

I. Vers une croissance résiliente

Comme l'économie mondiale peut changer en l'espace d'une année, qu'il s'agisse des faits ou, et surtout, de l'état d'esprit des marchés ! Les données concrètes nous apprennent que l'horizon s'est éclairci. Certains signes indiquent clairement que la croissance a pris de la vigueur. Dans les grandes économies, la sous-utilisation des capacités a encore diminué et, dans certaines d'entre elles, le taux de chômage est même revenu à un niveau conforme au plein emploi. L'inflation s'est rapprochée des objectifs des banques centrales et les risques de déflation ont disparu des prévisions économiques. Mais l'attitude des marchés a encore plus changé que les chiffres. La morosité a fait place à la confiance. Le Rapport annuel de l'année dernière faisait remarquer que les résultats économiques n'étaient pas aussi mauvais qu'on le laissait souvent entendre. Aujourd'hui, la crainte d'une stagnation séculaire a reculé : portés par le dynamisme des marchés financiers, le réveil des « esprits animaux » et la « reflation » sont sur toutes les lèvres. Depuis le tournant des élections présidentielles aux États-Unis, les marchés financiers réagissent davantage aux événements politiques qu'aux annonces des banques centrales.

Pourtant, bien que les perspectives à court terme n'aient pas été aussi bonnes depuis longtemps, les paradoxes et les tensions abondent. Ainsi, la volatilité a pratiquement disparu des marchés financiers alors même que les indicateurs d'incertitude quant aux politiques économiques montaient en flèche. Les marchés d'actions se portent bien, mais les rendements obligataires n'ont pas connu un essor comparable. Et la mondialisation, ce puissant moteur de la croissance internationale, est en perte de vitesse, désormais menacée par le protectionnisme.

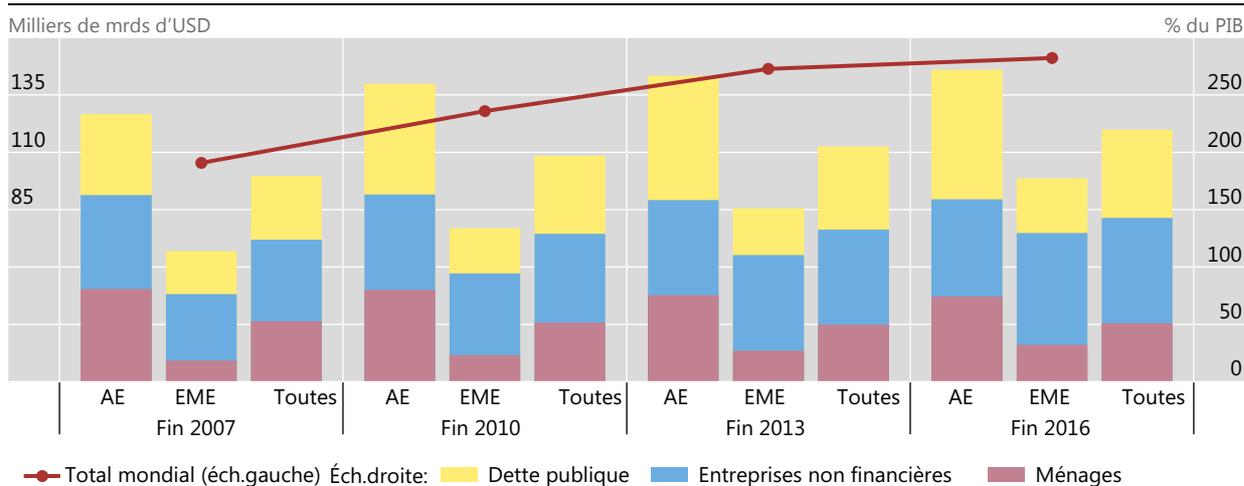
Sur cette toile de fond, le thème principal de ce Rapport annuel est la viabilité à long terme de l'expansion actuelle. Quels sont les risques à moyen terme ? Comment les autorités devraient-elles y réagir ? Est-il possible de tirer parti des opportunités qu'offre une économie plus forte ?

Le présent rapport évalue quatre risques – hormis le risque géopolitique – qui pourraient miner la viabilité à long terme de la reprise. En premier lieu, une hausse sensible de l'inflation pourrait étouffer l'expansion en obligeant les banques centrales à opérer un resserrement plus marqué que prévu. Ce scénario typique de l'après-guerre est réapparu l'année dernière, même en l'absence de tout signe tangible d'une résurgence de l'inflation. Deuxièmement, et ce risque est moins reconnu, de graves tensions financières pourraient émerger avec l'arrivée à maturité des cycles financiers, si leur phase de contraction prenait un tour brutal. C'est ce qu'il s'est passé, de façon spectaculaire, avec la Grande Crise financière (GFC). Troisièmement, même en l'absence de graves tensions financières, la consommation pourrait s'essouffler sous le poids de la dette, et l'investissement pourrait échouer à prendre le relais en tant que principal moteur de croissance. Les données semblent indiquer qu'une croissance tirée par la consommation est moins durable, en particulier parce l'augmentation du capital productif qui s'ensuit est insuffisante. Enfin, une hausse du protectionnisme pourrait remettre en cause le caractère ouvert de l'ordre économique mondial. Or, l'histoire a montré que les tensions commerciales pouvaient saper la vitalité de l'économie.

Tous ces risques peuvent paraître indépendants les uns des autres, mais il n'en est rien. Ainsi, une politique plus restrictive, visant à contenir une poussée d'inflation, pourrait déclencher ou amplifier une brusque contraction financière dans des pays

La dette mondiale continue d'augmenter

Graphique I.1



AE : économies avancées ; EME : économies émergentes

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

vulnérables. Ce serait particulièrement le cas si la hausse des taux directeurs coïncidait avec une remontée brutale des rendements obligataires et une appréciation du dollar : la forte expansion de la dette en dollar observée depuis la crise suscite des vulnérabilités, en particulier dans certaines économies de marché émergentes (EME). De fait, un problème global est la sensibilité de l'économie mondiale à la montée des taux d'intérêt, compte tenu de l'accroissement persistant de la dette en proportion du PIB, ce qui complique le processus de retour à la normale des politiques des banques centrales (graphique I.1). Ou encore, un repli protectionniste pourrait faire naître des tensions financières, accentuant la probabilité d'une hausse de l'inflation. Qui plus est, la réapparition, une fois encore, de tensions financières systémiques ou, tout simplement, une croissance sensiblement plus lente pourraient pousser la menace protectionniste au-delà d'un seuil critique.

Certains de ces risques ont pour origine des évolutions qui se déroulent sur plusieurs décennies, mais ils sont tous profondément marqués de l'empreinte de la GFC et des réponses déséquilibrées qui y ont été apportées. C'est ainsi que le Rapport annuel de l'année dernière évoquait un trio de conditions menaçantes : une croissance de la productivité anormalement faible, une dette mondiale historiquement élevée, et une marge de manœuvre extrêmement réduite pour l'action des pouvoirs publics¹.

Compte tenu des risques qui se profilent, la stratégie la plus prometteuse consiste à tirer parti des vents favorables qui soufflent actuellement pour renforcer la résilience de l'économie, au niveau national et mondial. Au niveau national, cela signifie rééquilibrer l'action publique en direction des réformes structurelles, soulager la politique monétaire, qui est trop sollicitée, et mettre en place des cadres d'action globaux pour faire face, de façon plus systématique, aux cycles financiers – un phénomène à moyen terme qui est une source majeure de vulnérabilité. Accroître le potentiel de croissance de l'économie est une nécessité critique. Au niveau mondial, cela signifie renforcer l'approche multilatérale de l'action publique, qui est la seule à même de relever les défis communs à l'ensemble du monde.

La suite de ce chapitre introductif passe brièvement en revue l'année écoulée avant d'analyser les risques à moyen terme qui pèsent sur la viabilité à long terme de

l'expansion en cours. Il se conclut par un examen des options qui se présentent aux pouvoirs publics.

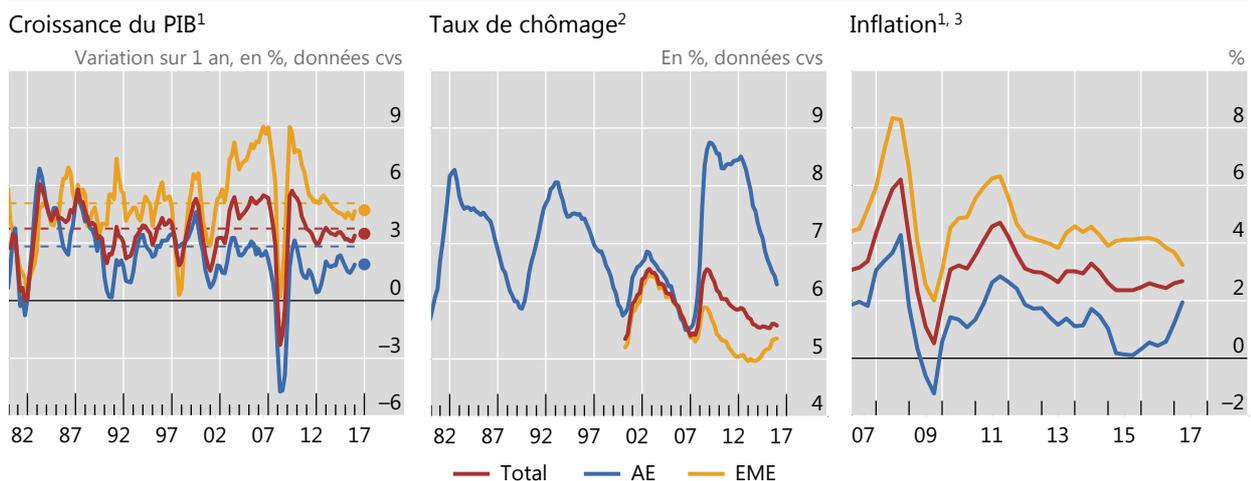
Retour sur l'année écoulée

La croissance mondiale s'est renforcée considérablement, au-delà de toute attente, depuis la publication du Rapport annuel de l'année dernière (chapitre III et graphique I.2, cadre de gauche). Selon les projections actuelles, elle devrait atteindre 3,5 % en 2017 (prévisions consensuelles). Ce taux serait proche de la moyenne historique de long terme, quoiqu'inférieur au taux, proche de 4 %, enregistré pendant la décennie « dorée » qui a précédé la crise. La reprise a été particulièrement marquée dans les économies avancées où, à l'orée de 2017, les indicateurs de confiance atteignaient des niveaux qu'on n'avait plus vus depuis des années. Dans les EME, la croissance a été plus hétérogène même si, là aussi, les performances se sont améliorées, grâce à la remontée des prix des produits de base. En particulier, le ralentissement brutal qu'on craignait de voir en Chine ne s'est pas produit, car les autorités sont une fois de plus intervenues pour soutenir l'économie, au prix, toutefois, d'un nouvel alourdissement de la dette.

En approchant de la maturité, la reprise économique a continué de résorber la sous-utilisation des capacités, surtout sur les marchés du travail (chapitre III et graphique I.2, cadre central). Ainsi, les taux de chômage ont poursuivi leur décline dans les grandes économies avancées. Dans certains des pays qui avaient été au cœur de la GFC, comme les États-Unis et le Royaume-Uni, le chômage a retrouvé ses niveaux d'avant la crise ; dans d'autres, comme le Japon, il y est même bien inférieur.

L'économie mondiale continue de reprendre des forces tandis que les taux d'inflation convergent

Graphique I.2



AE : économies avancées ; EME : économies émergentes

Dans le cadre de gauche, les points indiquent les prévisions de Consensus Economics pour 2017 ; les lignes en pointillés dénotent les moyennes 1982-2007.

¹ Moyennes pondérées sur la base des PIB et PPA. ² Moyennes pondérées en fonction de la population active ; la définition peut varier d'un pays à l'autre. ³ Prix à la consommation.

Sources : FMI, *Statistiques financières internationales* et *Perspectives de l'économie mondiale* ; OCDE, *Perspectives économiques et Principaux indicateurs économiques* ; CEIC ; Consensus Economics ; Datastream ; données nationales ; et calculs BRI.

S'il demeure comparativement élevé, le chômage a aussi reflué dans la zone euro : il est revenu à des niveaux que l'on n'avait pas connus depuis huit ans environ.

L'inflation, dans l'ensemble, s'est rapprochée des objectifs des banques centrales (chapitre IV et graphique I.2, cadre de droite). Largement porté par la hausse des prix du pétrole, le taux global a quelque peu augmenté dans plusieurs économies avancées, tandis que le taux sous-jacent restait plus modéré. L'inflation a même diminué dans certaines EME où elle était supérieure à l'objectif, sous l'effet notamment des fluctuations de change. Les prévisions consensuelles pour 2017 annoncent une modeste hausse à l'échelle mondiale.

Le revirement du sentiment des marchés financiers a été spectaculaire (chapitre II). Dans le sillage des élections américaines, après une brève plongée, les marchés ont rebondi lorsque les craintes d'une croissance molle ont été balayées par un regain d'optimisme. Confortée ultérieurement par la publication de données plus positives, l'activité de négoce pariant sur la reflation s'est poursuivie pendant quelques mois. Les marchés d'actions se sont envolés et les volatilités ont chuté à de très bas niveaux, indiquant un appétit marqué pour le risque. La remontée des rendements obligataires qui avait commencé en juillet s'est accélérée. Au total, cependant, ces rendements sont restés dans des fourchettes historiquement basses et, en mai 2017, ils avaient reperdu une grande partie de leur hausse, l'activité pariant sur la relance s'étant calmée. Le dollar a suivi un parcours en dents de scie encore plus contrasté : sur une pente ascendante jusqu'au début 2017, il s'est ensuite essoufflé, perdant les gains enregistrés.

Tout aussi notable a été la transformation des grandes forces influant sur les marchés (chapitre II) : c'est la politique – le référendum britannique sur la sortie de l'Union européenne (Brexit), mais surtout les élections américaines – qui a pris le relais des banques centrales. Ainsi, l'alternance d'épisodes d'appétit et d'aversion pour le risque, souvent observée depuis la crise en réaction aux paroles et aux actes des banques centrales, a cédé la place à un schéma plus nuancé, suivant les déclarations et événements sur la scène politique. D'où, en particulier, les mouvements plus hétérogènes des prix financiers sur un large éventail de catégories d'actifs, de secteurs et de régions au lendemain des élections américaines et à la lumière de nouvelles perspectives d'expansion budgétaire, de baisses d'impôt, de déréglementation et de protectionnisme. Cette évolution est allée de pair avec l'élargissement sans précédent de l'écart entre les indices d'incertitude quant aux politiques économiques, qui se sont envolés, et les indices de volatilité des marchés financiers, qui ont plongé.

Cela étant, les banques centrales ont continué à exercer une influence significative sur les marchés. Reflétant en grande partie les perspectives des politiques monétaires et les achats d'actifs par les banques centrales, un écart étonnamment large s'est creusé entre la courbe des rendements en dollar, d'une part, et ses équivalents en yen et en euro, d'autre part. Ce phénomène a contribué à alimenter des flux de portefeuille conséquents entre devises, souvent avec une couverture de change, ce qui explique en partie une anomalie déconcertante du marché : la rupture de la parité des taux d'intérêt couverte (chapitre II). La prime correspondante sur les financements en dollar obtenus par le biais du marché des changes, par rapport au marché monétaire, a aussi témoigné du fait que les banques avaient plus de difficultés à exploiter les capacités de leur bilan. Elles se sont en effet montrées moins disposées qu'avant la crise à pratiquer des arbitrages faisant intensivement appel à leur bilan (chapitre V).

Les conditions et les perspectives à court terme du secteur financier se sont améliorées, bien que des difficultés subsistent (chapitre V). Portées par les anticipations de hausse des taux d'intérêt et de raffermissement de l'économie, les actions bancaires ont dépassé les performances du marché. Dans les pays qui avaient souffert de la crise, les bénéfices ont quelque peu augmenté, soutenant les efforts déployés par les banques pour poursuivre la reconstitution de leurs volants de fonds propres. La rentabilité a été généralement plus élevée dans les pays où le cycle financier était en phase de forte expansion. Pourtant, les marchés demeuraient quelque peu sceptiques, comme en témoignait le niveau relativement faible des ratios cours/valeur comptable ou les notes de crédit de nombreuses banques. Les banques de la zone euro en ont particulièrement subi les effets parce que, dans certains États membres, elles devaient encore faire face à des capacités excédentaires et à un taux élevé de prêts non productifs. La rentabilité du secteur de l'assurance n'a guère évolué dans les principales économies avancées, étant encore plus pénalisée que celle du secteur bancaire par la persistance de faibles taux d'intérêt.

Viabilité à long terme

Cette brève revue de l'année écoulée fait apparaître que la performance de l'économie mondiale s'est considérablement améliorée et que les perspectives à court terme sont les meilleures enregistrées depuis longtemps. De plus, le scénario central qui se dégage des prévisions relatives émanant des secteurs privé comme officiel laisse espérer que cette amélioration progressive va se poursuivre : les vents contraires se calment, la croissance de l'économie mondiale s'amplifie, la politique monétaire revient progressivement à la normale et l'expansion se transforme en une tendance solide et durable. D'ailleurs, le climat sur les marchés financiers est globalement en phase avec ce scénario.

Comme toujours, cependant, de tels résultats ne peuvent pas être considérés comme acquis. Les anticipations des marchés et des autorités ont été déçues à différentes reprises depuis la GFC. Et de manière générale, les prévisions macroéconomiques ne sont guère dignes de foi au-delà du court terme. Par construction, elles supposent un retour aux tendances de long terme, ce qui est l'une des raisons pour lesquelles elles ne préfigurent pas les récessions. De plus, bien que son rythme soit globalement modéré, l'expansion en cours est déjà l'une des plus longues jamais enregistrées.

Il est utile d'examiner, sur cette toile de fond, les principaux risques pesant à moyen terme sur les perspectives. Seront ainsi abordés, tour à tour, le risque d'une flambée de l'inflation, les risques du cycle financier, l'échec potentiel de l'investissement à prendre le relais d'une consommation qui pourrait s'affaiblir, et la menace protectionniste susceptible de porter un coup aux échanges et de remettre en question la mondialisation.

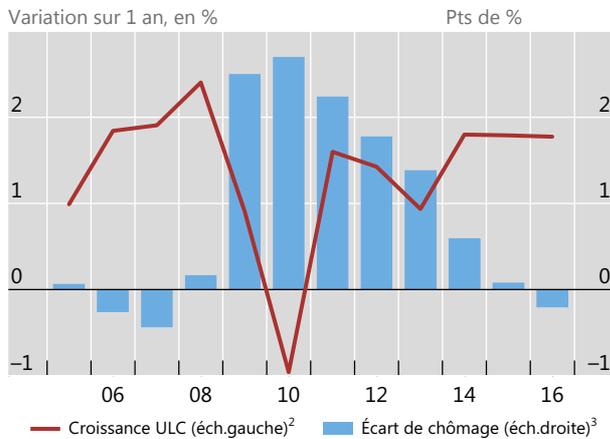
Inflation

La hausse de l'inflation, obligeant les banques centrales à opérer un resserrement considérable, a généralement été le déclencheur des récessions de l'après-guerre. La dernière en date a fait exception : si la politique monétaire s'est quelque peu durcie, c'est l'effondrement d'un boom financier croulant sous son propre poids qui a joué

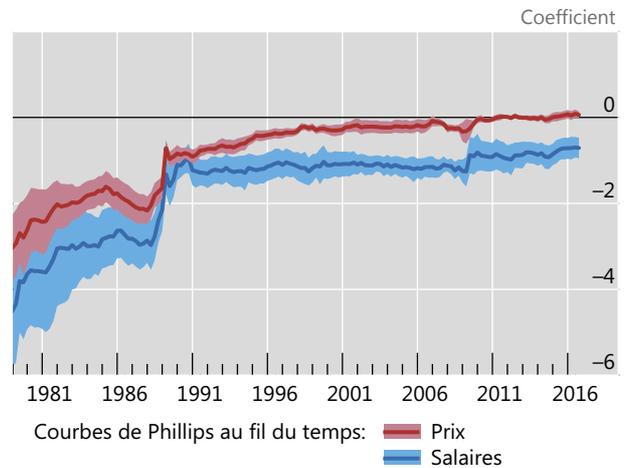
Les tensions sur les marchés du travail annoncent-elles un risque d'inflation plus marqué ?

Graphique I.3

Avec la baisse du chômage, les pressions salariales augmentent¹



Si les salaires restent sensibles au taux de chômage, ce n'est pas le cas des prix⁴



¹ Pour CA, DE, GB, JP et US ; après 2015 : prévisions. ² ULC = coûts unitaires de main-d'œuvre. Moyennes pondérées sur la base des PIB et PPA mobiles. ³ Taux de chômage moins taux de chômage n'accéléralant pas l'inflation ; moyenne pondérée sur la base de la population active. ⁴ Estimations sur une fenêtre mobile de 15 ans et intervalles de confiance pour un groupe d'économies du G7. Voir le chapitre IV pour plus de précisions.

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

le rôle principal. Le schéma plus typique de l'après-guerre pourrait-il s'imposer à nouveau (chapitre IV) ?

Il existe des raisons a priori de penser que l'inflation pourrait augmenter considérablement (graphique I.3, cadre de gauche). Elle a déjà entamé son ascension. Mais surtout, la sous-utilisation des capacités dans l'économie est en train de disparaître, comme l'indiquent les estimations de la relation entre PIB et production potentielle (« l'écart de production ») et, plus encore, les indicateurs du marché du travail. Ce phénomène se produit simultanément dans plusieurs pays – une donnée qu'il ne faut pas sous-estimer, parce que l'on sait que les indicateurs mondiaux de la sous-utilisation des capacités aident à prévoir l'inflation au-delà des informations déjà fournies par les indicateurs nationaux. Ces signes laissent penser qu'il serait déraisonnable de se rassurer, au prétexte que la hausse récente de l'inflation reflète essentiellement l'augmentation des prix du pétrole : ils pourraient au contraire annoncer une amplification de l'inflation à l'avenir.

Cependant, une flambée substantielle et durable de l'inflation paraît improbable (chapitre IV). Le lien entre sous-utilisation des capacités et hausse des prix s'avère, depuis quelque temps déjà, moins apparent (graphique I.3, cadre de droite). Certes, le lien correspondant entre sous-utilisation des ressources du marché du travail et inflation *des salaires* semble plus fiable. Néanmoins, des signes indiquent que la solidité de ce lien s'effrite avec le temps, ce qui cadre avec la perte de l'aptitude de la main d'œuvre à « imposer ses prix », telle qu'elle est reflétée par les indicateurs du marché du travail (même cadre). Quant au lien entre hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre et inflation, il est lui aussi étonnamment ténu.

Les raisons profondes de cette évolution sont difficiles à appréhender. Il est possible qu'elle résulte d'une meilleure crédibilité des banques centrales dans leur

lutte contre l'inflation. Il se peut aussi qu'elle soit avant tout le reflet de tendances plus longues à la désinflation, associées à la mondialisation et à l'entrée de producteurs à bas coûts dans le système commercial mondial, en particulier de la Chine et d'anciens pays communistes. Ajoutés aux pressions de la technologie, ces phénomènes ont peut-être sapé à la fois le pouvoir de négociation de la main-d'œuvre et le pouvoir de fixation des prix des entreprises, rendant moins vraisemblable les spirales salaires-prix observées par le passé.

Ces arguments laissent à penser que, si une flambée de l'inflation n'est pas à exclure, ce n'est peut-être pas la principale menace qui pèse sur l'expansion économique, du moins à court terme. Si l'on en juge par le degré de risque qui est intégré aux prix des actifs financiers, les intervenants de marché semblent partager cet avis.

Risques du cycle financier

Compte tenu de ce qui précède, le rôle potentiel des risques du cycle financier arrive au premier plan. La cause principale de la prochaine récession ressemblera peut-être de plus près à celle de la dernière : une brutale contraction du cycle financier. De fait, les récessions qui se sont produites au début des années 1990 dans plusieurs économies avancées, sans approcher la profondeur et l'étendue de la dernière, avaient déjà commencé à présenter des traits similaires : elles avaient été précédées d'une envolée démesurée du crédit et des prix de l'immobilier, qui se sont effondrés lorsque la politique monétaire a commencé à se durcir, conduisant à des tensions financières et bancaires. Et pour les EME, les crises financières ont très souvent été liées à une contraction brutale du cycle financier, étant souvent déclenchées ou amplifiées par une perte d'accès aux financements extérieurs ; cela a notamment été le cas de la crise asiatique, il y a une vingtaine d'années.

Les indicateurs avancés des tensions financières construits selon ces dimensions mettent effectivement en évidence des risques potentiels (chapitre III). Certes, ces risques ne sont pas apparents dans les pays qui étaient au cœur de la GFC, où des booms financiers intérieurs ont éclaté, comme aux États-Unis, au Royaume-Uni ou en Espagne. Dans ces pays, un certain désendettement du secteur privé a été mené à bien, et le cycle financier en est encore au début de sa phase d'expansion. La première source de préoccupation à court terme dans les économies frappées par la crise est l'assainissement inachevé des bilans des banques dans certains pays, en particulier dans certaines régions de la zone euro, et surtout là où le bilan du secteur public paraît lui-même fragile (chapitre V). Les incertitudes politiques ne font que renforcer ces craintes.

C'est plutôt dans plusieurs pays largement épargnés par la GFC, où l'expansion financière a commencé à s'accélérer dans son sillage, qu'apparaissent des signes classiques de risques liés au cycle financier. Ce groupe comprend plusieurs EME, y compris les plus grandes, ainsi qu'un certain nombre d'économies avancées, notamment des exportateurs de produits de base portés par le boom prolongé de ces produits après la crise. Dans toutes ces économies, bien sûr, les taux d'intérêt sont très faibles, voire négatifs, car l'inflation est restée modérée, ou a même fait place à la déflation, en dépit de solides performances économiques. Dans ce groupe, les cycles financiers en sont à des stades différents. Dans certains cas, comme en Chine, le boom se poursuit et avance vers la maturité ; dans d'autres, comme au Brésil, l'expansion a déjà fait place à une forte contraction suivie d'une récession, sans toutefois donner lieu à une véritable crise financière.

Les EME, quant à elles, se trouvent face à un défi supplémentaire : le montant relativement élevé de la dette en devises, principalement en dollar (chapitres III, V et VI). Par le passé, la dette en dollar a généralement joué un rôle critique dans les crises financières qui ont éclaté dans les EME, soit en les déclenchant, par exemple avec l'inversion des flux de capitaux bruts libellés en dollar, soit en les amplifiant. La conjugaison d'une dépréciation de la monnaie nationale et d'une hausse des taux d'intérêt en dollar peut s'avérer désastreuse en présence de larges asymétries de devises. Entre 2009 et fin 2016, le crédit accordé en dollar aux emprunteurs non bancaires résidant hors des États-Unis – un indicateur phare de la BRI pour la liquidité mondiale – a grimpé de quelque 50 % pour atteindre environ 10 500 milliards de dollars ; pour les seuls emprunteurs situés dans les EME, il a plus que doublé, pour atteindre 3 600 milliards de dollars.

Par comparaison avec le passé, plusieurs facteurs atténuent le risque lié à la dette en devises. Les pays ont adopté des régimes de taux de change plus flexibles : bien que ce ne soit pas la panacée, ce changement devrait réduire le risque d'effondrement brutal des monnaies et induire moins de prise de risque *ex ante* sur le change qu'auparavant. Les pays ont aussi constitué des trésors de guerre en devises, qui devraient amortir le choc au cas où des tensions apparaîtraient. En outre, le montant de la dette en devises en proportion du PIB reste, dans l'ensemble, moins élevé que lors des précédentes crises financières. De fait, plusieurs pays ont absorbé, ces dernières années, de lourds ajustements de leur taux de change. Ces vulnérabilités ne doivent toutefois pas être prises à la légère, du moins lorsque de gros volumes de dette en devises coïncident avec un boom financier excessif dans le pays. C'est l'une des raisons pour lesquelles un resserrement de la politique monétaire des États-Unis et une appréciation du dollar pourraient donner le signal d'une contraction globale des marchés financiers et d'une aversion renouvelée pour le risque, où le dollar ferait en quelque sorte fonction de « baromètre de la peur »².

De façon plus générale, si les indicateurs avancés de difficultés financières donnent bien une impression générale quant à la formation de risques, ils présentent un certain nombre de limites. En particulier, ils ne renseignent guère sur la date exacte de la concrétisation des risques, sur l'intensité des tensions ou sur leur dynamique précise. Après tout, les autorités ont pris des mesures importantes, après la crise, pour améliorer la solidité des cadres réglementaires et prudentiels, ce qui pourrait altérer les relations statistiques présentes dans les données. Par exemple, de nombreuses EME ont eu recours à une large gamme de mesures macroprudentielles pour contenir le cycle financier. Même si ces mesures ne sont pas parvenues à prévenir la formation de booms financiers démesurés, elles peuvent rendre le système financier plus résilient face à la prochaine phase de contraction. Comme le montre l'expérience du Brésil, ces démarches n'évitent peut-être pas la récession, mais elles peuvent limiter le risque de crise financière. Ces limitations invitent à accueillir avec prudence les résultats des indicateurs.

Consommation et investissement

En l'absence de graves tensions financières, c'est la faiblesse de la demande intérieure globale qui pourrait mettre un terme à l'expansion de l'économie (chapitre III). Dans de nombreux pays, l'expansion récente a été tirée par la consommation, celle-ci croissant plus vite que le PIB. Par contraste, l'investissement est resté relativement atone jusqu'à une date récente. La consommation pourrait-elle s'essouffler ? Peut-on s'attendre à un renforcement soutenu de l'investissement ? Naturellement, l'expansion serait plus durable si l'investissement devenait le principal moteur de

croissance, car cela stimulerait la productivité et contribuerait à maintenir les tensions inflationnistes à moyen terme sous contrôle. Ce point de vue est confirmé par les données empiriques qui indiquent qu'une croissance tirée par la consommation est moins durable.

S'il est possible que la consommation s'affaiblisse parce que les améliorations s'amenuisent sur le front de l'emploi sous l'effet des contraintes de capacités, les points de vulnérabilité plus graves tiennent à l'accumulation persistante de la dette, parfois stimulée par le niveau historiquement élevé du prix des actifs. Un fléchissement du prix des actifs pourrait peser sur les bilans, surtout s'il coïncide avec un raffermissement des taux d'intérêt. De fait, les études menées par la BRI ont mis au jour le rôle important, mais sous-estimé, que joue le fardeau du service de la dette en tant que facteur de dépenses (chapitre III).

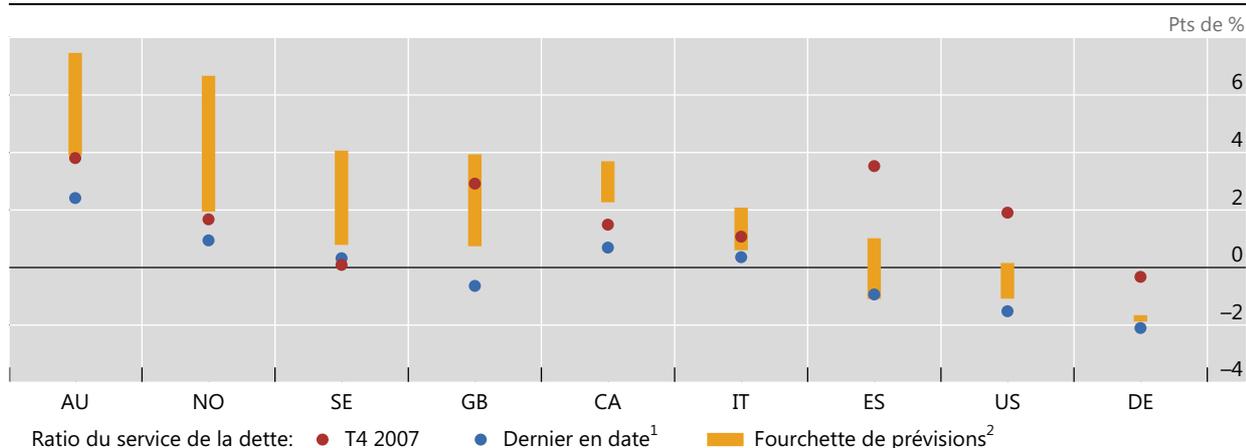
Ainsi, une analyse de la sensibilité de la consommation aux taux d'intérêt induite par le service de la dette met en évidence des fragilités (chapitre III et graphique I.4). Celles-ci sont bien visibles dans les économies qui ont connu un boom du crédit aux ménages après la crise, souvent en parallèle avec une envolée des prix de l'immobilier : il s'agit notamment de plusieurs petites économies ouvertes et de certaines EME. Si les taux d'intérêt augmentaient au-delà de la marge qui est d'ores et déjà intégrée dans les prix du marché, la consommation pourrait s'en trouver considérablement affaiblie. En revanche, dans certains pays frappés par la crise comme les États-Unis, le volant de sécurité est nettement plus confortable, compte tenu du désendettement qui a déjà eu lieu.

Depuis la crise, l'investissement est relativement modeste en proportion du PIB, du moins dans les économies avancées (chapitre III). Ce tassement reflète en partie une correction sur l'investissement résidentiel après le boom d'avant la crise, mais aussi une baisse de la composante non résidentielle. Dans les EME, l'investissement s'est avéré, dans l'ensemble, plus résilient, notamment sous l'effet de l'essor constaté en Chine et du soutien ainsi apporté aux prix des produits de base. La faiblesse de

Sensibilité du ratio du service de la dette des ménages aux taux d'intérêt

Écarts par rapport aux moyennes de long terme propres aux pays

Graphique I.4



¹ T4 2016 ; AU, IT, NO et US, T3 2016. ² Projections à trois ans du ratio du service de la dette des ménages dans différents scénarios de taux d'intérêt. Sur la base des régressions autovectorielles propres aux pays, qui incorporent le ratio dette des ménages/revenu, les taux d'intérêt sur le stock de dette des ménages, les prix réels de l'immobilier résidentiel, le PIB réel et le taux du marché monétaire à 3 mois. Voir le chapitre III pour plus de précisions.

Sources : données nationales ; et calculs BRI.

l'investissement post-crise, conjuguée à la mauvaise allocation des ressources, a sans aucun doute contribué à freiner encore la croissance de la productivité. Se pourrait-il que la récente reprise de l'investissement, bienvenue, ne prenne pas suffisamment d'ampleur ?

Les taux d'intérêt ont certes une incidence sur l'investissement, mais les bénéfices, l'incertitude et les flux de trésorerie jouent un plus grand rôle encore. De ce point de vue, si le niveau très élevé des indicateurs d'incertitude quant à l'action publique peut être une raison de s'inquiéter, il n'a pas sapé la récente reprise, du moins jusqu'à maintenant. Dans les EME, une préoccupation est l'accumulation marquée de la dette des entreprises, parfois en devises, dans plusieurs économies. De fait, les données semblent établir un lien entre l'appréciation du dollar et la faiblesse de l'investissement dans de nombreuses EME (chapitre III). La Chine se démarque : la part des investissements financée par la dette atteint des niveaux sans précédent, tandis que certains indices évoquent des capacités excédentaires et des entreprises non rentables. Un brutal ralentissement dans ce pays pourrait avoir des répercussions très larges dans les EME, notamment en pesant sur les prix des produits de base.

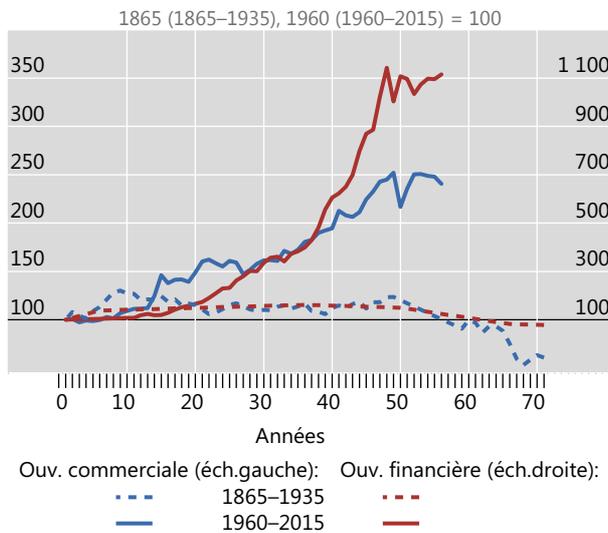
Démondialisation

Depuis la GFC, les arguments protectionnistes gagnent du terrain. Ils s'inscrivent dans le cadre d'une contestation plus générale, sociale et politique, de la mondialisation. Revenir sur la mondialisation nuirait gravement à la perspective d'une expansion soutenue et robuste. L'investissement en serait la première victime, compte tenu de ses liens étroits avec le commerce. Mais le séisme que cela provoquerait dans les cadres institutionnels et les politiques publiques aurait un impact encore plus large et plus durable. Ces questions méritent d'être étudiées plus en détail, et c'est pourquoi un chapitre entier du Rapport annuel de cette année y est consacré (chapitre VI).

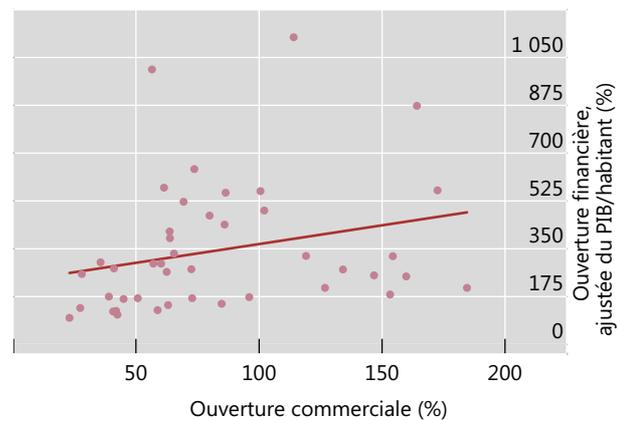
On le sait, le processus progressif d'intégration toujours plus poussée qui se déroule au sein de l'économie mondiale depuis la Seconde Guerre mondiale – et qui a fait un pas de géant depuis la fin de la guerre froide – n'est pas sans précédent (graphique I.5, cadre de gauche). Une première vague de mondialisation a eu lieu à partir de la seconde moitié du XIXe siècle, s'est installée pendant la période de l'étalon-or, et a subi le contrecoup de la Première Guerre mondiale avant de s'effondrer dix ans plus tard dans le sillage de la Grande dépression.

Entre ces deux vagues, il existe des similitudes mais aussi d'importantes différences. Ces deux périodes ont vu se développer fortement l'intégration réelle et financière, sous l'impulsion de décisions politiques et d'innovations technologiques. Mais sur le plan économique, la vague récente est à la fois plus large et plus profonde, alors même qu'elle s'appuie moins sur les flux migratoires. Il en résulte un développement sans précédent des chaînes de valeur mondiales (GVC) et des créances financières transfrontières.

Ouverture financière et commerciale au fil du temps



Ouverture financière et commerciale dans les pays, 2015



Sources : Voir le chapitre VI pour plus de précisions.

S'il existe une tendance naturelle à examiner séparément la dimension réelle et l'aspect financier de la mondialisation, les deux sont pourtant étroitement liés. Exportations et importations font largement appel aux financements internationaux. La propriété transnationale d'entreprises par le biais de l'investissement direct étranger (IDE) stimule les échanges, diffuse le savoir-faire organisationnel et technologique, et donne naissance à des acteurs mondiaux. Les banques et les autres prestataires de services tendent à suivre leur clientèle dans le monde entier. Les services financiers constituent eux-mêmes une part croissante de l'activité économique et du commerce. La pertinence des frontières nationales s'estompe aussi du fait de l'utilisation dominante d'une poignée de monnaies internationales, et surtout du dollar, en tant que moyen de règlement et unité de compte pour les contrats commerciaux et financiers.

Un examen des données confirme l'étroite relation qui existe entre mondialisation réelle et mondialisation financière. Sur l'ensemble des pays, l'intégration financière suit une évolution globalement conforme à celle de l'intégration commerciale (chapitre VI et graphique I.5, cadre de droite). Au cours de certaines périodes de l'histoire, comme pendant l'ère de Bretton Woods, les autorités ont recherché une plus grande intégration tout en limitant délibérément l'intégration financière, dans le but de conserver leur autonomie d'action. Mais, avec le temps, ce régime s'est avéré insoutenable, et l'intégration financière s'est renforcée.

Cela étant, la dimension financière a aussi suivi sa propre évolution. Dans les différents pays, elle reflète en particulier les avantages de l'agglomération, qui pousse l'activité financière à se concentrer dans les centres financiers, et l'arbitrage fiscal, qui amène les entreprises à s'installer dans des pays spécifiques. Depuis le début des années 1990, les liens financiers dépassent de loin les liens commerciaux, contrairement à ce que laissent penser les données disponibles sur la première vague de mondialisation.

Certains signes indiquent que la mondialisation a ralenti après la crise, mais le mouvement ne s'est pas inversé. Les échanges en proportion du PIB mondial et des

GVC sont stagnants. Et si l'intégration financière, dans sa définition large, semble avoir ralenti, le crédit bancaire, lui, a diminué. Cependant, si l'on regarde de plus près les statistiques BRI, on constate que cette contraction traduit en grande partie un mouvement de retrait des banques de la zone euro et revêt donc un caractère régional. Les banques d'Asie et d'autres régions ont repris le flambeau, et l'intégration n'a pas fléchi. En outre, le rythme des émissions de titres dépasse maintenant celui de l'octroi de prêts bancaires, parallèlement au rôle croissant des investisseurs institutionnels et des gestionnaires d'actifs.

Du point de vue de l'action publique, il importe de connaître les raisons de ce ralentissement. Celui-ci poserait moins de problèmes s'il reflétait simplement des facteurs cycliques et des décisions économiques dégagées de toute contrainte. Une grande partie du reflux des liens commerciaux et financiers semble être de cette nature. Le phénomène serait plus préoccupant s'il traduisait des biais nationaux. Sur le plan commercial comme financier, certains faits montrent que cette évolution est peut-être déjà également en marche. Il en découle une intensification des restrictions aux échanges et du cantonnement du secteur financier. Certaines de ces décisions sont sans doute justifiées, mais il se pourrait qu'elles annoncent un retour en arrière plus général et plus dommageable.

Les données statistiques officielles, les simples observations et la logique pure indiquent toutes que la mondialisation est une force majeure à l'appui de la croissance mondiale et de l'élévation des niveaux de vie. Elle a contribué à sortir de la pauvreté de grands pans de la population mondiale et à réduire les inégalités entre les pays. Il est tout simplement impossible d'imaginer que les EME auraient pu connaître une telle croissance si elles n'avaient pas été intégrées à l'économie mondiale. Sur un plan conceptuel, l'intégration permet de diffuser les connaissances, d'encourager la spécialisation et de situer la production là où les coûts sont plus faibles. C'est une évolution que les économistes appelleraient une série de chocs positifs majeurs du côté de l'offre, lesquels, à leur tour, stimulent la demande.

Mais on sait bien aussi que la mondialisation crée des difficultés. Premièrement, ses avantages peuvent être inégalement répartis, surtout si les économies ne sont pas enclines à s'adapter ou ne sont pas en mesure de le faire. Du fait de l'ouverture des échanges, des travailleurs sont licenciés et des capitaux sont évincés dans les secteurs qui sont les plus exposés à la concurrence internationale. Les inégalités de revenu en sont aggravées dans certains pays. Le commerce avec les pays où la main-d'œuvre est abondante et peu chère exerce des pressions sur les salaires dans les pays où elle est plus rare et plus onéreuse. La libéralisation des échanges érode donc le pouvoir de fixation des prix que détient la main-d'œuvre sur les salaires, réoriente la répartition des revenus au profit du capital, et élargit l'écart entre travailleurs qualifiés et non qualifiés. Deuxièmement, lorsqu'un pays ouvre son compte de capital sans avoir pris suffisamment de précautions, il s'expose à des risques financiers accrus.

Les données empiriques confirment, tout en le nuanciant, cet impact sur les marchés du travail et la répartition des revenus (chapitre VI). Les emplois faiblement qualifiés ont migré vers les pays producteurs à bas coûts lorsque de grands pans de l'industrie ont disparu des économies moins compétitives. Et si les études constatent un impact sur les inégalités de revenu, elles concluent dans l'ensemble que la technologie joue un rôle bien plus important : les mécanismes sont similaires et naturellement en interaction, mais les technologies, de par leur extension à l'ensemble de l'économie, ont une influence plus générale.

Il est aussi désormais largement reconnu qu'une plus grande ouverture financière peut ouvrir la voie à l'instabilité financière. Comme pour la libéralisation financière sur le plan intérieur, en l'absence de précautions suffisantes, l'ouverture financière peut accroître l'amplitude des phases d'expansion et de contraction financières – le caractère « procyclique » du système financier. Le *85e Rapport annuel* consacrait un chapitre entier à cette question, explorant les faiblesses du système monétaire et financier international³. La libre circulation des capitaux financiers à travers les frontières et les monnaies peut donner lieu à une envolée des taux de change, exacerber l'accumulation des risques et amplifier les difficultés financières, c'est-à-dire accroître « l'élasticité excédentaire » du système. Le rôle dominant du dollar en tant que monnaie internationale aggrave encore ce point faible, en accentuant la divergence entre les intérêts du pays émetteur et le reste du monde⁴, d'où l'influence disproportionnée qu'exerce la politique monétaire des États-Unis sur les conditions monétaires et financières mondiales.

Ces effets néfastes de la mondialisation n'impliquent pas qu'il faille revenir en arrière, mais plutôt que la mondialisation doit être correctement administrée et gérée (voir ci-dessous). Un recul de la mondialisation aurait des conséquences dommageables, à court terme comme à long terme. À court terme, un renforcement du protectionnisme affaiblirait la demande mondiale et menacerait la durabilité et la vigueur de l'expansion, parce qu'il nuirait aux échanges et ferait redouter l'éventualité d'un arrêt brutal de l'investissement et de l'IDE. À plus long terme, il remettrait en cause les gains de productivité que procure une plus grande ouverture, et ferait surgir la menace d'un retour de l'inflation. Dans des économies plus fermées, éventuellement soumises à une répression financière, la tentation serait de laisser filer l'endettement, et le retour des spirales salaires-prix deviendrait plus probable, au risque de voir revenir la stagflation de jadis.

Moyens d'action

Étant donné les risques qui se profilent à l'horizon, comment les décideurs peuvent-ils transformer la reprise actuelle en une croissance mondiale soutenable et robuste ? Au cours de l'année écoulée, un large consensus s'est fait jour sur la nécessité de revoir l'équilibre entre les politiques publiques, d'alléger le fardeau qui pèse sur la politique monétaire et de faire davantage appel aux mesures budgétaires et aux réformes structurelles. Les avis divergent néanmoins quant à la priorité à accorder à ces différentes mesures. Pour parvenir à un arbitrage, il faut prendre du recul et réfléchir à quelques grandes questions qui sous-tendent les cadres analytiques actuels.

Le discours actuel sur les moyens d'action tourne autour de deux axes. Le premier consiste à dire que les autorités sont capables d'opérer un réglage fin de l'économie en actionnant des leviers qui influent sur la demande globale, la production et l'inflation d'une manière puissante et prévisible. Le second axe met en avant une distinction nette entre l'action à court terme, visant à préserver la demande globale, et l'action à long terme, qui cherche à préserver l'offre globale.

Si chacune de ces propositions contient clairement une part de vérité, la réalité est beaucoup plus nuancée. Comme l'histoire l'a montré à de nombreuses reprises, il est très facile de surestimer l'aptitude des décideurs à orienter l'économie. En outre, les interactions entre demande et offre globales font que la frontière entre court et long terme est floue.

L'évolution observée depuis la crise est une illustration de ces nuances qui invite à l'humilité. Il s'est avéré beaucoup plus difficile que prévu de stimuler la croissance et l'inflation, en dépit des mesures sans précédent qui ont été adoptées. Qui plus est, la récession, elle-même héritée du précédent boom financier intenable, paraît avoir laissé de profondes séquelles : les pertes de production sont immenses et la croissance de la productivité est durablement affaiblie.

À la lumière de cette expérience, il s'impose d'évaluer les politiques publiques sur un horizon à long terme. Les mesures adoptées à un moment donné, qu'elles ciblent la demande ou l'offre, ont une influence durable. En agissant par exemple sur le stock cumulé de la dette ou sur la marge de manœuvre des pouvoirs publics, elles contribuent à façonner l'environnement économique que les décideurs considèrent comme acquis, ou « exogène », lorsqu'ils envisagent l'avenir⁵. Si ces effets ne sont pas correctement pris en considération, la palette des moyens d'action possibles peut se rétrécir considérablement avec le temps : c'est ce qu'il s'est passé, semble-t-il, ces dix dernières années.

Cette perspective laisse penser que, au lieu de rechercher un réglage fin de l'économie, une approche plus prometteuse consisterait à profiter des puissants vents favorables qui soufflent actuellement pour renforcer la résilience de l'économie, tant au niveau national qu'international. La notion de résilience est utile pour éviter le piège consistant à surestimer le pouvoir d'orientation de l'économie qui est entre les mains des responsables politiques. Et elle met en lumière l'horizon à long terme, si essentiel pour replacer l'action des pouvoirs publics dans le contexte intertemporel qui est le sien.

La résilience, dans sa définition large, signifie davantage que la simple capacité à résister à des événements imprévus ou « chocs ». Pour commencer, elle réduit la probabilité que ces chocs se produisent, en limitant l'incertitude quant à l'action des pouvoirs publics et l'accumulation de vulnérabilités, comme celles qui découlent de déséquilibres financiers⁶. Ensuite, elle permet le renforcement de l'adaptabilité de l'économie aux tendances à long terme, comme celles qui sont liées au vieillissement démographique, au ralentissement de la productivité, aux technologies ou à la mondialisation. Les paragraphes qui suivent examinent comment le renforcement de la résilience peut aider à résoudre les difficultés actuelles, nationales et internationales.

Renforcer la résilience : un défi à l'échelle nationale

Renforcer la résilience d'une économie nationale est un défi aux multiples facettes. Envisageons tour à tour les politiques monétaires, budgétaires et structurelles, ainsi que leur rôle à l'égard du cycle financier.

Il existe désormais un large consensus sur le fait que la politique monétaire supporte, depuis beaucoup trop longtemps, une part excessive du fardeau, comme s'il n'existait pas d'autre option. Le résultat, c'est que les bilans des banques centrales ont enflé, que les taux directeurs sont restés très longtemps à des niveaux très faibles, et que les banques centrales ont exercé leur influence directe sur une large partie de la courbe des rendements souverains ainsi que sur d'autres catégories d'actifs, comme la dette du secteur privé et même les actions.

Renforcer la résilience, ce serait attacher une importance particulière à l'élargissement de la marge de manœuvre de l'action publique, pour mieux se préparer à affronter la prochaine récession. À cette fin, il serait judicieux de profiter

du tournant favorable de l'économie pour poursuivre fermement le processus de normalisation, en fonction des circonstances de chaque pays. « En fonction des circonstances de chaque pays » est une précision essentielle, parce que le degré de normalisation possible dépend de facteurs spécifiques aux pays, relevant des cadres économique et monétaire. En effet, la portée de ce mouvement de retour à la normale varie considérablement selon les pays. Pourtant, la *stratégie* générale pourrait être commune.

La normalisation présente un certain nombre de difficultés importantes (chapitre IV) qui, pour beaucoup, tiennent au point de départ : les conditions monétaires sans précédent qui ont régné après la crise. Les marchés s'étant habitués à la béquille offerte par les banques centrales, les niveaux de dette ont continué d'augmenter dans le monde, et la valorisation d'une large gamme d'actifs paraît élevée, et fondée sur la persistance de très faibles taux d'intérêt et rendements obligataires (chapitre II). D'un côté, le regain d'incertitude incite naturellement les banques centrales à aborder très progressivement le relèvement des taux d'intérêt, et plus encore la contraction de leur bilan, sans faire mystère des changements envisagés. D'un autre côté, cette progressivité même ralentit la constitution d'une marge de manœuvre pour les autorités, peut induire de nouvelles prises de risques et favoriser les conditions qui rendent plus difficile une normalisation en douceur. Le risque d'une brusque remontée des rendements obligataires, en particulier, n'est pas négligeable⁷. Et les arbitrages sont encore compliqués par les répercussions potentielles des mesures nationales sur la scène internationale, surtout dans le cas du dollar.

Par conséquent, le chemin ne sera certainement pas dépourvu de cahots. Il se peut que le retour à la normale ne suive pas une voie linéaire mais avance par à-coups, parce que les banques centrales vont progresser pas à pas, en fonction de l'évolution des conditions. C'est pourtant essentiel pour que les marchés financiers et l'économie dans son ensemble parviennent à se défaire de leur dépendance vis-à-vis des politiques exceptionnelles qu'ont menées les banques centrales ces dernières années.

Renforcer la résilience en s'appuyant sur les politiques budgétaires revêt deux dimensions. La première consiste à utiliser en priorité toute marge de manœuvre budgétaire disponible. Plusieurs options viennent à l'esprit. L'une d'elles consiste à financer des réformes structurelles favorisant la croissance (voir ci-dessous). Une autre vise à renforcer le soutien à la mondialisation en remédiant aux perturbations qu'elle peut provoquer. Dans ce domaine, une approche générale paraît préférable à des stratégies plus ciblées, parce qu'il peut être difficile d'identifier précisément les entreprises et les individus à aider. Le principe de base est de protéger les personnes, pas les emplois, en encourageant la reconversion et une réallocation flexible des ressources. Enfin et surtout, le soutien de l'État à l'assainissement des bilans reste une priorité lorsque les sources privées sont épuisées. Résoudre le problème des prêts non productifs est d'une importance capitale pour débloquer le financement d'investissements productifs (chapitre V). Au stade actuel, il serait déraisonnable de s'en remettre simplement à des dépenses financées par le déficit, alors que l'économie est proche du plein emploi. Cela n'exclut pas de rationaliser le régime fiscal ou de financer des investissements publics judicieux et correctement réalisés. Comme toujours, la mise en œuvre est la dimension essentielle, qui est loin d'être simple, comme le montre l'histoire.

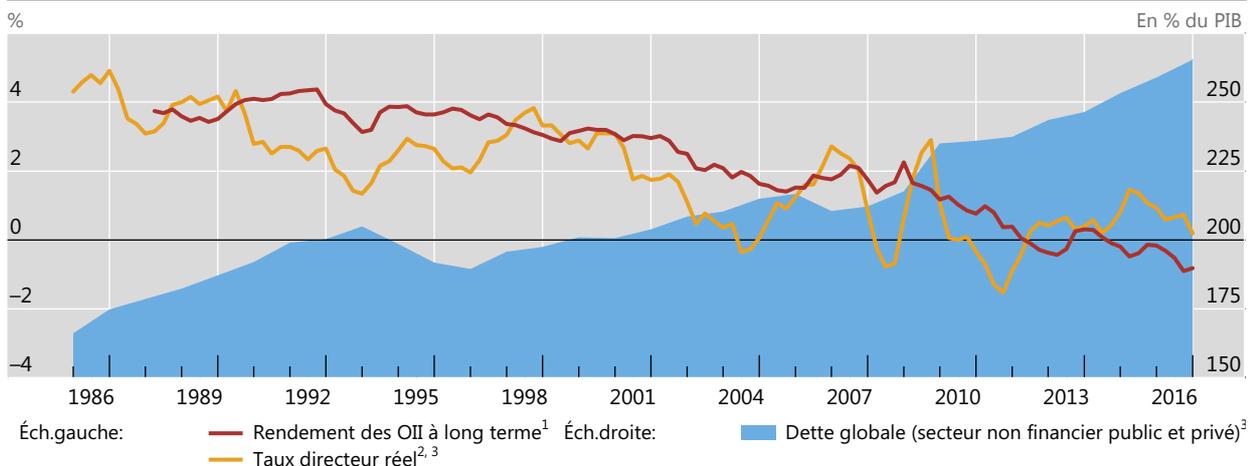
La deuxième dimension a trait à l'élargissement de la marge de manœuvre budgétaire au fil du temps. Une condition préalable consiste à la mesurer avec prudence. Comme il en a été largement question dans le dernier Rapport annuel, il

faut pour cela intégrer aux méthodes actuelles un certain nombre de facteurs qui sont souvent sous-estimés ou exclus – la nécessité de ménager une réserve pour les risques financiers potentiels, les réactions réalistes des marchés financiers à l'aggravation des risques souverains, ou encore le fardeau que représente le vieillissement démographique. Il faut aussi prendre en considération l'incidence que pourrait avoir, sur la sensibilité des déficits publics aux taux d'intérêt, le risque d'une remontée brutale des rendements obligataires associé à de vastes achats d'actifs par les banques centrales (chapitre IV). Plus généralement, une évaluation prudente de la marge de manœuvre budgétaire permettrait d'ancrer l'assainissement des finances publiques à moyen terme.

Il est essentiel de renforcer la résilience en s'appuyant sur les politiques structurelles, car ce sont les seules qui laissent espérer un relèvement du potentiel de croissance à long terme et la mise en place d'un environnement propice à l'investissement à long terme. Malheureusement, loin de s'accélérer, la mise en œuvre des réformes structurelles s'est ralentie et ce, bien que les données empiriques montrent que, contrairement à une opinion répandue, nombre de ces mesures ne pèsent pas sur la demande globale même à court terme⁸. De toute évidence, le coût politique de ces réformes est plus lourd que leur coût économique. Là encore, comme pour les inconvénients de la mondialisation, c'est la concentration des coûts sur des groupes spécifiques qui importe le plus.

Les réformes structurelles qu'il convient d'adopter sont en grande partie spécifiques aux pays. Leur dénominateur commun vise à encourager la création d'entreprises et l'adoption rapide de l'innovation, tout en limitant la recherche de rentes. En outre, un aspect sous-estimé – et qui commence tout juste à être remarqué – consiste à veiller à une réallocation flexible des ressources, compte tenu de l'incidence néfaste que les rigidités peuvent avoir sur la capacité d'absorption des chocs de l'économie et sur la croissance de la productivité. Prendre des mesures dans ce sens contribuerait aussi largement à remédier aux inconvénients de la mondialisation. Un point particulièrement inquiétant est le pourcentage élevé d'entreprises, dans plusieurs pays, qui sont incapables de couvrir leurs coûts à l'aide de leurs bénéfices – les entreprises « zombies » – en dépit de taux d'intérêt historiquement bas (chapitre III). Cela met en évidence les obstacles considérables qui empêchent le redéploiement des ressources à des fins plus productives.

Dans une perspective à moyen terme, il serait important que les politiques monétaires et budgétaires et même les réformes structurelles s'inscrivent dans le cadre d'une réorientation vers des dispositifs d'action publique conçus pour répondre à une source critique de vulnérabilités : le cycle financier. De fait, l'incapacité à appréhender le cycle financier est une raison clé de la performance décevante de l'économie mondiale et de la réduction de la marge de manœuvre des pouvoirs publics⁹. Et, comme les précédents Rapports annuels l'ont expliqué en détail, il ne serait pas judicieux de s'en remettre uniquement à la politique prudentielle, sans parler de mesures macroprudentielles, pour dompter ce cycle financier¹⁰. L'expérience récente des EME, qui ont appliqué énergiquement de telles mesures, confirme que celles-ci ne peuvent pas à elles seules prévenir l'accumulation de déséquilibres.



OII : obligations indexées sur l'inflation

¹ Depuis 1998, moyenne simple de la France, du Royaume-Uni et des États-Unis ; sinon, Royaume-Uni seul. ² Taux directeur nominal, déduction faite de la hausse des prix à la consommation. ³ Moyenne des économies du G7 plus la Chine, pondérée par les PIB et PPA mobiles.

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

Pour contenir le cycle financier, il conviendrait d'appliquer des politiques plus symétriques. Sinon, à long terme, ne pas restreindre les booms financiers tout en pratiquant un assouplissement marqué et persistant durant les phases de contraction pourrait conduire à une succession d'épisodes de graves tensions financières, à l'épuisement progressif des réserves de mesures à mettre en œuvre et au piège de la dette. Sur une telle voie, par exemple, les taux d'intérêt diminueraient et la dette continuerait d'augmenter, de sorte qu'il serait difficile, à terme, de relever les taux d'intérêt sans nuire à l'économie (graphique I.6). De ce point de vue d'ailleurs, on observe quelques signes inquiétants : la politique monétaire a atteint ses limites ; la situation budgétaire, dans plusieurs pays, paraît intenable, surtout si l'on tient compte du fardeau que représente le vieillissement démographique ; et le ratio dette/PIB ne cesse de croître à l'échelle mondiale.

Renforcer la résilience : un défi à l'échelle internationale

Si les politiques nationales peuvent faire beaucoup pour renforcer la résilience, certains défis appellent une réponse à l'échelle mondiale. Le but est de fixer un cadre clair et cohérent – les règles du jeu – dans lequel les mesures seront prises soit au niveau national soit conjointement au niveau international. Ces règles varieront, naturellement, en termes de spécificité et de rigueur selon le domaine concerné : il pourrait s'agir de grands principes comme de normes communes. Envisageons tour à tour cinq domaines clés : les normes prudentielles, les mécanismes de gestion de crise, les échanges commerciaux, la fiscalité et la politique monétaire.

Une première priorité consiste à achever les réformes financières (prudentielles) qui sont en cours (chapitres V et VI). Un noyau de normes communes minimales dans la sphère financière est une condition préalable de la résilience globale dans un monde financier intégré. De telles normes permettent d'éviter les périls du nivellement par le bas. Les réformes en cours ne sont pas parfaites, mais ce n'est pas

le moment de baisser la garde ni d'ajouter une nouvelle source d'incertitude qui ferait obstacle aux ajustements nécessaires dans le secteur financier (chapitre V).

Parmi ces réformes, l'achèvement de l'accord sur les normes minimales de fonds propres et de liquidité – Bâle III – est particulièrement important, compte tenu du rôle que jouent les banques dans le système financier. L'enjeu est de parvenir à un accord sans opérer une dilution des normes dont on s'imaginerait, à tort, que cela soutiendrait la croissance. Les preuves empiriques ne manquent pas pour témoigner du fait que des établissements plus robustes peuvent accorder davantage de prêts et sont mieux à même de soutenir l'économie en période de difficultés¹¹. Un solide accord international, soutenu par des mesures supplémentaires au niveau national et associé au déploiement de cadres macroprudentiels efficaces, réduirait aussi l'incitation à démanteler l'intégration financière.

Une deuxième priorité est de s'assurer que des mécanismes adéquats de gestion des crises sont en place. Après tout, quel que soit le pouvoir des mesures préventives, des tensions financières internationales ne peuvent pas être exclues. Un élément critique est l'aptitude à fournir des liquidités de façon à stopper la propagation des tensions. Ces liquidités ne peuvent être libellées que dans une monnaie internationale, principalement le dollar, compte tenu de son rôle dominant à l'échelle mondiale (chapitres V et VI). Au minimum, cela veut dire qu'il faut conserver l'option consistant à activer, lorsque les circonstances l'exigent, les accords de swap entre banques centrales qui ont été mis en œuvre depuis la crise.

Une troisième priorité est de faire en sorte que l'ouverture des échanges commerciaux ne soit pas victime du protectionnisme. L'une des clés de la réussite économique d'après-guerre est l'ouverture croissante des échanges, fondée sur les institutions multilatérales qui la portent. Là aussi, les dispositions en vigueur ne sont nullement parfaites. On sait bien, par exemple, que les cycles de négociation de l'Organisation mondiale du commerce se sont enlisés et que son mécanisme de règlement des différends est surchargé. Pourtant, ce serait une erreur d'abandonner le multilatéralisme : le risque d'un retour à la loi du talion est tout simplement trop grand. Si l'ouverture des échanges s'accompagne assurément de grands défis, revenir en arrière serait tout aussi inconsidéré que de se priver de l'innovation technologique.

Une quatrième priorité, complémentaire, consiste à tenter d'instaurer des conditions de concurrence plus équitables en matière de fiscalité. L'arbitrage fiscal entre juridictions est l'un des facteurs qui alimentent le rejet de la mondialisation et qui contribuent sans aucun doute aux inégalités de revenu et de richesse au sein des pays, notamment parce qu'il encourage la course au moins disant pour l'imposition des sociétés. Plusieurs initiatives sont en cours dans ce domaine sous l'égide du G20, mais ces efforts pourraient être intensifiés.

Au-delà de ces priorités, il serait utile d'explorer plus avant les possibilités qui s'offrent pour une coopération renforcée sur le terrain de la politique monétaire – c'est le cinquième domaine. Comme l'ont déjà montré en détail de précédents Rapports annuels, cette initiative est souhaitable en raison des puissants effets d'entraînement émanant des juridictions émettrices de monnaies internationales, conjugués aux faibles propriétés isolantes des taux de change. La coopération contribuerait à limiter l'enchaînement destructeur de phases d'accumulation et de dénouement de déséquilibres financiers. Classées par degré d'ambition croissant, les options comprennent le principe de « l'intérêt bien entendu », des décisions conjointes destinées à prévenir l'accumulation de vulnérabilités, et la création de nouvelles règles du jeu visant à instaurer davantage de discipline dans les politiques nationales. Si les conditions d'une forme plus étroite de coopération ne sont pas

réunies à l'heure actuelle, un approfondissement du dialogue permettant de mieux s'entendre sur le diagnostic et les remèdes constitue une condition préalable à la poursuite des progrès.

Ces voies d'action ont un fil commun. Elles reconnaissent que, tout comme la technologie, la mondialisation est une précieuse ressource commune qui offre de formidables opportunités. L'enjeu est de s'assurer qu'elle soit bien perçue comme telle et non comme un obstacle, et que ces opportunités se concrétisent effectivement. Il est dangereux pour les États de rendre la mondialisation responsable des défaillances de leurs propres politiques. Mais il est tout aussi dangereux de ne pas admettre le coût des ajustements qu'elle nécessite. De plus, il est impossible de gérer la mondialisation au seul niveau national : cette gestion nécessite une robuste gouvernance multilatérale. Pour assurer une prospérité mondiale durable, il n'y a pas d'autre option qu'une étroite coopération internationale, pour épuisante et frustrante qu'elle soit parfois.

Notes

- ¹ *86^e Rapport annuel*, chapitre I.
- ² Pour une discussion de cet indicateur en tant que substitut du VIX, plus connu, voir Shin, H. S., 2016, « The bank/capital markets nexus goes global », discours prononcé à la London School of Economics and Political Science le 15 novembre.
- ³ *85^e Rapport annuel*, chapitre V.
- ⁴ Pour un examen plus approfondi du rôle du dollar, voir Borio, C., 2016, « More pluralism, more stability? », présentation à la septième conférence de haut niveau organisée par la Banque nationale suisse et le Fonds monétaire international sur le système monétaire international, Zurich, 10 mai.
- ⁵ *86^e Rapport annuel*, chapitre I.
- ⁶ Voir « Economic resilience: a financial perspective », note de la BRI au G20 du 7 novembre 2016.
- ⁷ Pour une description et une documentation de l'un de ces mécanismes, voir Domanski, D., Shin H. S. et Sushko, V., 2015, « The hunt for duration: not waving but drowning? », BIS Working Papers, n° 519, octobre.
- ⁸ Pour une analyse détaillée de cette question, voir Bouis, R., Causa, O., Demmou, L., Duval, R. et Zdzienicka, A., 2012, « The short-term effects of structural reforms: an empirical analysis », Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE, n° 949, mars.
- ⁹ Voir Borio, C., 2017, « Secular stagnation or financial cycle drag? », allocution inaugurale à la 33^e conférence de politique économique de la National Association for Business Economics, Washington DC, 5-7 mars. Cette question est également examinée au chapitre I des *84^e, 85^e et 86^e Rapports annuels*.
- ¹⁰ Pour une présentation plus détaillée d'un tel cadre de stabilité macrofinancière, voir le chapitre I des *84^e et 85^e Rapports annuels*.
- ¹¹ *86^e Rapport annuel*, chapitre V.