historiques, et les économies avancées regagnaient du terrain tandis que les EME en avaient perdu. Exception faite de quelques EME, l'inflation était faible voire, dans quelques cas notables, inférieure aux objectifs fixés par la banque centrale. La modestie de la prise de risques dans l'économie réelle contrastait avec l'audace des marchés financiers en la matière : un investissement anémique coexistait avec une envolée du prix des actifs

et une volatilité inhabituellement faible. La performance des marchés semblait reposer sur une politique monétaire exceptionnellement accommodante, les cours des actions et des obligations réagissant à la moindre indication des banques centrales. Dans les pays frappés par la crise, les bilans des banques s'assainissaient lentement, tandis que le financement de marché était en plein essor. Les bilans du secteur privé non financier se rangeaient clairement en deux catégories : dans les pays ayant subi la crise de plein fouet, ce secteur se désendettait à un rythme variable mais lent ; dans les autres pays, il recommençait à s'endetter, parfois à une vitesse alarmante. La politique budgétaire restait généralement sous tension, avec des ratios dette/PIB en hausse, même si plusieurs économies avancées assainissaient leurs finances publiques. Ainsi, le ratio global dette/PIB des secteurs public et privé se trouvait sur une pente ascendante. La politique monétaire touchait ce qui semblait être, à l'époque, ses limites ultimes.

Depuis lors, deux événements majeurs sont survenus. Le premier est la forte baisse des prix du pétrole, et un recul moindre du prix d'autres produits de base. Entre juillet 2014 et mars 2015, le pétrole a vu son prix chuter d'environ 60 % ; une baisse de cette ampleur n'a été surpassée que deux fois auparavant au cours des cinquante dernières années : dans le sillage de la faillite de Lehman Brothers, et lors du démantèlement du cartel de l'OPEP, en 1985. Le terrain perdu n'a été que partiellement regagné depuis. Le second événement est la vive appréciation du dollar des États-Unis. Sur la même période, le taux de change du dollar, pondéré des échanges commerciaux, a grimpé de quelque 15 %, soit l'une des plus fortes appréciations du dollar jamais enregistrées sur une durée similaire. La hausse a été particulièrement marquée vis-à-vis de l'euro.

La chute des prix du pétrole a fait couler beaucoup d'encre. Comme ceux d'autres actifs, ils répondent à une combinaison de trois facteurs : les attentes du marché quant à la production et à la consommation futures, les attitudes à l'égard du risque et les conditions de financement (chapitre II). Cette fois-ci, un élément décisif a été la prise de conscience, par les marchés, du fait que l'OPEP était soucieuse de préserver sa part de marché, et n'allait plus restreindre sa production comme elle l'avait fait par le passé – ce qui a réellement changé la donne. Ce facteur explique mieux la date et l'ampleur de la chute que ne le font les inquiétudes quant au fléchissement de la demande mondiale. Il se peut aussi que les opérations de couverture de différents producteurs lourdement endettés aient joué un rôle.

Quelles qu'en soient les causes, la chute des prix du pétrole a déjà offert, et continuera d'offrir, un coup de pouce bienvenu à l'économie mondiale (chapitre III). La baisse des prix d'un facteur essentiel de la production mondiale ne peut qu'avoir un effet expansionniste, qui sera d'autant plus visible qu'il ne reflète pas un tassement de la demande mondiale. Cela étant, il y aura évidemment des gagnants et des perdants, et il faudra surveiller de près les interactions entre la tendance des prix du pétrole et les vulnérabilités financières (voir ci-dessous).

La nette appréciation du dollar a, quant à elle, des causes multiples et des effets incertains. Elle a débuté avec l'intensification des anticipations de divergence des conditions macroéconomiques et des politiques des banques centrales, rendant les actifs américains relativement plus attractifs. Elle s'est confirmée quand la BCE a surpris les marchés en annonçant un vaste programme de rachat d'actifs. Ses effets passant par le canal des échanges sont avant tout de nature redistributive, mais ils sont néanmoins bienvenus dans la mesure où ils permettent aux économies plus fragiles de bénéficier d'un élan de croissance jusqu'alors réservé aux économies

plus solides. Cependant, l'impact de cette appréciation dépendra, en fin de compte, de ses retombées sur les vulnérabilités financières et de la manière dont les politiques, monétaires en particulier, réagiront à leur tour aux fluctuations de change. À cet égard, le vaste stock de dette en dollars détenu à l'extérieur des États-Unis pèse lourd dans la balance (voir ci-dessous).

Prises ensemble, la chute des prix du pétrole et l'appréciation du dollar expliquent et, en partie, reflètent l'affaissement ininterrompu des taux d'intérêt à court et long terme. Elles constituent une explication dans la mesure où la baisse des prix du pétrole exacerbe les pressions désinflationnistes à l'échelle mondiale. Et elles en sont une conséquence, parce que la politique monétaire exceptionnellement souple menée dans certaines juridictions appelle un assouplissement dans d'autres pays. Ainsi, la Banque nationale suisse et la banque centrale du Danemark ont décidé de pousser les taux d'intérêt plus loin en territoire négatif lorsque les taux de change ont subi d'énormes pressions.

Où en est-on aujourd'hui ? À première vue, la situation ne paraît pas très éloignée de ce qu'elle était il y a un an. La croissance est globalement similaire à l'échelle mondiale, et elle continue de se déplacer des EME vers les économies avancées. L'inflation a quelque peu diminué, mais surtout sous l'effet de facteurs temporaires et positifs situés du côté de l'offre (chapitre IV). Sur les marchés financiers, les signaux sont contrastés : la volatilité s'est quelque peu normalisée et la prise de risques sur le marché de la dette des entreprises s'est assagie, surtout dans les EME. Pourtant, les prix des actifs ont poursuivi leur envolée et les marchés demeurent sensibles aux mesures prises par les banques centrales (chapitre II). Aux États-Unis, la politique monétaire paraît être en voie de normalisation, bien que le calendrier du resserrement soit encore incertain. Les banques ont poursuivi leur assainissement, mais des doutes subsistent, ce qui stimule le financement de marché (chapitre VI). Dans le secteur privé, les bilans ont continué d'évoluer dans la même direction, avec un désendettement dans certains pays et une hausse de la dette dans d'autres, pour un solde globalement inchangé (chapitre III).

Une observation plus attentive fait toutefois apparaître une intensification des risques et des tensions à moyen terme, inhérents à ce modèle de croissance mondiale, défectueux car alimenté par l'endettement. Penchons-nous maintenant sur ces risques et ces tensions.

Les perspectives : risques et tensions

Pour comprendre les principaux risques qui se présentent à moyen terme, il est utile de répartir les pays en deux groupes, selon qu'ils ont été plus ou moins durement frappés par la Grande crise financière. De toute évidence, près d'une dizaine d'années plus tard, les ombres longues de la crise sont toujours présentes (chapitre III).

Dans les pays les moins touchés par la crise, le risque principal est celui de voir le cycle financier atteindre un pic à l'échelle nationale, souvent associé à des vulnérabilités extérieures. Ce groupe comprend certaines économies avancées, en particulier des exportateurs de produits de base, et de nombreuses EME, dont certaines des plus grandes. Dans ces économies, un essor prolongé du crédit intérieur pousse la dette du secteur privé, en proportion du PIB, vers de nouveaux sommets, coïncidant souvent avec une envolée du prix des biens immobiliers. Comme par le passé, les sources externes d'expansion du crédit, particulièrement en devises, jouent un rôle non négligeable dans plusieurs de ces pays. Ainsi, le crédit

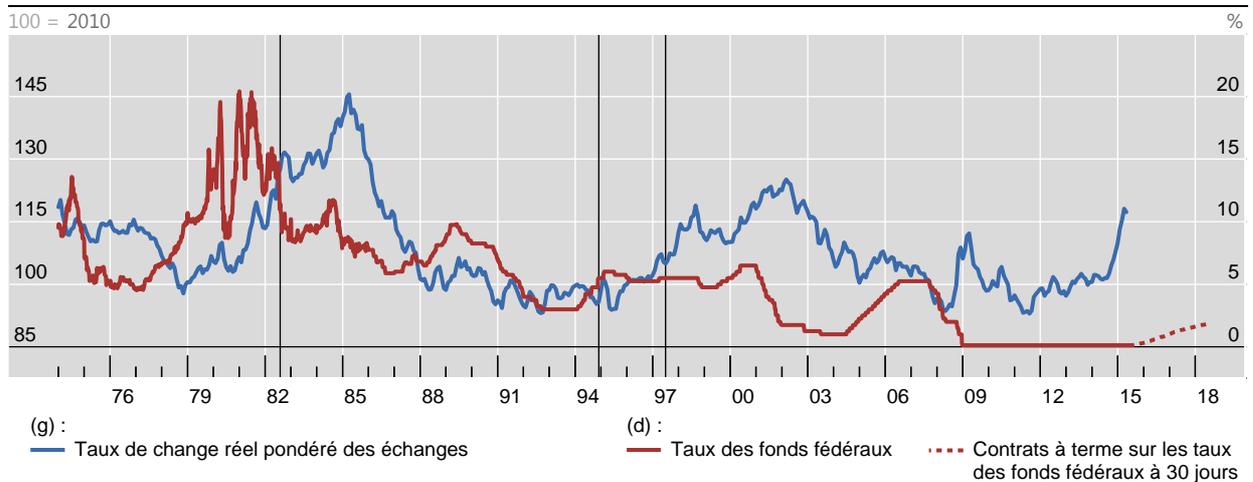
en dollar aux établissements non bancaires des EME a presque doublé depuis le début de 2009 et dépasse désormais les 3 000 milliards de dollars. Les plus exposés au risque sont les pays exportateurs de produits de base, jusque-là portés par un « super-cycle » de ces produits, lui-même encore accéléré par des conditions de financement exceptionnellement favorables à l'échelle mondiale. Il n'est donc guère étonnant que les taux de croissance potentiels aient déjà diminué de moitié en Amérique latine, selon les estimations. La Chine joue un rôle central dans ce phénomène : c'est une vaste économie et un gros importateur de produits de base qui se voit considérablement freiné par de profonds déséquilibres financiers.

Plusieurs raisons incitent à penser que la situation des EME est meilleure que pendant les années 1980 et 1990, période au cours de laquelle le durcissement des conditions monétaires aux États-Unis et l'appréciation du dollar ont déclenché des crises (graphique I.3). Les cadres macroéconomiques sont plus solides et les taux de change, plus flexibles. L'infrastructure du système financier est plus robuste et la réglementation prudentielle a gagné en rigueur, en particulier pour ce qui est du régime macroprudentiel. Ainsi, bien que les chiffres en dollars attirent l'attention, la dette en devises exprimée en pourcentage du PIB n'est plus aussi élevée que par le passé. C'était d'ailleurs le but du développement des marchés obligataires en monnaie locale : mettre un terme au « péché originel ». En outre, les réserves de change se sont considérablement étoffées.

Pourtant, la prudence est de mise. Une performance apparemment solide en termes de croissance, d'inflation contenue et de probité budgétaire n'a pas suffi à protéger les économies asiatiques durant les années 1990. Les expositions au risque de change sont maintenant concentrées sur le secteur des entreprises, où les asymétries de devises sont plus difficiles à mesurer. Les réserves officielles ne peuvent être mobilisées que jusqu'à un certain point pour remédier à une pénurie de liquidités nécessaires au financement du secteur privé ou pour défendre la monnaie. Et il reste à voir comment la transition qui s'opère au profit des gestionnaires d'actifs et aux dépens des banques influera sur la dynamique du prix des actifs : la différence de taille entre fournisseurs et destinataires des fonds n'a

La politique monétaire américaine et l'appréciation du dollar autour des crises financières dans les EME

Graphique I.3



Lignes verticales : crise de la dette en Amérique latine (1982), crise mexicaine (1994) et crise financière en Asie (1997).

Sources : Bloomberg ; données nationales ; et BRI.

pas diminué, et les marchés pourraient réagir violemment si les pressions venaient à s'exercer d'un seul côté – un « sauve-qui-peut » provoquerait assurément une évaporation des liquidités. Les remous causés par l'annonce, en 2013, de la réduction progressive des achats d'actifs par la Fed traduisaient des préoccupations classiques quant à la balance des paiements et à la situation macroéconomique, mais ils n'ont pas coïncidé avec une résorption plus dommageable des déséquilibres financiers à l'échelle nationale.

Une chose est sûre : l'époque est révolue où les événements survenant dans les EME ne dépassaient pas leurs frontières. Le poids des EME dans l'économie mondiale a grimpé en flèche depuis la crise asiatique : il est passé, en termes de pouvoir d'achat, d'environ un tiers à près de la moitié du PIB mondial. Et dans certains cas, leur exposition financière extérieure, même si elle paraît modeste par rapport à la taille de l'économie nationale, peut atteindre de très grandes dimensions dans une perspective mondiale. C'est en particulier le cas de la Chine. Avec 1 000 milliards de dollars de créances transfrontières à fin 2014 – soit le double de l'encours deux ans auparavant –, ce pays était le huitième emprunteur au monde, et, à fin mars 2015, les quelque 450 milliards de dollars que ses ressortissants avaient empruntés sur les marchés obligataires internationaux le plaçaient au onzième rang.

Des risques différents se présentent dans les pays les plus touchés par la crise, qui n'en sont qu'au stade du désendettement, ou recommencent seulement à s'endetter. Trois risques sont à signaler en ce qui les concerne.

Le premier concerne les coûts à moyen terme du niveau extrêmement et durablement faible des taux d'intérêt, qui pourraient infliger de graves dommages au système financier (chapitres II et VI). Des taux aussi bas rognent les marges d'intérêt des banques et les rendements de la transformation d'échéances, ce qui peut peser sur les bilans et nuire à l'offre de crédit ; il s'agit là d'une source majeure, et unidirectionnelle, de risque de taux d'intérêt. La faiblesse des taux pèse en outre sur la rentabilité et la solvabilité des compagnies d'assurance et des fonds de pension. Elle peut également fausser la formation des prix sur l'ensemble des marchés financiers ; d'ailleurs, sur les marchés d'actions et certains marchés de la dette d'entreprise, par exemple, les valorisations semblent exagérées. Elle présente également des risques pour l'économie réelle. À court terme, les difficultés des fonds de pension ne sont que le rappel le plus visible de la nécessité d'épargner davantage pour s'assurer une retraite, ce qui peut freiner la demande globale. À plus long terme, des taux négatifs, en termes aussi bien corrigés de l'inflation que nominaux, ne sont guère propices à la prise de décisions d'investissement rationnelles et donc à une croissance soutenue. Si ce cheminement inédit vers des taux d'intérêt nominaux de plus en plus négatifs devait se poursuivre, il se pourrait qu'on touche aux limites des cadres techniques, économiques, juridiques, et même politiques.

Le deuxième risque se rapporte au recours persistant à la dette comme substitut à des réformes visant au redressement de la productivité. Il est toujours tentant de repousser l'ajustement. Pourtant, le poids qu'une lourde dette publique fait peser sur la croissance n'est un secret pour personne. Le vieillissement démographique exacerbe ce problème d'au moins deux manières. Sur le plan économique, il rend la charge de la dette beaucoup plus difficile à supporter. Sur le plan politique, il renforce la tentation de stimuler temporairement la production à l'aide de politiques de gestion de la demande, tentation encore aggravée par la tyrannie du taux global de croissance, non corrigé des facteurs démographiques.

Ainsi, on ne fait pas assez souvent remarquer qu'au Japon, par rapport à la population d'âge actif, la croissance dépasse celle de nombreuses autres économies avancées, en particulier celle des États-Unis. Sur la période 2000-2007, l'économie japonaise a enregistré, selon cette mesure, un taux de croissance cumulé de 15 %, soit près du double du taux des États-Unis (8 %), alors que le taux global de croissance laisserait penser le contraire (respectivement 10 % et 18 %). La différence est encore plus grande si l'on tient compte des années postérieures à la crise.

Le troisième risque est lié à la crise grecque et à son impact sur la zone euro. À certains égards, l'évolution de la situation en Grèce, et dans la zone euro plus généralement, fait écho aux grands défis du monde actuel, mais elle est amplifiée par des spécificités institutionnelles – un mélange toxique associant dette publique et privée à une insuffisance d'ajustements structurels cruellement nécessaires. C'est ainsi que la politique monétaire, considérée comme une solution instantanée offrant un répit, supporte l'essentiel du fardeau. Sur un plan strictement économique, la zone euro semble mieux armée aujourd'hui pour résister à la contagion que lorsque la crise a éclaté. Des incertitudes demeurent pourtant, et les risques de contagion politique sont encore plus difficiles à évaluer.

Cette liste n'inclut pas le risque d'une inflation durablement faible, voire d'une déflation pure et simple. Certes, ce risque dépend de facteurs spécifiques à chaque pays, mais les débats actuels sur les politiques à adopter lui accordent souvent trop d'importance (chapitre IV). En premier lieu, il n'est pas suffisamment souligné que le récent tassement des prix résulte en grande partie de la chute des cours du pétrole et d'autres produits de base. Son effet temporaire sur l'inflation devrait bientôt céder la place à un essor plus durable des dépenses et de la production, en particulier dans les pays importateurs d'énergie. Ensuite, il existe une tendance à tirer des conclusions générales de la Grande dépression – un épisode unique en son genre qui était peut-être davantage lié à l'effondrement du prix des actifs et aux crises bancaires qu'à la déflation elle-même. De manière générale, un historique plus long révèle que le lien entre déflation et croissance est ténu. Enfin, les données factuelles laissent aussi penser que c'est en réalité l'interaction de la dette avec les prix de l'immobilier qui a nui jusqu'à maintenant à l'économie, plus que son interaction avec le prix des biens et services, comme le confirme la dernière récession. Dans le même temps, la réponse des pouvoirs publics devrait tenir compte de notre compréhension encore très limitée du phénomène de l'inflation.

L'image qui se dégage est donc celle d'un monde qui renoue avec une croissance plus forte mais qui n'est toujours pas exempt de tensions à moyen terme. Les dommages causés par la crise et la récession qui l'a suivie s'estompent peu à peu : les bilans sont en cours d'assainissement, le désendettement se poursuit et, récemment, la baisse des prix de l'énergie a donné à l'économie une impulsion franche et inattendue. Parallèlement, la politique monétaire a fait tout son possible pour soutenir la demande à court terme. Mais la combinaison de mesures adoptées fait trop largement appel à des interventions qui, directement ou indirectement, enracinent la dépendance vis-à-vis de ce modèle de croissance alimentée par la dette, précisément à l'origine même de la crise. Les manifestations les plus visibles de ces tensions sont l'absence d'allègement du fardeau global de la dette, le déclin persistant de la croissance de la productivité et, surtout, le rétrécissement progressif de la marge de manœuvre dont disposent les politiques budgétaire et monétaire.

Les causes plus profondes

Comment en est-on arrivé là ? Une raison possible tient à une constellation faite de politiques publiques et de certaines idées. Les systèmes politiques ont naturellement tendance à encourager les mesures qui offrent des gains à court terme, au risque d'engendrer des difficultés à long terme. Les raisons en sont bien connues : on ne s'y attardera pas davantage ici. Or, les courants de pensée ayant une influence sur les politiques, leurs effets sont rendus plus insidieux encore du fait de cette tendance. Il est ainsi urgent de résoudre la question de savoir si les paradigmes économiques actuels sont suffisamment solides pour guider l'action des pouvoirs publics.

Idées et perspectives

Lorsque la crise a éclaté, il était largement admis que les thèses macroéconomiques dominantes avaient échoué à éviter la crise parce qu'elles ne l'avaient même pas envisagée. En résumé, elles présumaient que la stabilité des prix suffirait à assurer la stabilité macroéconomique et que le système financier se régulerait de lui-même, ou que sa défaillance ne pourrait pas être très dommageable.

Malheureusement, les progrès accomplis pour corriger ces erreurs ont été décevants. Les facteurs financiers semblent encore cantonnés à la périphérie de la pensée macroéconomique. Certes, des efforts remarquables ont été déployés pour leur donner la place qu'ils méritent : les économistes se sont évertués à élaborer des modèles qui intègrent ces facteurs. Mais les résultats de ces efforts n'ont pas encore profondément imprégné les débats sur l'action à mener ; la cohabitation entre stabilité macroéconomique et stabilité financière reste inconfortable.

Si l'on débarrasse l'analyse prédominante de toutes ses nuances pour observer la manière dont elle façonne le débat sur les politiques à mener, sa logique fondamentale est simple. La demande finale présente, par rapport à la production nationale, un excédent ou un déficit (un « écart de production »), qui détermine la hausse des prix intérieurs, en particulier parce qu'il sous-tend les anticipations d'inflation. Une politique globale de la demande est alors appliquée pour éliminer cet écart en vue d'atteindre le plein emploi et un taux d'inflation stable ; la politique budgétaire régule directement les dépenses, tandis que la politique monétaire exerce sur elles un effet indirect, par le biais des taux d'intérêt réels (corrigés de l'inflation). Le taux de change, pour autant qu'il soit flottant, permet aux autorités de déterminer librement la politique monétaire en fonction des besoins du pays et contribue de plus, au fil du temps, à équilibrer le compte courant. Si chaque pays règle, période par période, ses leviers monétaires et budgétaires de manière à éliminer l'écart de production, tout se passe bien, au niveau national et mondial.

Bien entendu, des facteurs financiers font leur apparition, à des degrés divers. Par exemple, on considère, dans certains cas, qu'un endettement excessif aggrave le déficit de demande. Dans d'autres cas, on admet pleinement la possibilité d'une instabilité financière. Et pourtant, en fin de compte, les conclusions fondamentales ne changent pas. Tous les déficits de demande doivent être traités à l'identique, c'est-à-dire par l'adoption d'une politique standard de gestion de la demande. L'instabilité financière devrait, elle, faire l'objet d'un traitement distinct, par la politique prudentielle, mais avec une orientation systémique (macroprudentielle) plus marquée. Suivant un principe de séparation claire, il vaut mieux confier aux politiques monétaire et budgétaire la tâche de remédier aux problèmes

macroéconomiques standards – comme avant, en somme. Cette perspective rappelle le monde familier d’avant la crise, procurant une étrange sensation de déjà-vu.

Le Rapport annuel de l’année dernière esquissait une analyse différente, qui aboutissait à d’autres conclusions quant aux politiques à adopter. Cette analyse proposait de ramener les facteurs financiers au cœur de la pensée macroéconomique, en privilégiant le moyen terme plutôt que le court terme, et une vision mondiale plutôt que nationale. Le présent rapport met l’accent sur trois autres éléments essentiels.

Premièrement, l’évolution de l’inflation n’est peut-être pas un indicateur entièrement fiable du niveau de production soutenable (ou potentiel). La raison en est que, lorsque l’inflation est faible et stable, ou en recul, voire négative, des déséquilibres financiers apparaissent fréquemment. Les symptômes de ces déséquilibres sont une envolée du crédit et du prix des actifs, en particulier immobiliers, et une prise de risque audacieuse sur les marchés financiers, signalée par la faiblesse des écarts de rendement et de la volatilité. Lorsque ces booms financiers finissent par éclater, ils peuvent causer des dommages durables et dévastateurs pour l’économie. C’était clairement le cas lors de la Grande crise financière. Pourtant, cette crise ne faisait que reproduire un schéma récurrent au fil de l’histoire, qu’il s’agisse du boom financier annonciateur de la Grande dépression aux États-Unis (les prix avaient baissé pendant une partie des années 1920), de la crise du début des années 1990 au Japon, ou des crises asiatiques au milieu des années 1990.

Si les booms financiers ont des caractéristiques communes, il devrait être possible d’en repérer à l’avance les signes annonciateurs. On a pu constater que ces signaux offraient des informations utiles quant aux risques à venir et ce, en temps réel, au fur et à mesure que les événements se déroulent. Ces indicateurs auraient ainsi permis d’établir, en amont de la dernière crise aux États-Unis, que la production se situait au-dessus de son niveau soutenable, ou potentiel – alors que les estimations généralement utilisées par les pouvoirs publics, et en partie biaisées par une inflation modérée, ne l’ont constaté qu’après coup, lorsqu’elles ont réécrit l’histoire à partir de nouvelles informations (encadré IV.C). C’est la raison pour laquelle si l’on avait connu, au milieu des années 2000, l’écart séparant, aux États-Unis, le ratio du service de la dette et l’effet de levier de leurs valeurs à long terme, on aurait pu prévoir l’évolution de la production durant la récession et la reprise qui l’a suivie (encadré III.A). Et cela explique pourquoi l’évolution du crédit et des prix de l’immobilier pendant le boom, ou celle du ratio du service de la dette, ou même celle de la seule croissance du crédit, s’est révélée être un indicateur utile des futures difficultés des banques et d’une récession qui a coûté cher à de nombreux pays.

Pourquoi l’inflation n’est-elle pas un indicateur de viabilité assez fiable, contrairement à ce que laisserait penser le paradigme dominant ? Il existe au moins deux raisons possibles.

L’une se rapporte aux caractéristiques de l’expansion du crédit. Au lieu de financer l’achat de biens ou services nouvellement produits, ce qui stimule les dépenses et la production, une forte croissance du crédit peut servir à financer des actifs existants, qu’ils soient « réels » (logements ou entreprises) ou financiers (d’une forme simple ou plus complexe, issue de l’ingénierie financière). Aucun de ces deux types d’expansion n’a d’incidence directe sur les pressions inflationnistes.

L'autre se rapporte aux causes de la (dés)inflation. Une désinflation entraînée par l'offre a tendance à stimuler la production tout en faisant le lit des déséquilibres financiers. Parmi les forces à l'œuvre, citons la mondialisation de l'économie réelle (avec, notamment, l'entrée des pays de l'ancien bloc communiste dans le système des échanges mondiaux), l'innovation technologique, l'intensification de la concurrence et la baisse du prix de facteurs clés de production, tels que le pétrole. Il se pourrait que ce soit la différence entre une désinflation alimentée par l'offre et une désinflation liée à la demande qui explique le lien empirique historiquement faible entre déflation et croissance.

Deuxièmement, la contraction qui fait suite à un boom financier provoque beaucoup plus de dommages et répond moins bien à une politique classique de la demande. Des éléments empiriques de plus en plus nombreux indiquent que ce type de récession est plus profond, que la reprise consécutive est moins vive, qu'une partie du potentiel de production est définitivement perdue et, peut-être, que le taux de croissance post-récession se stabilise à un niveau inférieur. De fait, c'est ce que l'on observe depuis la crise, en dépit d'une stimulation monétaire et d'une expansion budgétaire initiale sans précédent.

Les raisons de ce phénomène sont à chercher dans les remous que ce boom a laissés dans son sillage. Le secteur financier est délabré. Les ménages et les entreprises sont pénalisés par un lourd endettement et des problèmes de qualité des actifs. Mais surtout, un boom financier a des interactions perverses avec la croissance de la productivité. Il peut masquer son déclin séculaire, résultant de déficiences structurelles, par une illusion de bien-être (*84^e Rapport annuel*). Il peut aussi saper la croissance de la productivité plus directement, en favorisant à long terme une mauvaise allocation des ressources, en capital comme en main-d'œuvre (encadré III.B). Si l'on en croit les estimations internationales, cet impact peut être considérable, atteignant près de 1 point de pourcentage par an durant le boom, et encore plus marqué dès lors que la crise éclate.

Dans ces conditions, et une fois passée la phase aiguë de la crise financière, une politique globale de la demande n'a guère de leviers d'action. Les établissements financiers, sous-capitalisés, restreignent le crédit et l'allouent de façon inefficace. Les emprunteurs, surendettés, remboursent leurs dettes. Et des ressources mal allouées ne répondent pas à une stimulation indifférenciée. En d'autres termes, les écarts de production ne naissent pas tous égaux, et ne réagissent donc pas tous aux mêmes remèdes ; après la crise, ils ne sont pas toujours aussi grands qu'ils paraissent. Ainsi, si l'on ne s'attaque pas résolument aux problèmes sous-jacents, les gains à court terme seront obtenus au prix de difficultés à long terme : la dette ne diminue pas suffisamment, la marge de manœuvre des politiques publiques se rétrécit, et le terrain est prêt pour la prochaine contraction financière. Rien de tout cela, pourtant, ne pousse l'inflation à la hausse. De façon paradoxale, un biais d'assouplissement à court terme peut se solder par une contraction à long terme.

Troisièmement, lorsque le taux de change devient le point de moindre résistance, les problèmes peuvent s'exacerber à l'échelle mondiale. Étant donné que, lors d'une contraction financière, la politique monétaire n'a qu'une influence limitée sur les dépenses via les canaux intérieurs, l'inflation et la production réagissent davantage aux variations du taux de change. Une dépréciation de la monnaie exerce un effet mécanique, plus immédiat, sur les prix. En outre, dans la mesure où elle attire une demande supplémentaire (au détriment d'autres pays), elle peut stimuler la production. Mais lorsque, comme il est expliqué ci-dessous, les taux de change ne

suffisent pas à amortir suffisamment les influences extérieures, les pays refusent parfois de voir leur monnaie s'apprécier, ce qui aboutit, en fin de compte, à des dévaluations compétitives et à une orientation accommodante de la politique monétaire à l'échelle mondiale. Par conséquent, si cette dernière est déjà trop souple pour assurer une stabilité financière et macroéconomique à long terme, pour cause de déséquilibres dans la combinaison des politiques suivies, alors l'issue sera pire. Là aussi, des avantages à court terme peuvent produire des difficultés à long terme.

Un excès d'élasticité financière

L'assemblage de ces différentes composantes permet d'établir un diagnostic du fonctionnement de l'économie mondiale. Selon notre analyse, les politiques publiques ont été incapables de prévenir l'apparition et la résorption de booms financiers dommageables. L'économie mondiale présente une élasticité financière excessive, un peu à la manière d'un élastique : plus il se tend, plus la détente est brutale. Cette situation reflète trois carences : dans l'interaction entre les marchés financiers et l'économie ; dans les régimes nationaux de politiques publiques ; et dans l'interaction entre ces régimes au travers du SMFI. Examinons-les successivement.

Il est désormais largement reconnu que le système financier ne dispose que d'une médiocre capacité à s'équilibrer automatiquement, ce qui peut amplifier les fluctuations de l'activité. Le faible ancrage des perceptions du risque et des valorisations, d'une part, et la légèreté des contraintes de financement, d'autre part, se renforcent mutuellement. Pendant un certain temps (voire longtemps), la valorisation des actifs s'envole, la prise de risque s'intensifie et l'accès au financement devient plus aisé, jusqu'à ce que, à un moment donné, ce processus s'inverse. Le système financier est alors décrit comme « procyclique ». La crise l'a montré une fois encore, et plus que jamais.

Le degré de procyclicité, ou l'élasticité du système, dépend des régimes nationaux de politiques publiques, et leur évolution tend à l'accroître. En premier lieu, dans les années 1980, la libéralisation financière a desserré les contraintes de financement : il est devenu plus simple et moins coûteux d'obtenir des ressources, tandis que les règles prudentielles restaient à la traîne. Ensuite, du fait de l'émergence de politiques monétaires centrées sur la maîtrise de l'inflation à court terme, le resserrement n'a été jugé utile lors d'un boom financier qu'en cas de hausse de l'inflation, tandis qu'un assouplissement vigoureux et persistant était mené durant les périodes de contraction. Enfin, la politique budgétaire n'a pas su prendre en considération l'effet extrêmement flatteur que produit un boom financier sur les comptes budgétaires, pas plus que l'efficacité limitée de mesures non ciblées en phase de contraction. La conjugaison de ces trajectoires d'évolution a abouti à un biais d'assouplissement qui laisse les phases d'expansion financière prendre plus d'ampleur, durer plus longtemps et se dénouer plus violemment.

Qui plus est, le SMFI actuel a encore accru cette élasticité du fait de l'interaction des régimes monétaires et financiers (chapitre V).

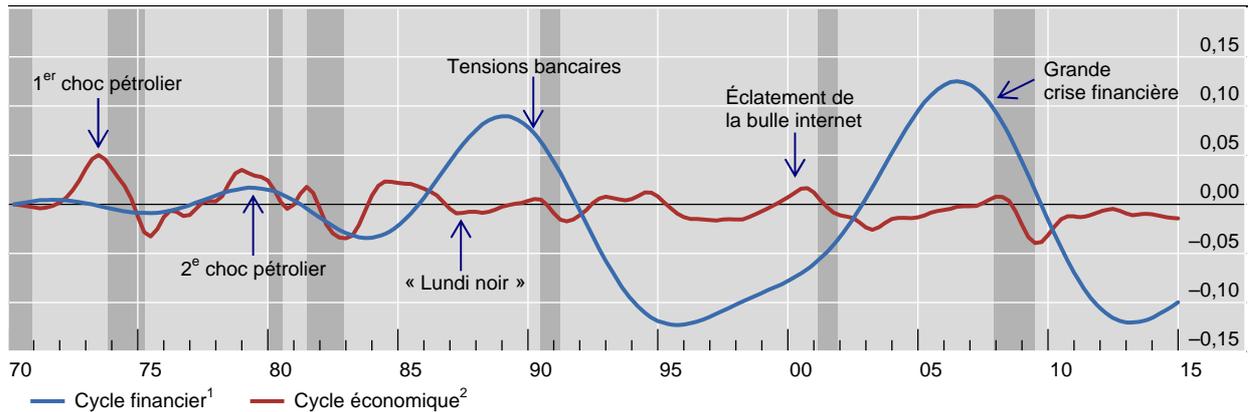
L'interaction des régimes monétaires propage le biais d'assouplissement des grandes économies vers le reste du monde. Cette contagion est directe, parce que les grandes monnaies internationales, et surtout le dollar, sont largement utilisées hors des frontières du pays émetteur. C'est ainsi que les politiques monétaires des grands pays influent directement sur les conditions financières dans les autres pays.

Mais surtout, la contagion est indirecte, parce que les autorités de ces pays résistent à l'appréciation de leur monnaie. Elles maintiennent donc les taux directeurs à un faible niveau et, si elles finissent par intervenir sur le marché des changes, le produit de ces interventions est investi en actifs libellés dans des monnaies de réserve, ce qui comprime encore les rendements sur le marché de ces monnaies.

L'interaction des régimes financiers renforce et canalise ces effets, parce que les capitaux circulent librement à travers les frontières et les monnaies. La mobilité des capitaux ajoute une importante source externe de financement lorsqu'un boom se produit dans un pays. Elle rend les taux de change vulnérables à des envolées, précisément pour les mêmes raisons que dans le cas du prix des actifs sur le marché national, à savoir un faible ancrage de la perception des valorisations, l'appétit pour le risque et une abondance de financements. À cet égard, on peut penser, par exemple, aux méthodes très prisées que sont les stratégies directionnelles (*momentum trading*) et le *carry trade*, ou encore aux interactions, qui se renforcent mutuellement, entre appréciation du taux de change, allègement de la charge de la dette en devises et prise de risque. Plus généralement, la libre mobilité des capitaux génère une poussée de la prise de risque à l'échelle internationale, quelles que soient les conditions spécifiques, ce qui induit de puissantes covariations des rendements à long terme, des prix des actifs et des flux de financement. Là encore, plus ces poussées sont fortes et durables, plus le retournement est violent. La liquidité mondiale, c'est-à-dire la facilité d'accès au financement sur les marchés internationaux, fluctue par vagues irrégulières mais puissantes.

Les données historiques confirment globalement ces observations. Cette analyse explique pourquoi l'ampleur et la durée des cycles financiers – successions d'expansions et de contractions – se sont accrues depuis le début des années 1980 (graphique I.4), une évolution portée également par la mondialisation progressive de l'économie réelle, avec l'élimination des obstacles aux échanges et l'entrée en lice de nouveaux pays, qui ont stimulé les perspectives de croissance à l'échelle mondiale tout en créant une tendance à la désinflation. Elle explique également pourquoi les taux d'intérêt corrigés de l'inflation suivent une tendance à la baisse et paraissent très faibles, quelle que soit la référence adoptée, et pourquoi les réserves de change ont augmenté. Elle met en lumière les raisons de l'accroissement du crédit en dollar enregistré depuis la crise en dehors des États-Unis, principalement en direction des EME. Elle aide enfin à comprendre pourquoi des signes de déséquilibres financiers se manifestent dans les EME et dans certaines économies avancées, moins touchées par la crise et très exposées aux influences internationales.

On aura remarqué que, dans cette analyse, les déséquilibres des comptes courants ne tiennent pas le premier rôle. En effet, le déficit des comptes courants ne coïncide pas nécessairement avec la formation de déséquilibres financiers. De fait, certains des déséquilibres financiers les plus dévastateurs de l'histoire sont survenus dans des pays en situation d'excédent, les cas les plus spectaculaires étant celui des États-Unis avant la Grande dépression et du Japon à partir de la fin des années 1980. De puissants booms financiers se sont produits plus récemment, ou se déroulent actuellement, dans plusieurs pays excédentaires tels que la Chine, les Pays-Bas, la Suède ou la Suisse. La relation entre solde des comptes courants et déséquilibres financiers est plus nuancée : c'est davantage une réduction de l'excédent ou un creusement du déficit qui reflète généralement la naissance de ces déséquilibres. Ces observations ont, pour les politiques publiques, des conséquences sur lesquelles nous reviendrons plus loin.



¹ Le cycle financier est mesuré à l'aide de filtres passe-bande qui rendent compte des cycles à moyen terme du crédit réel, du ratio endettement/PIB et des prix réels de l'immobilier ; 0 = T1 1970. ² Le cycle conjoncturel est mesuré à l'aide de filtres passe-bande qui rendent compte des fluctuations du PIB réel sur une période allant de un an à huit ans ; 0 = T1 1970.

Sources : Drehmann, M., C. Borio et K. Tsatsaronis (2012) : « Characterising the financial cycle: don't lose sight of the medium term! », *BIS Working Papers*, n° 380, juin 2012 ; et calculs BRI.

Pourquoi les taux d'intérêt sont-ils si bas ?

Toutes ces réflexions aboutissent à la question fondamentale, qui est au cœur des débats actuels sur les politiques à mener : pourquoi les taux d'intérêt sont-ils si bas ? On peut aussi se demander s'il s'agit de taux d'équilibre (ou « naturels »), c'est-à-dire si les taux sont au niveau souhaitable. Et comment les taux du marché et les taux d'équilibre sont-ils déterminés ? L'analyse dominante et celle qui est proposée dans le présent rapport apportent des réponses différentes à ces questions.

La plupart des tenants de ces deux points de vue se rejoignent sur le fait que les taux d'intérêt du marché sont formés par l'interaction des décisions des banques centrales et des participants aux marchés (chapitre II). Les banques centrales fixent les taux directeurs à court terme et influent sur les taux à long terme en donnant des signaux sur l'évolution future des taux à court terme et, de plus en plus, en achetant de gros volumes d'actifs sur toute la courbe des échéances. Les intervenants de marché fixent les taux prêteurs et emprunteurs et contribuent, par leurs décisions de portefeuille, à déterminer les taux de marché à plus long terme. Leurs décisions intègrent de nombreux facteurs : appétit pour le risque, opinions quant à la rentabilité des investissements, contraintes réglementaires et comptables, et, bien entendu, anticipations à l'égard des actions des banques centrales (chapitre II). Le niveau effectif de l'inflation, quant à lui, détermine les taux d'intérêt corrigés de l'inflation ex post, et l'inflation attendue permet d'établir les taux d'intérêt réels ex ante.

Mais les taux d'intérêt qui prévalent sur le marché sont-ils réellement les taux d'équilibre ? Examinons tout d'abord le taux à court terme, fixé par les banques centrales. Lorsqu'on dit que les banques centrales ne peuvent avoir qu'une influence temporaire sur les taux d'intérêt à court terme corrigés de l'inflation, cela signifie en réalité que si les banques centrales ne fixent pas ces taux plus ou moins à leur niveau d'« équilibre », une situation défavorable va se produire. Quant à la

question de savoir en quoi consiste une situation défavorable, la réponse apportée dépend du point de vue que l'on adopte sur le fonctionnement de l'économie.

Selon le point de vue dominant aujourd'hui – avec ses hypothèses d'un excès d'épargne et de stagnation séculaire –, une situation défavorable se produit lorsque l'inflation s'envole, ou au contraire tombe en flèche, voire se transforme en déflation. Ainsi, c'est l'inflation qui donne le signal clé, et son évolution dépend de l'ampleur du volant de ressources inutilisées dans l'économie. Le taux d'équilibre correspondant, ou taux naturel de Wicksell, désigne le fait que la production est égale à son niveau potentiel, ou que l'épargne et l'investissement sont en équilibre, pour une situation de plein emploi. Certes, en pratique, les pouvoirs publics examinent aussi la sous-utilisation des ressources indépendamment de cette question. Mais comme il s'agit d'une grandeur très difficile à mesurer, ils ont tendance à réviser leurs estimations en fonction de l'évolution de l'inflation. Si le chômage baisse au point d'être inférieur à son niveau supposé d'équilibre mais que l'inflation n'augmente pas, ils en déduiront qu'ils restent des ressources inemployées dans l'économie.

Selon l'analyse proposée ici, au contraire, l'inflation n'est pas nécessairement un témoin fiable du fait que les taux se situent à leur niveau d'équilibre. Il se pourrait plutôt que le signal clé soit la formation de déséquilibres financiers. En effet, avant la crise, l'inflation était stable et les estimations classiques de la production potentielle se sont avérées, rétrospectivement, beaucoup trop optimistes. Si l'on admet, d'une part, que le niveau très faible des taux d'intérêt a contribué à l'émergence du boom financier dont le dénouement a provoqué la crise et, d'autre part, que le boom lui-même et la crise qui l'a suivi ont durablement dégradé la production, l'emploi et la croissance de la productivité, il devient alors difficile d'affirmer que les taux se situaient à leur niveau d'équilibre. Cela signifie aussi que si les taux d'intérêt sont faibles aujourd'hui, c'est, du moins en partie, parce qu'ils étaient trop faibles par le passé. Des taux bas appellent des taux encore plus bas. En ce sens, des taux bas se valident eux-mêmes. Étant donné que des signes indiquent l'apparition de déséquilibres financiers dans plusieurs régions du monde, il est difficile de ne pas éprouver une troublante sensation de déjà-vu.

Par ailleurs, si l'on déplace la perspective du court terme au long terme dans l'examen des taux d'intérêt, l'image qui en ressort n'est pas différente. Il n'y a pas plus de raison de présumer que les taux à long terme sont à leur point d'équilibre qu'en ce qui concerne les taux à court terme. Les banques centrales et les intervenants de marché avancent à tâtons, soit qu'ils cherchent à ramener les taux à l'équilibre, soit qu'ils tentent de profiter de leurs fluctuations. Après tout, les taux à long terme ne sont jamais que des prix d'actifs. Or, les prix des actifs suivent souvent des trajectoires irrégulières et intenables, notamment lorsqu'ils sont à l'origine d'une instabilité financière.

Conclusions pour l'orientation des politiques publiques

Qu'implique cette analyse pour l'orientation des politiques publiques ? La première conclusion est que la politique monétaire est trop sollicitée depuis trop longtemps, surtout depuis la crise. La seconde, d'ordre plus général, est qu'il convient de rééquilibrer les politiques publiques pour adopter des initiatives de nature plus structurelle, au lieu de mener une gestion globale de la demande. Certes, de telles mesures sont politiquement difficiles à adopter. C'est pourtant la seule manière de

relever durablement la production et la croissance de la productivité et de se débarrasser de la dépendance à l'égard de la dette. La combinaison précise des mesures appropriées est évidemment spécifique à chaque pays, mais elle comprend généralement l'amélioration de la flexibilité des marchés de produits et du travail, l'instauration d'un environnement favorable à la création d'entreprises et à l'innovation, et le relèvement du taux d'activité. Cela contribuerait en outre à atténuer les énormes pressions qui pèsent, depuis la crise, sur la politique budgétaire et, surtout, sur la politique monétaire. La baisse des prix du pétrole offre aujourd'hui une bouffée d'oxygène permettant de mener de telles réformes : c'est une occasion qu'il ne faut pas laisser passer. La présente analyse peut en outre alerter les exportateurs de produits de base qui seraient tentés d'éviter de pénibles ajustements face à l'amenuisement de leurs recettes.

De façon plus générale, des questions se posent quant aux ajustements qu'il convient d'apporter aux cadres des politiques publiques, à l'échelle nationale comme internationale, en vue d'une intégration plus systématique des facteurs financiers, et quant aux actions qui s'imposent en l'état actuel de la situation.

Ajuster les cadres

Comme le notait le Rapport annuel de l'année dernière, pour contenir l'élasticité financière excessive d'une économie, il faut ajuster les cadres dans lesquels s'inscrivent ses politiques budgétaires, prudentielles et monétaires. La stratégie principale consisterait à modérer plus délibérément l'expansion financière et à maîtriser plus efficacement les épisodes de contraction financière. Comparées aux politiques actuelles, les mesures qui en résulteraient seraient moins asymétriques entre les différents stades des cycles financiers, moins procycliques et moins accommodantes lors des phases successives d'expansion et de contraction. Examinons tour à tour les différentes catégories de politiques concernées.

Pour la politique budgétaire, la priorité consiste à adopter une orientation contracyclique, tout en ménageant une marge de manœuvre suffisante en période de contraction. Cela revient avant tout à rechercher la viabilité à long terme – un défi redoutable pour de nombreuses juridictions (chapitre III). Il convient en outre de faire preuve de prudence tout particulièrement en phase d'expansion financière, et de ne pas surestimer la solidité sous-jacente de la situation budgétaire, même lorsque la production et la croissance paraissent confortablement viables, les recettes fiscales semblent abondantes, et les passifs éventuels nécessaires à la correction de la contraction demeurent invisibles. En phase de contraction, cette marge de manœuvre budgétaire devrait idéalement être utilisée pour accélérer l'assainissement des bilans du secteur privé. Sont concernées ici aussi bien les banques – mais seulement si les filets de sécurité en place dans le secteur privé s'avèrent insuffisants – que les entités non bancaires. Parmi les options disponibles, citons la recapitalisation, une nationalisation temporaire et, pour le secteur non bancaire, un allègement pur et simple de la dette. Le fait d'attaquer le problème à sa racine constitue un usage plus efficient des deniers publics que des dépenses non ciblées ou des réductions d'impôt. Plus fondamentalement, il serait extrêmement souhaitable que la fiscalité cesse d'accorder à l'emprunt un régime plus favorable qu'au capital, comme c'est si souvent le cas.

La priorité de la politique prudentielle est de renforcer son orientation systémique, ou macroprudentielle, de façon à lutter résolument contre la procyclicalité. C'est d'ailleurs l'orientation donnée par Bâle III, avec le volant de

fonds propres contracyclique, et ce que vise aussi la mise en place de cadres macroprudentiels complets dans les différentes juridictions. Celle-ci s'appuie sur une gamme d'outils destinés à renforcer la résilience du système financier et, idéalement, à contenir les booms financiers (chapitre IV). Parmi ces instruments, citons un plafond pour la quotité de financement par l'emprunt et pour le ratio dette/revenus, un ajustement précoce des exigences de fonds propres et du niveau des provisions, des restrictions aux ressources autres que les dépôts pour le financement bancaire, et des tests de résistance macroprudentiels (à l'échelle du système bancaire).

Il demeure pourtant deux grandes lacunes (chapitre VI). La première porte sur la manière de gérer les risques que pose le développement rapide des intermédiaires financiers non bancaires. Les compagnies d'assurance ont certes toujours été réglementées, quoique dans une optique pas nécessairement systémique. De plus, des travaux sont menés depuis un certain temps sur le secteur bancaire parallèle, c'est-à-dire des entités recourant à l'effet de levier pour opérer des transformations d'échéances. Depuis peu, l'attention se porte sur le secteur de la gestion d'actifs. À cet égard, les préoccupations ne portent pas tant sur la défaillance d'entreprises isolées que sur l'impact du comportement collectif de ces fonds sur la stabilité du système, au travers du prix des actifs, de la liquidité du marché et des conditions de la collecte de ressources. Même lorsqu'ils ne font pas appel à l'effet de levier, ces acteurs sont tout à fait capables d'engendrer un comportement de ce type. La seconde lacune concerne la gestion du risque souverain, y compris pour les banques. Un certain nombre de dispositions réglementaires et de pratiques prudentielles privilégient les expositions souveraines. Or, les émetteurs souverains peuvent être très risqués et ont souvent été, par le passé, à l'origine de défaillances bancaires. De plus, ce privilège s'exerce souvent aux dépens des petites et moyennes entreprises, ce qui freine l'activité productive et l'emploi. Une bonne approche serait systémique, complète et détaillée, et tiendrait compte des différents types d'exposition. C'est là un défi que le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire a récemment entrepris de relever, une tâche qui devrait être menée à bien sans délai ni hésitation.

Quant à la politique monétaire, sa priorité consiste à s'assurer que les considérations de stabilité financière sont intégrées de façon plus symétrique entre les phases d'expansion et de contraction (chapitre IV). Son cadre doit offrir la possibilité d'opérer un resserrement durant un boom financier même si, à court terme, l'inflation est faible et stable, et de mener un assouplissement moins vigoureux et moins persistant en phase de contraction.

Bien que diverses objections aient été formulées à l'encontre de cette proposition, aucune ne paraît être réhibitoire. Des arguments similaires avaient d'ailleurs été émis à l'encontre de la fixation d'une cible d'inflation, que d'aucuns considéraient comme un saut dans le vide.

Une première objection est qu'il n'existe pas d'indicateur fiable de la formation de déséquilibres financiers. Des progrès considérables ont cependant été réalisés dans ce domaine, et les cadres macroprudentiels font déjà activement appel à de telles évaluations. De plus, comme indiqué plus haut, les valeurs de référence standard de la politique monétaire ne sont pas directement observables et leur mesure est entourée d'une grande incertitude, qu'il s'agisse du volant de ressources inutilisées, de la production potentielle ou du niveau d'équilibre des taux d'intérêt réels. La mesure des anticipations d'inflation pertinentes présente elle-même des difficultés.

Une seconde objection consiste à faire remarquer que la politique monétaire n'a guère d'incidence sur les booms financiers, ni donc sur l'expansion du crédit, le prix des actifs et la prise de risque. Or, ce sont là les voies principales qu'emprunte la détente monétaire pour influencer sur la demande globale. L'assouplissement est d'ailleurs la stratégie que les banques centrales ont explicitement suivie après la crise pour revitaliser l'économie. De fait, les données laissent penser que les banques centrales sont très bien parvenues à influencer sur les marchés financiers et la prise de risques financiers, mais ont moins bien réussi à susciter la prise de risques dans l'économie réelle et au niveau de la production.

Une question plus fondamentale est de savoir comment concilier une telle stratégie avec les objectifs d'inflation. Cette stratégie appelle à davantage de tolérance à l'égard d'une déviation persistante par rapport à l'objectif d'inflation, en particulier lorsque la désinflation résulte de forces positives du côté de l'offre. Les banques centrales sont-elles prêtes à accepter une telle situation ? Leurs mandats sont-ils assez souples pour leur en laisser la possibilité ? La réponse variera évidemment d'une banque centrale à l'autre.

On peut considérer que les cadres existants offrent déjà à certaines banques centrales une flexibilité suffisante, par exemple en prévoyant explicitement la possibilité de laisser l'inflation revenir lentement vers sa cible à long terme, en fonction des facteurs qui l'ont fait dévier de sa trajectoire. Cela nécessite, bien entendu, de déployer des efforts soigneux, et peut-être très ardues, d'explication et de communication. Deux facteurs pourraient expliquer, en partie, pourquoi les banques centrales n'ont pas toujours pleinement tiré parti de cette flexibilité. Le premier concerne leur perception des arbitrages à opérer. Par exemple, elles peuvent envisager la déflation comme une frontière qui, une fois franchie, déclenche un processus déstabilisant et autoalimenté. Le second renvoie à la possibilité de faire plutôt appel aux outils macroprudentiels.

Pourtant, dans un certain nombre de juridictions, ces cadres et les mandats sur lesquels ils reposent peuvent être jugés trop restrictifs. Dans ce cas, des ajustements pourraient être opérés. Une révision des mandats pourrait même être envisagée, si nécessaire, par exemple pour attribuer davantage de poids aux considérations de stabilité financière. Une telle voie ne devrait cependant être empruntée qu'en faisant preuve d'une grande prudence. Le processus de révision et le résultat final pourraient en effet s'avérer imprévisibles et susciter des pressions indésirables de nature politico-économique.

Au total, la priorité devrait être d'exploiter au maximum la marge de manœuvre existante et d'encourager les analyses qui mettent en évidence le coût de l'absence d'intégration des considérations de stabilité financière dans les cadres monétaires. Il est par ailleurs indispensable de s'assurer le soutien de l'opinion publique. Une révision des mandats pourrait alors être envisagée en dernier recours.

Qu'en est-il du SMFI ? Remettre de l'ordre chez soi, selon les principes décrits ci-dessus, serait déjà un grand pas en avant, qui atténuerait grandement les répercussions négatives sur le reste du monde. Mais il faut aller plus loin (chapitre V).

Cette nécessité d'amélioration est depuis longtemps reconnue pour ce qui est de la dimension financière du système. Elle est au fondement de la coopération de plus en plus étroite qui vise à élaborer et mettre en œuvre des normes prudentielles communes, mais aussi à assurer un contrôle régulier des banques. Certes, le chemin n'a pas été parcouru sans heurts, et l'élan s'essouffle inévitablement lorsque

s'estompe le souvenir d'une crise. Mais ces initiatives se poursuivent, comme en témoignent notamment les divers travaux en cours sous l'égide du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire et du Conseil de stabilité financière (voir ci-dessous). Les progrès sur cette voie exigent une vigilance constante, car les priorités et biais nationaux risquent toujours de reprendre le dessus.

Par contraste, la dimension monétaire du SMFI est moins communément admise, du moins depuis l'effondrement du système de Bretton Woods. Il importe de distinguer ici gestion des crises et prévention des crises. Dans la gestion des crises, la coopération est de mise depuis longtemps, principalement au travers des lignes de swaps de devises ; pour ce qui est de la prévention des crises, qui fait appel aux paramètres ordinaires de la politique monétaire, la coopération est moins poussée.

En ce qui concerne la gestion des crises, les banques centrales s'appuient sur la coopération mise en place pendant la Grande crise financière. Des accords d'échange de devises existent déjà entre les banques centrales des principales zones monétaires, ou peuvent être mis en place rapidement si nécessaire. Ces mécanismes pourraient être quelque peu renforcés, même si les questions de gestion des risques et de gouvernance ne sont pas négligeables.

Les accords internationaux de soutien de liquidité d'urgence ne peuvent toutefois pas, et ne devraient pas, se substituer à la coopération en matière de prévention des crises financières. Ce n'est pas possible, parce que les coûts économiques et sociaux des crises sont tout simplement trop lourds et imprévisibles. Et ce n'est pas souhaitable, pour des questions d'aléa moral et parce que les banques centrales ont déjà tendance à être excessivement sollicitées.

Deux facteurs entravent fortement la coopération monétaire en dehors des crises. Le premier concerne l'établissement du diagnostic et, partant, la perception de la nécessité d'agir. Comme expliqué ci-dessus, le point de vue qui prévaut actuellement suppose que la combinaison de taux de change flexibles et d'un régime monétaire national axé sur l'inflation favorise l'émergence d'une situation satisfaisante à l'échelle mondiale. C'est pourquoi les débats sur la coordination mondiale sont centrés sur les remèdes aux déséquilibres des comptes courants, qui sont moins faciles à corriger par des mesures de politique monétaire. Les termes « déséquilibre » et « déséquilibre des comptes courants » sont ainsi devenus synonymes. Le second facteur a trait au mandat des banques centrales, c'est-à-dire à la question de savoir si elles sont incitées à agir. C'est le mandat national qui donne le ton : la banque centrale doit clairement œuvrer dans l'intérêt du pays. En d'autres termes, elle ne perçoit pas le besoin d'agir et elle n'y est pas incitée.

Cependant, aucun de ces facteurs ne justifie l'inaction. La thèse d'un excès d'élasticité financière met en lumière la nécessité d'une coopération, parce que la contagion entre pays et les effets de retour sont tout simplement trop néfastes. De plus, elle a le mérite d'attirer l'attention sur le problème des déséquilibres financiers, le grand oublié des dispositions actuelles. Selon notre analyse, la concentration exclusive sur les déséquilibres des comptes courants peut parfois même être contreproductive. Elle a, par exemple, encouragé les pressions sur les pays excédentaires pour qu'ils accroissent leur demande intérieure alors même que des déséquilibres financiers apparaissent ; citons ici le cas du Japon pendant les années 1980 ou de la Chine depuis la crise. En ce qui concerne les incitations à agir, les mandats nationaux n'ont pas empêché, jusqu'à maintenant, une coopération étroite dans la sphère prudentielle.

Quelles sont les limites réalistes de la coopération ? Le degré minimal, qui doit pouvoir être atteint, consisterait à appliquer le principe de « l'intérêt bien entendu », sur la base d'un échange approfondi d'informations. Cela impliquerait que la formulation des politiques publiques prenne plus systématiquement en considération les risques de contagion et les effets de retour possibles. Les grandes juridictions émettrices de monnaies internationales ont une responsabilité spéciale à cet égard. La coopération pourrait même s'étendre, de façon ponctuelle, à des décisions conjointes, relatives aux taux d'intérêt et aux interventions sur le marché des changes, au-delà de celles qui sont prises pendant les crises. Force est cependant de constater qu'il faudrait un sentiment d'urgence et de responsabilité partagée pour que s'élaborent de nouvelles règles du jeu à l'échelle mondiale, qui contribueraient à instaurer une discipline renforcée dans les politiques nationales.

Quelle est la voie à suivre ?

La marge de manœuvre de la politique macroéconomique s'amenuise au fil des années. Dans certaines juridictions, la politique monétaire touche à ses limites extrêmes, repoussant les frontières de l'impensable. Dans d'autres, les taux directeurs continuent de diminuer. Après l'expansion qui a suivi la crise, la politique budgétaire s'est resserrée, sous l'effet des préoccupations quant à la viabilité à long terme. Et la situation budgétaire se dégrade dans les EME qui enregistrent un ralentissement. Que faut-il donc faire maintenant, outre redoubler d'efforts de réforme pour renforcer la croissance de la productivité ?

Pour ce qui est de la politique budgétaire, la première priorité est de ramener la dette souveraine sur une trajectoire viable, ce qui n'est pas encore le cas dans de nombreux pays (chapitre III). C'est le préalable indispensable à une stabilité monétaire, financière et macroéconomique durable. C'est aussi ce qui définit la marge de manœuvre à court terme. Lorsque des doutes subsistent quant aux perspectives de croissance à long terme, il serait très imprudent d'encourager une politique budgétaire plus expansionniste – une erreur trop souvent commise par le passé. Pour les pays qui bénéficient d'une marge de manœuvre, le défi consiste à savoir comment en faire l'usage le plus efficace. Il convient alors, avant tout, de faciliter l'assainissement des bilans du secteur privé, de mener des réformes qui stimulent la croissance de la productivité à long terme, et de privilégier, de façon avisée, l'investissement plutôt que les transferts courants. Quand il s'agit de dépenses publiques, la qualité importe plus que la quantité.

Eu égard à la politique monétaire, il faut pleinement appréhender les risques que les politiques actuelles font courir à la stabilité financière et, donc, macroéconomique. Le fonctionnement de l'économie est certes entouré d'une grande incertitude. C'est précisément la raison pour laquelle il ne serait pas judicieux que les politiques prudentielles assument seules le fardeau des risques liés à la stabilité financière. Comme toujours, le calibrage adéquat sera propre à chaque pays. En règle générale, une approche équilibrée consisterait à accorder plus de poids que par le passé aux risques d'une normalisation trop tardive et trop progressive. Et lorsque l'assouplissement s'impose, il faudrait de même soupeser les risques d'une mise en œuvre trop abrupte et trop persistante.

Compte tenu de la situation actuelle, la normalisation ne se fera pas sans heurts. Sur les marchés financiers, les opérateurs prennent des risques depuis trop longtemps. L'illusion selon laquelle les marchés vont rester liquides en dépit des tensions est trop répandue (chapitre II). La probabilité de voir survenir des

turbulences s'accroîtra si l'on maintient les conditions exceptionnelles qui prévalent aujourd'hui. Plus on tire sur un élastique, plus sa détente est brutale. Le rétablissement de conditions plus normales sera essentielle également pour pouvoir affronter la prochaine récession, car il y en aura une autre, cela ne fait aucun doute. À quoi peut servir un pistolet dont le chargeur est vide ? Par conséquent, il faut avancer sur la voie de la normalisation d'un pas ferme et déterminé, tout en tenant compte des conditions spécifiques à chaque pays.

Toutes ces considérations pointent naturellement vers un renforcement des règles prudentielles (chapitre VI). Les outils macroprudentiels doivent faire l'objet d'une application vigoureuse, mais il convient de rester réaliste quant à ce qu'ils peuvent accomplir à eux seuls. L'assainissement des bilans doit être mené activement, lorsqu'il s'impose, en comptabilisant les pertes et en reconstituant les fonds propres. Les initiatives réglementaires en cours devraient être achevées et mises en œuvre promptement et complètement. En particulier, le recalibrage du ratio de levier des banques est une étape critique pour offrir un complément fiable aux exigences minimales de fonds propres calculées en fonction des risques. De même, il est indispensable de mettre en place une norme stricte concernant le risque de taux d'intérêt dans le portefeuille bancaire, étant donné le niveau durablement faible des taux d'intérêt nominaux.

Conclusion

L'économie mondiale a renoué avec la croissance, qui se rapproche de son taux moyen historique. La chute des cours du pétrole, en poussant les prix à la baisse, devrait lui donner un coup de pouce supplémentaire à court terme. Mais il ne faudrait pourtant pas en déduire que tout va pour le mieux. La charge de la dette et les risques financiers sont encore trop élevés, la croissance de la productivité, trop modeste, et la marge de manœuvre macroéconomique, trop restreinte. L'expansion économique mondiale est déséquilibrée. Le symptôme le plus visible de ce malaise est la persistance de taux d'intérêt exceptionnellement bas.

Cette situation n'a cependant rien d'inéluctable. Les problèmes qui se posent sont d'origine humaine et devraient pouvoir être résolus par l'intelligence humaine. Le présent chapitre a décrit l'un des nombreux diagnostics possibles, affirmant que les difficultés actuelles reflètent, dans une très large mesure, l'incapacité des politiques publiques à maîtriser l'excès d'élasticité financière de l'économie mondiale – sa propension à engendrer des phases de vive expansion et de forte contraction financières extrêmement néfastes, laissant dans le tissu économique des séquelles profondes et durables qui, en l'absence d'un traitement correct, empêchent l'économie de revenir à une croissance saine et viable, c'est-à-dire une trajectoire qui ne la prédispose pas à subir un nouveau cycle perturbateur. À long terme, le risque est que l'instabilité s'installe et que la faiblesse devienne chronique.

On peut contester ce diagnostic. Ce qu'il est plus difficile de contester, c'est que, par principe, la prudence est de mise lorsque le diagnostic est incertain. En pareil cas, la prudence impose de choisir un traitement qui ménage des possibilités de réorientation en cas d'erreur. De ce point de vue, les politiques macroéconomiques actuelles paraissent trop univoques. En fin de compte, elles reposent encore sur l'hypothèse selon laquelle l'inflation est un indicateur de viabilité suffisant et fiable ou, à défaut, que les risques en matière de stabilité financière peuvent être correctement gérés à l'aide des seules politiques

prudentielles. Ce point de vue n'est que trop familier : en dépit de toutes les mises en garde, il renvoie aux méthodes d'avant la crise.

Une approche plus équilibrée comporterait un certain nombre de caractéristiques. Elle chercherait à gérer l'enchaînement de phases d'expansion et de contraction financières en associant les différentes politiques – monétaire, budgétaire et prudentielle – plutôt qu'en faisant uniquement appel à la politique prudentielle. Elle opérerait un rééquilibrage qui amoindrirait le rôle des politiques de gestion de la demande, en particulier de la politique monétaire, et renforcerait le rôle des mesures structurelles. Et elle se garderait de supposer qu'il suffit de mettre de l'ordre chez soi pour que le reste du monde se porte bien.

Il est plus important que jamais de déplacer le curseur du court terme vers le long terme. Au cours des décennies passées, l'allongement des phases d'expansion et de contraction financières semble avoir ralenti le temps économique par rapport au temps calendaire : les évolutions économiques qui sont réellement importantes se déroulent aujourd'hui sur des durées beaucoup plus longues. Dans le même temps, l'horizon décisionnel des autorités et des acteurs du marché s'est raccourci. Les délais de réaction ont été comprimés par les marchés financiers, que les pouvoirs publics cherchent à suivre au plus près, en une relation toujours plus étroite et aut centrée. En dernière analyse, c'est cette combinaison de ralentissement du temps économique et de raccourcissement des horizons décisionnels qui explique pourquoi nous en sommes arrivés là et comment, à notre insu, l'impensable peut devenir la norme – une situation dont on ne saurait se satisfaire.