

Rapport économique annuel 2018 – Éditorial

À compter de cette année, la BRI publie séparément un Rapport annuel relatif à ses activités au cours de l'année écoulée et un Rapport économique annuel analysant l'évolution de l'économie mondiale. La présente édition du Rapport économique annuel s'articule autour de cinq chapitres. Trois d'entre eux reviennent sur les évolutions, perspectives et risques de l'économie mondiale, tandis que deux autres sont consacrés à des enjeux actuels : une analyse des dispositifs macroprudentiels d'une part, une étude relative aux cryptomonnaies d'autre part. Cet éditorial propose une synthèse du contenu et des messages clés du Rapport économique annuel.

L'économie mondiale : évolutions, perspectives et risques

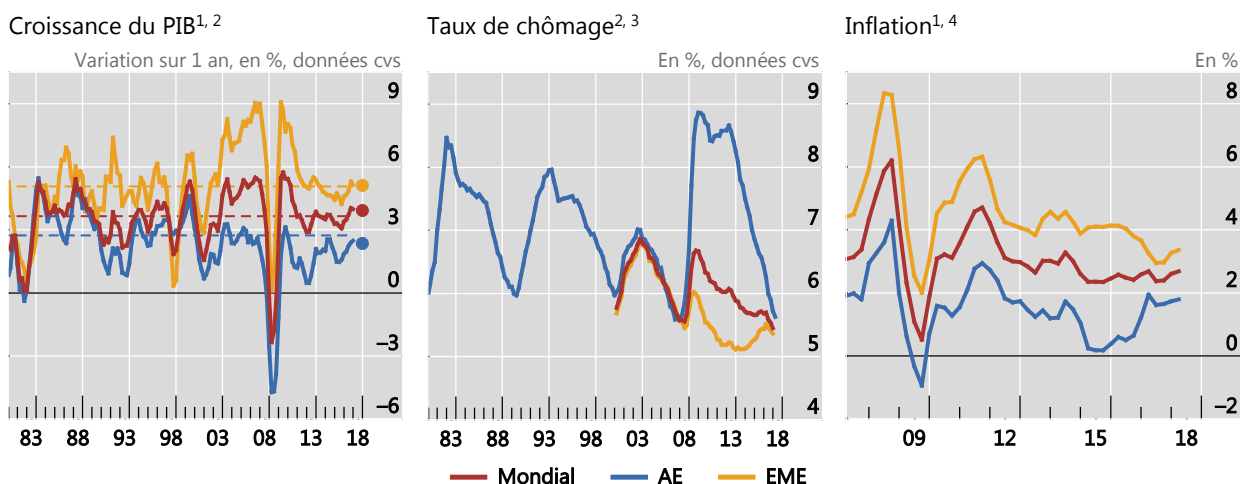
Voici dix ans, la Grande crise financière (GFC) s'abattait sur le monde. À l'époque, à la suite d'une augmentation inédite de l'endettement des ménages et des établissements financiers, le système financier fut sur le point de s'effondrer. Grâce aux efforts concertés et à la politique monétaire accommodante des banques centrales, une répétition de la Grande dépression a pu être évitée. Depuis lors, le niveau historiquement bas – voire négatif – des taux d'intérêt, ainsi que l'accroissement sans précédent des bilans des banques centrales ont apporté un important soutien à l'économie mondiale et contribué à la convergence progressive des niveaux d'inflation vers leurs taux cibles. Cependant, la reprise a avant tout reposé sur l'action des banques centrales, les autres politiques, notamment les mesures structurelles en faveur de l'offre, échouant à prendre le relais. L'action des banques centrales a contribué à jeter les bases de la reprise que nous observons aujourd'hui. Ces mesures ont toutefois été l'un des facteurs à l'origine du gonflement des bilans des secteurs public et privé et de la hausse de l'endettement avec lesquels il faudra composer à l'avenir. L'économie mondiale atteignant, voire dépassant, son potentiel, il est temps de profiter des conditions favorables pour rééquilibrer le dosage des politiques au profit d'une croissance durable. Le chemin est néanmoins étroit.

L'année écoulée – une année faste pour l'économie mondiale – a montré que les politiques passées avaient porté leurs fruits (graphique E.1 et chapitre I). La croissance s'est renforcée et élargie. À l'échelle mondiale, les taux de croissance ont globalement renoué avec leurs moyennes à long terme de l'avant-crise, et cette expansion a été synchronisée à travers les pays (graphique E.1, cadre de gauche). Le chômage a continué de baisser, atteignant son plus bas niveau plusieurs décennies dans nombre d'économies, y compris certaines des plus grandes (cadre central). Dans l'ensemble, les indices des prix à la consommation se sont rapprochés des objectifs des banques centrales, même si l'inflation de base est restée plus modérée. En fait, l'année écoulée a couronné l'amélioration régulière de l'économie mondiale observée depuis un certain temps. Nous notions déjà il y a deux ans que la situation était bien meilleure que ne le laissaient penser les discours pessimistes. L'année dernière, nous soulignions que les débats sur la stagnation séculaire avaient laissé place à un nouvel optimisme et à un réveil des esprits animaux (« *animal spirits* »).

Pour les deux prochaines années, le consensus prévoit une poursuite de la tendance en place, ce qui ferait de la phase d'expansion actuelle l'une des plus longues de l'après-guerre (graphique E.1 et chapitre I). Malgré le passage à vide du

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

Graphique E.1



Dans le cadre de gauche, les points indiquent les prévisions de Consensus Economics pour 2018 ; les lignes en pointillés dénotent les moyennes 1982-2007.

¹ Moyennes pondérées sur la base des PIB et PPA. ² Pour la zone euro, moyenne pondérée à travers les pays avant 1995. ³ Moyennes pondérées en fonction de la population active ; la définition peut varier d'un pays à l'autre. ⁴ Prix à la consommation.

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

premier trimestre 2018 et quelques accès de nervosité dans les économies de marché émergentes (EME) (voir ci-dessous), le scénario de base reste celui d'une croissance mondiale supérieure au potentiel, entraînant une nouvelle baisse du chômage et conduisant les économies à tester leurs limites en termes de contraintes de capacités. L'investissement devrait se renforcer, améliorant la productivité au fil du temps. La relance budgétaire de son côté devrait apporter un soutien supplémentaire à court terme : mis à part les mesures prises aux États-Unis, l'OCDE anticipe un assouplissement des orientations budgétaires dans environ trois quarts de ses pays membres cette année et l'année prochaine. Parallèlement, l'inflation est attendue à la hausse.

Le scénario actuel est assez inhabituel dans la période de l'après-guerre (chapitre I). Il n'est guère courant d'anticiper une croissance aussi solide si tard dans la phase d'expansion, au moment où les contraintes de capacités commencent à se faire sentir, alors que les menaces inflationnistes sont faibles. Cette situation alimente les débats. Il est possible que les capacités inutilisées soient plus importantes qu'il n'y paraît : des travailleurs découragés par la crise pourraient être prêts à revenir sur le marché du travail à mesure que la conjoncture s'améliore ; le redressement de l'investissement pourrait effacer certaines cicatrices de la crise, augmentant le potentiel ; enfin, des facteurs démographiques de long terme et les réformes des retraites pourraient également jouer un rôle, comme en témoigne la hausse généralisée des taux de participation à l'emploi des travailleurs plus âgés – les États-Unis constituant une exception notable en la matière. En outre, comme nous l'avons souligné dans de précédentes éditions, l'influence persistante de la mondialisation et des évolutions technologiques sur l'inflation ne devrait pas être sous-estimée, notamment en raison de l'impact de ces phénomènes sur le pouvoir d'achat des travailleurs et des entreprises.

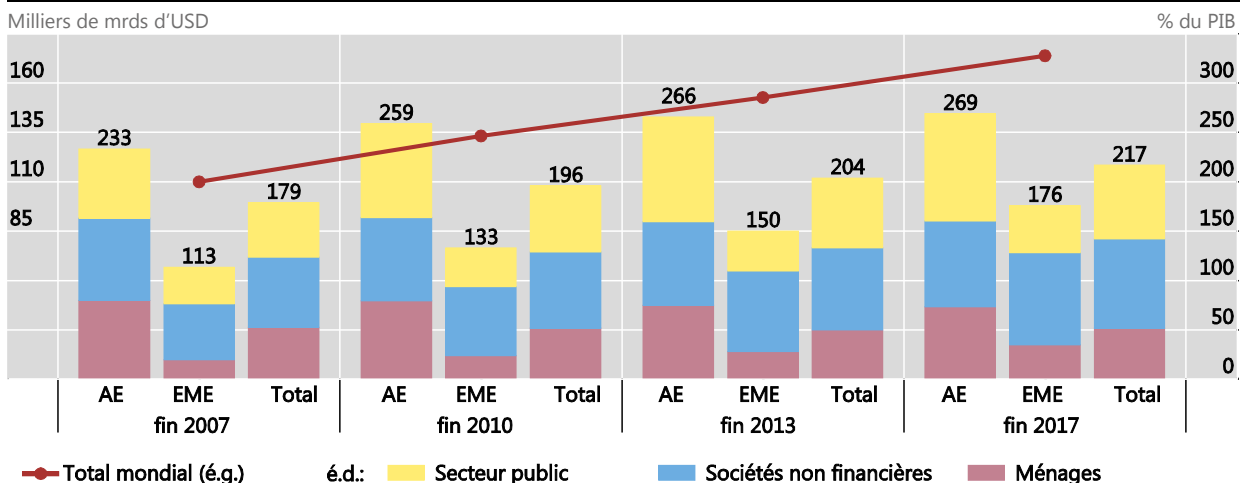
Venant en appui à la croissance, et résultant en partie du rôle accordé à la politique monétaire dans le soutien à la reprise après la crise, les conditions financières ont de nouveau occupé une place de premier plan durant l'année sous revue (chapitres I et II). Jusqu'à récemment tout au moins, les conditions financières mondiales sont restées très favorables. En réalité, elles se sont encore assouplies, bien que les États-Unis poursuivent la normalisation très progressive, et largement anticipée, de leur politique monétaire. Certes, les rendements des bons du Trésor américain à long terme ont augmenté. Cependant, les primes à terme sont restées à des niveaux historiquement bas et les valorisations des actions sont demeurées élevées, si l'on fait abstraction de la faiblesse des taux d'intérêt en vigueur. Surtout, les écarts de rendement ont connu une contraction inhabituelle, atteignant des niveaux souvent égaux, voire inférieurs, à ceux de l'avant-GFC, et les marchés en question semblent être devenus de moins en moins liquides. En outre, durant l'essentiel de l'année sous revue, le dollar s'est déprécié, soutenant les conditions financières dans les EME notamment, lesquelles, après la crise, se sont lourdement endettées en dollar et ont, au cours de l'année passée, fait l'objet de solides investissements de portefeuille. Ces conditions propices dans les EME se sont toutefois inversées dernièrement (voir ci-dessous).

Dans le présent Rapport économique annuel, nous évaluons également en détail les risques qui se profilent (chapitre I). La conclusion est que les risques à moyen terme sont importants, même s'ils varient selon les pays. À certains égards, ces risques reflètent le déséquilibre de la reprise d'après la crise et le fait qu'elle ait excessivement reposé sur la politique monétaire. Là où des fragilités financières existent, elles se sont accumulées, comme à leur habitude, de manière progressive et persistante. Plus généralement, les valorisations des marchés financiers, comme nous l'avons noté précédemment, sont excessives, et le stock mondial de dette (publique et privée) rapporté au PIB a connu une hausse continue (graphique E.2). Il s'agit de la poursuite d'une tendance qui remonte bien avant la crise et qui a coïncidé avec une baisse à long terme des taux d'intérêt (chapitre II).

Dans certains pays en grande partie épargnés par la GFC, des signes d'une accumulation de déséquilibres financiers sont perceptibles depuis un certain temps.

La dette mondiale continue d'augmenter¹

Graphique E.2



¹ Moyennes pondérées sur la base des PIB et PPA. L'échantillon comprend toutes les économies déclarantes à l'exception de l'Irlande, en raison de la forte fluctuation des données causée par la restructuration de grandes multinationales.

Sources : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale* ; statistiques BRI sur le crédit total ; et calculs BRI.

En effet, contrairement à ce qui s'est passé dans les pays qui ont été au cœur de la crise, le secteur privé, dans ces économies, ne s'est pas désendetté et l'expansion financière s'est poursuivie. Les signes de déséquilibres ont pris la forme d'une forte augmentation du crédit au secteur privé, souvent accompagnée de hausses similaires des prix de l'immobilier – indice révélateur de la phase d'expansion des cycles financiers, qualitativement semblable à ceux observés avant la crise dans les économies qui ont ensuite rencontré des difficultés. Heureusement, beaucoup a été fait pour améliorer la résilience du système financier. Les réformes financières mises en place après la crise, en particulier celles de Bâle III et l'instauration de dispositifs macroprudentiels, ont sensiblement renforcé le système bancaire (chapitres III et IV). En Chine, la plus grande des économies donnant des signes de déséquilibres, les autorités ont pris des mesures pour rééquilibrer l'expansion et enrayer certains des excès financiers les plus sévères.

Dans ce contexte, un certain nombre d'évolutions pourraient conduire à une matérialisation des risques, menaçant la croissance économique à moyen terme (chapitre I). Dans tous les cas, les facteurs financiers semblent voués à jouer un rôle majeur, soit en tant qu'élément déclencheur soit en tant que mécanisme amplificateur. De fait, l'impact des forces financières sur l'évolution de l'activité a nettement crû depuis le début des années 1980, au moment où la libéralisation financière a véritablement commencé. Après la crise, le poids des intermédiaires non bancaires tels que les gérants d'actifs et les investisseurs institutionnels a sensiblement augmenté, ce qui influencera sans doute la dynamique de tout épisode futur de tensions financières, d'une manière classique ou plus inattendue (chapitre III).

Une montée du protectionnisme pourrait constituer le premier facteur déclencheur d'un ralentissement économique ou d'une récession. L'impact pourrait être considérable si cette évolution devait être perçue comme une menace pour le système commercial actuel, multilatéral et ouvert. En effet, il semble que l'investissement pâtisse déjà de la montée des incertitudes liée aux discours et premières mesures protectionnistes. En outre, si le récent redressement du dollar devait continuer, les négociations commerciales deviendraient plus compliquées.

Un autre facteur déclencheur pourrait être une soudaine remontée des rendements obligataires historiquement bas sur les principaux marchés de la dette souveraine, et en premier lieu aux États-Unis. Ce redressement pourrait faire suite à une surprise sur le front de l'inflation et à l'impression que les banques centrales devront resserrer davantage que prévu leur politique monétaire. Aux États-Unis, la perspective d'une vaste émission de titres de dette publique, associée à la réduction progressive des achats d'actifs par la banque centrale, pourrait renforcer ce risque. Il convient de noter qu'une surprise en matière d'inflation n'a pas besoin d'être considérable pour produire un impact, comme en témoignent les turbulences sur les marchés financiers survenues en février après l'annonce aux États-Unis d'une croissance des salaires légèrement supérieure aux prévisions. L'impact serait sensible à l'échelle planétaire compte tenu du poids de l'économie américaine et du rôle dominant que joue le dollar sur les marchés financiers mondiaux.

Un troisième élément déclencheur pourrait être une inversion plus générale de l'appétit pour le risque. Un tel retournement pourrait résulter de divers facteurs – bénéfices décevants, phase de contraction du cycle financier le cas échéant, dégradation du sentiment à l'égard des EME ou événements politiques défavorables menaçant la stabilité de grandes économies. De ce point de vue, les événements récents dans la zone euro constituent une source d'inquiétude, comme en atteste

l'élargissement des écarts de rendements des obligations italiennes et espagnoles. Contrairement au scénario d'une remontée soudaine des rendements, ce troisième élément déclencheur entraînerait une nouvelle contraction des primes à terme sur les marchés des emprunts souverains ayant bénéficié d'une fuite vers la sécurité.

De fait, en avril, des signes de tension sont apparus dans les EME les plus vulnérables, d'abord en Argentine et en Turquie, le dollar commençant à s'apprécier, et les conditions financières, à se durcir sur les marchés internationaux. Au moment où nous rédigeons cet éditorial, il est trop tôt pour savoir si ces tensions resteront contenues ou se propageront. La plupart des EME sont mieux armées aujourd'hui qu'elles ne l'étaient au milieu des années 1990 pour faire face aux tensions financières. Elles ont pris des mesures pour renforcer leurs défenses en constituant des réserves, en adoptant des mesures macroprudentielles plus systématiques (chapitre IV), en améliorant leurs soldes courants et en optant pour des régimes de change plus flexibles. Elles devraient ainsi disposer d'une plus grande marge de manœuvre si les conditions financières mondiales devaient se durcir davantage.

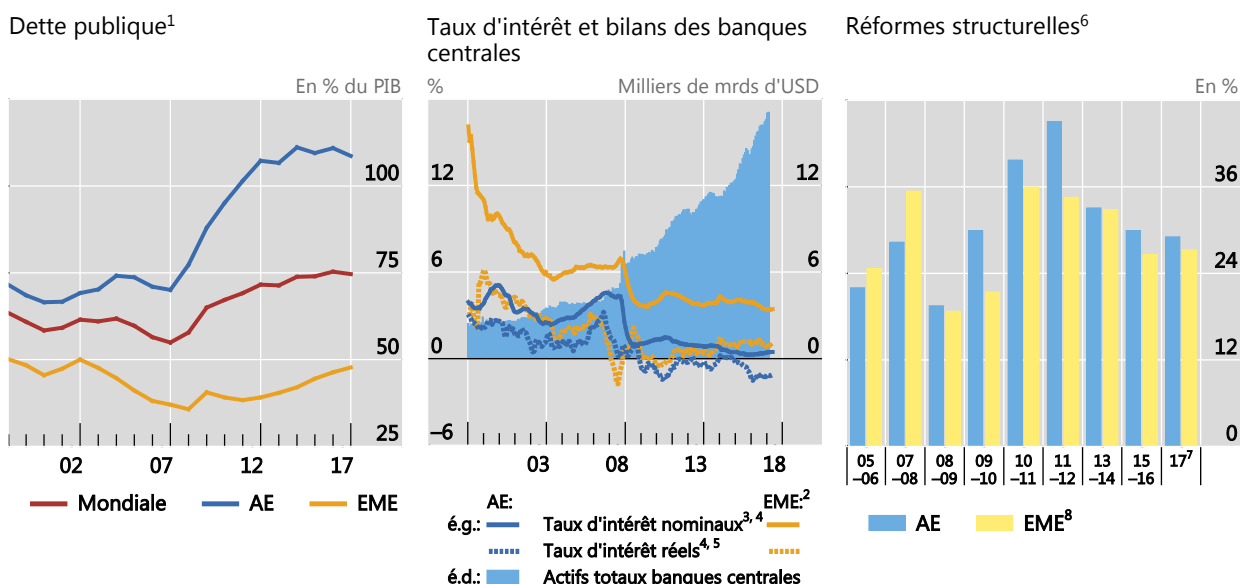
Certains obstacles demeurent, néanmoins. L'évolution des modalités d'intermédiation financière en faveur d'un recours plus important aux marchés obligataires a réduit le risque de refinancement mais augmenté le risque de duration. Les investisseurs de portefeuille ayant une faible tolérance aux pertes pourraient amplifier les fluctuations de prix s'ils tentaient d'alléger leurs expositions simultanément. Plus généralement, les entités non bancaires ont été les principaux emprunteurs ; en cas de difficultés financières, elles pourraient tailler dans leurs activités et dans leurs effectifs. Un ralentissement de l'économie réelle pourrait être le risque à surveiller si les EME continuent de faire face à un durcissement des conditions financières.

À l'avenir, si l'économie mondiale parvient à surmonter les obstacles susmentionnés, la croissance pourrait perdurer. Mais alors, presque inévitablement, à la faveur de conditions financières favorables, les déséquilibres financiers et surtout le ratio global dette/PIB pourraient croître davantage. L'excès de confiance des marchés financiers, la faible volatilité et la prise de risque excessive continueraient. La discipline de marché limitée se traduirait de nouveau par une piètre allocation des ressources, qui passerait notamment par la survie d'entreprises en définitive non rentables et par de moindres incitations, pour les émetteurs souverains, à garantir leur marge de manœuvre budgétaire. Les ajustements ultérieurs n'en seraient que plus douloureux. Une telle hausse supplémentaire de la dette mondiale serait particulièrement préoccupante (chapitre I). D'une part, compte tenu de l'impact sur le service de la dette, il serait plus difficile de relever les taux d'intérêt à des niveaux plus normaux sans compromettre la croissance (situation qui ressemblerait à une sorte de « piège de l'endettement ») ; d'autre part, la marge de manœuvre en cas de récession (scénario qui se produira tôt ou tard) serait plus étroite.

Que peuvent faire les politiques publiques pour assurer une meilleure viabilité et un meilleur équilibre de la croissance actuelle ? Il est d'autant plus urgent de traiter cette question que, par rapport à la période précédant la crise, la marge de manœuvre politique a considérablement rétréci (graphique E.3). La dette du secteur public par rapport au PIB s'est encore accrue, entravant la politique budgétaire (cadre de gauche). Dans le même temps, les taux d'intérêt ont nettement baissé, restreignant la marge de manœuvre monétaire – d'autant plus que, dans les économies avancées, les bilans des banques centrales ont beaucoup augmenté (cadre central). Restaurer ces marges de manœuvre constitue une priorité.

Réduction de la marge de manœuvre des politiques publiques et perte de vitesse des réformes

Graphique E.3



¹ Dette publique de base (à défaut, dette de base des administrations centrales) à la valeur de marché (à défaut, à la valeur nominale). Moyennes pondérées sur la base des PIB et PPA. Rétroactif ; sur la base de la dette des administrations centrales (en % du PIB) ou de l'ensemble des titres de dette publique (en % du PIB), selon les données disponibles. ² Certaines économies dont le taux d'intérêt nominal dépassait 60 % ont été extraites de l'échantillon. ³ Taux directeur ou équivalent le plus proche. ⁴ Moyennes arithmétiques mensuelles des différentes économies. ⁵ Taux d'intérêt nominal, déduction faite de la hausse des prix à la consommation. ⁶ L'indicateur du taux de réactivité aux réformes (RRI) de l'OCDE, mesuré sur la base d'un système de notation dans lequel les recommandations en termes de politique à suivre, définies dans *Objectif Croissance*, reçoivent la valeur 1 si une mesure « importante » est prise, et la valeur 0 dans le cas contraire. Moyennes arithmétiques des différentes économies. La taille des échantillons de pays varie dans le temps. ⁷ Somme des indicateurs RRI pour les réformes intégralement mises en œuvre ou en cours de mise en application. ⁸ Sauf HK, MY, PE, PH, SA, SG, TH et TW.

Sources : FMI, Statistiques financières internationales et Perspectives de l'économie mondiale ; OCDE, *Objectif Croissance* ; Datastream ; Global Financial Data ; Oxford Economics ; données nationales ; statistiques de la BRI sur les taux directeurs et le crédit total ; et calculs BRI.

Il existe plusieurs leviers d'action possibles qui, associés, se soutiendraient mutuellement (chapitre I). Leur point commun est de viser un horizon de long terme, puisque tant l'expansion monétaire que l'expansion budgétaire fonctionnent, dans une très large mesure, en empruntant une partie de la demande à venir. Et lorsque l'avenir commence aujourd'hui, il y a inévitablement un prix à payer. Il est donc important de profiter des conditions actuellement très favorables pour rétablir l'équilibre. De tels ajustements cadreraient avec la mise en place d'un dispositif élargi de stabilité macrofinancière, dans lequel les différentes politiques convergeraient vers l'objectif de stabilité macroéconomique et financière tout en favorisant une plus forte croissance à long terme (chapitre IV).

Le premier levier d'action consiste à redoubler d'efforts dans la mise en œuvre de politiques structurelles, les seules à même d'assurer une croissance durablement plus forte sans produire de tensions inflationnistes. Cette tâche est essentielle car les économies atteignent déjà, voire dépassent, les niveaux de référence en matière de plein emploi et de production potentielle, même si la croissance, après la crise, a été globalement décevante – signe de contraintes sur l'offre. En particulier, les politiques structurelles peuvent atténuer les dilemmes auxquels fait actuellement face la politique monétaire et qui réduisent sa marge de manœuvre. La raison d'être des réformes est d'assouplir les marchés des produits et du travail, et de leur permettre d'allouer les ressources plus efficacement et d'absorber les innovations techniques plus facilement. Il est par ailleurs important, dans ce contexte, de préserver l'ordre

commercial multilatéral qui, de par son ouverture, a si bien servi l'économie mondiale au cours des décennies passées. Malheureusement, la période de l'après-crise a produit des réformes structurelles très insuffisantes par rapport à ce qui serait souhaitable : depuis 2011, le rythme des réformes a en réalité ralenti. En outre, les récents discours et mesures protectionnistes ne sont pas de bon augure (graphique E.3, cadre de droite).

Le deuxième levier d'action consiste à renforcer encore la résilience du système financier (chapitres III et IV), ce qui nécessite de mener à bien et de mettre en œuvre de manière homogène les réformes réglementaires engagées dans ce secteur au lendemain de la crise. Idéalement, ces mesures devraient autant que possible s'accompagner d'efforts visant à éliminer les obstacles structurels à la rentabilité durable des banques, laquelle est essentielle pour absorber rapidement et sans heurts les pertes qui pourraient se matérialiser. Il s'agirait par exemple de lever les obstacles à la consolidation et aux réductions de coûts nécessaires. Une rentabilité durable est particulièrement importante à ce stade. En effet, les banques font face à un double défi : d'une part, la persistance de taux d'intérêt inhabituellement faibles érode leurs marges nettes d'intérêt, et d'autre part, de nouveaux acteurs à la pointe des technologies – les « big tech » et « fintech » – leur livrent une concurrence de plus en plus forte. Renforcer la résilience passe aussi par le déploiement actif de mesures macroprudentielles dans les économies où les déséquilibres financiers se sont accumulés, et, plus généralement, par l'amélioration des dispositifs macroprudentiels. Dans les deux cas, le secteur non bancaire, notamment les gérants d'actifs et les investisseurs institutionnels, doivent faire l'objet d'une plus grande attention, des efforts restant à fournir sur ce front.

Le troisième levier d'action consiste à assurer la viabilité des finances publiques et à éviter les expansions budgétaires procycliques. On ne saurait trop souligner l'importance de cet enjeu. La dette publique a atteint son niveau record en temps de paix, tant dans les économies avancées que dans les EME. Et comme l'Histoire le montre, la marge de manœuvre budgétaire est probablement surestimée dans les pays où les déséquilibres financiers se sont accumulés. En tenant dûment compte des spécificités de chaque pays, l'assainissement budgétaire est une priorité.

Le dernier levier d'action a trait à la politique monétaire. La normalisation de la politique monétaire est essentielle à la restauration des marges de manœuvre en termes de politiques publiques. Elle permet la mise en œuvre de mesures contracycliques et contribue à réduire le risque de réapparition des fragilités financières et à contenir l'augmentation de la dette. Pour autant, ainsi que l'expliquent en détail les auteurs du chapitre II, compte tenu du point de départ, des incertitudes en jeu et de la persistance d'une inflation faible dans de nombreuses juridictions, le chemin est étroit et semé d'embûches. Il s'agit d'atteindre et de maintenir un équilibre délicat entre des considérations antagonistes – notamment, de réaliser les objectifs d'inflation à court terme tout en évitant d'encourager l'accumulation supplémentaire de fragilités financières à long terme.

Si la bonne approche dépendra évidemment des conditions propres à chaque pays, il est possible de formuler deux observations d'ordre général. La première est que le chemin à parcourir nécessitera une certaine souplesse dans la poursuite des objectifs d'inflation – particulièrement lorsque l'inflation déçoit quelque peu, compte tenu des légères tensions désinflationnistes structurelles qui sont encore à l'œuvre. La seconde est que les responsables des politiques publiques devront avancer sur ce chemin avec sang-froid, sans réagir de manière disproportionnée aux poussées temporaires de volatilité. Vu la situation de départ, le trajet s'annonce en effet

mouvementé. Des soubresauts sont à attendre sur les marchés financiers. Une volatilité accrue ne constitue pas un problème en soi, à condition qu'elle demeure contenue ; elle est en réalité saine lorsqu'elle permet d'empêcher les prises de risque excessives.

Chapitres spéciaux

Dispositifs macroprudentiels

La mise en place de dispositifs macroprudentiels est un élément clef bienvenu des réformes de l'après-crise financière. Elle est née de la prise de conscience que l'approche suivie avant la crise en termes de régulation et de surveillance était insuffisante, car essentiellement axée sur l'évaluation des risques encourus par les établissements financiers pris isolément. Une telle approche « micro-orientée » peut échouer à identifier et à gérer des fragilités à l'échelle du système dans son ensemble – principale source de crises systémiques aux coûts macroéconomiques élevés. Ce type de crise est très souvent causé par la procyclicité du système financier, c'est-à-dire sa tendance à amplifier les phases d'expansion et de contraction financières, ce qui peut à son tour exacerber les fluctuations de l'activité. Le cycle financier reflète ce type de forces.

La mise en œuvre de mesures macroprudentielles est particulièrement importante à ce stade. Elle peut contribuer à contenir les fragilités financières héritées de la reprise déséquilibrée qui a fait suite à la crise, et réduire l'accumulation de risques supplémentaires. Ce faisant, elle peut aussi soutenir la normalisation de la politique monétaire, en augmentant la marge de manœuvre. Les conditions économiques favorables qui prévalent actuellement constituent une occasion à ne pas manquer pour déployer activement ce type de mesures.

Dans ce contexte, le chapitre IV fait le point sur l'expérience acquise à ce jour en termes de dispositifs macroprudentiels et explore la voie à suivre à l'avenir. Les auteurs tirent un certain nombre de conclusions. Premièrement, malgré les difficultés de mise en œuvre, les autorités ont accompli de nets progrès. Les difficultés incluent l'identification des risques systémiques qui s'accumulent en période de conjoncture favorable afin de prendre des mesures correctrices ; le choix des instruments adaptés ; les contraintes de politique économique pesant sur le déploiement de ces outils ; et l'instauration de mécanismes de gouvernance efficaces. Deuxièmement, si les outils à la disposition des autorités ont jusqu'ici principalement ciblé les banques, il est nécessaire désormais de les étendre aux autres types d'établissements financiers, notamment au secteur de la gestion d'actifs. Troisièmement, les mesures macroprudentielles ont permis de renforcer la résilience du système financier mais, ne serait-ce que par la manière dont elles ont été mises en œuvre jusqu'à présent, leur capacité à contenir les booms financiers n'a pas toujours suffi à empêcher l'apparition des signes habituels de déséquilibres financiers. Quatrièmement, cela tend à prouver que les mesures macroprudentielles sont plus efficaces dans le cadre d'un dispositif plus global de stabilité macrofinancière, incluant aussi les politiques structurelles, budgétaires et monétaires. Enfin, il existe encore une marge d'amélioration de la coopération internationale en la matière.

Cryptomonnaies

Les « cryptomonnaies » promettent de remplacer la confiance dans des institutions établies de longue date, comme les banques commerciales et les banques centrales, par un nouveau système, entièrement décentralisé, fondé sur la chaîne de blocs et la technologie de registre distribué (*distributed ledger technology*, DLT) qui lui est liée. Compte tenu des bouleversements dont cette promesse est porteuse, les cryptomonnaies sont au cœur des préoccupations des banques centrales.

Le chapitre V évalue la capacité des cryptomonnaies à tenir leur promesse d'être une nouvelle forme de monnaie. Au-delà du phénomène de mode, les auteurs concluent que ce n'est pas le cas. Le caractère peu pratique des cryptomonnaies en tant que moyen de paiement, de même que les possibilités d'escroquerie et l'énorme coût environnemental dont elles s'accompagnent, ont déjà été largement traités. Comme l'a souligné récemment le Directeur général de la BRI¹, « les cryptomonnaies associent aujourd'hui les caractéristiques d'une bulle, d'une pyramide de Ponzi et d'une catastrophe pour l'environnement ».

Le chapitre souligne les autres limites que présentent les cryptomonnaies au plan économique, à savoir leur faible capacité à endosser le rôle de dispositif de coordination spécifique aux monnaies, et leur promesse contestable d'inspirer confiance. Les cryptomonnaies ne peuvent pas répondre à l'ampleur de la demande de transactions, sont sujettes à saturation et voient leur valeur fluctuer fortement. La confiance qu'elles revendiquent peut disparaître à tout moment en raison de la fragilité des mécanismes de consensus décentralisés servant à l'enregistrement et à la validation des transactions. Cela ne remet pas seulement en question l'irrévocabilité des paiements individuels, mais signifie également qu'une cryptomonnaie peut tout simplement s'arrêter de fonctionner, entraînant alors une perte totale de valeur.

La technologie décentralisée des cryptomonnaies, aussi sophistiquée soit-elle, constitue un piètre substitut à la solide garantie institutionnelle de la monnaie qu'apportent des banques centrales indépendantes et tenues de rendre des comptes. La technologie DLT apparaît toutefois prometteuse pour d'autres applications que les cryptomonnaies – notamment pour la simplification des processus administratifs propres au règlement des transactions financières – mais cela reste encore à vérifier.

L'apparition des cryptomonnaies appelle des réponses de la part des responsables des politiques publiques. Une approche mondiale coordonnée est nécessaire pour prévenir les abus et limiter de manière stricte les interactions avec les établissements financiers régulés. En outre, l'idée que les banques centrales puissent elles-mêmes émettre des monnaies numériques soulève des questions délicates.

Notes

¹ Voir A. Carstens, « [Money in the digital age: what role for central banks?](#) », discours prononcé le 6 février 2018 à la House of Finance de l'Université Goethe de Francfort.