

Fissures dans le système

Il faut réparer l'économie mondiale

Olivier Blanchard

L'ÉCONOMIE mondiale subit sa crise la plus grave depuis soixante ans. Dans la première moitié des années 2000, un environnement favorable avait conduit les investisseurs, les entreprises et les consommateurs à penser que l'avenir serait éternellement radieux et à sous-estimer les risques. Le prix du logement et d'autres actifs est monté en flèche, les actifs risqués ont fait leur apparition et ont été vendus comme s'ils ne l'étaient pas, et l'effet de levier s'est accentué. Par conséquent, lorsque la courbe des prix du logement s'est inversée et que le vent a tourné pour les prêts hypothécaires à risque et les titres qui y étaient adossés, tous les ingrédients de la crise ont été réunis. Dans un contexte marqué par une intégration mondiale rapide et des interconnexions étroites et complexes entre les institutions financières, la crise s'est propagée à toute vitesse aux actifs, aux marchés et aux économies. Et l'on connaît la suite, enfin presque.

Au point où nous en sommes, la bonne nouvelle, s'il y en a une, c'est que nous avons sans doute évité le cataclysme financier. En octobre, alors que l'implosion du système financier était imminente, les principales économies avancées ont annoncé un ensemble de mesures coordonnées pour régler le problème. En plus de continuer à fournir des liquidités, les pouvoirs publics ont mis en place des programmes pour racheter les actifs à risque, renflouer les institutions financières et apporter des garanties globales. Certes, il s'agit d'initiatives très complexes, dont

la mise en œuvre est loin d'être parfaite car les gouvernements tâtonnent pour trouver le bon dosage de mesures. D'après les signaux émis par les marchés financiers, des progrès ont été accomplis mais il est encore bien trop tôt pour crier victoire. En effet, bien que l'intensité de la crise financière ait quelque peu diminué dans les économies avancées, son impact sur les économies émergentes ne cesse de croître. Sans en être responsables, de nombreux pays subissent de brusques arrêts de l'activité économique, des pressions sur les taux de change et la menace de perturbations financières.

Malheureusement, pendant que les dirigeants des pays avancés prenaient des mesures appropriées, les effets de la crise financière sur l'économie réelle se sont accentués. Le désendettement des institutions financières se traduit désormais par un renchérissement du crédit pour les ménages et les entreprises, et par des difficultés de financement, y compris pour des activités commerciales courantes. Qui plus est (au moins en termes d'effets quantitatifs), les consommateurs et les entreprises n'ont plus confiance. La crainte d'une grave et longue récession comparable à celle des années 30 a fait naître des inquiétudes concernant l'emploi, l'épargne et le crédit, ce qui a entraîné un effondrement des dépenses des ménages, une contraction de l'investissement des entreprises et une hausse rapide du chômage.

Face à ces évolutions, et surtout à la crise de confiance observée au cours des deux derniers



mois, le FMI a revu largement à la baisse ses prévisions publiées en octobre (*Perspectives de l'économie mondiale*). Pour 2009, nous tablons à présent sur un recul de ¼ % de la production en base annuelle des économies avancées, ce qui serait la première contraction sur un an mesurée depuis l'après-guerre. Partant de l'hypothèse que les prix du logement vont se retourner en 2009 et que le désendettement se poursuivra lentement, nous misons sur le retour à une croissance positive en 2010. Nous prévoyons également que la croissance des économies émergentes et à faible revenu sera plus modérée en raison de l'assombrissement des perspectives de croissance mondiale, de la chute des prix des produits de base et du durcissement des conditions financières. Tout espoir de découplage s'est évanoui depuis longtemps.

La confiance que nous plaçons dans ces prévisions est très relative. L'un des points positifs est que la baisse des dépenses ne tient peut-être pas à un pessimisme fondamental mais simplement à l'incertitude; il est possible que les particuliers et les entreprises diffèrent leurs dépenses en attendant que les perspectives soient moins incertaines. Il se peut que la consommation et l'investissement redémarrent ensuite. La production se rétablirait ainsi plus vite qu'attendu. Pour ce qui est des points négatifs, il est clair que la baisse de production risque d'affecter le bilan des institutions financières plus que prévu, ce qui provoquerait une nouvelle contraction du crédit et de nouvelles faillites bancaires et perturberait encore davantage l'activité économique.

C'est dans ce contexte que s'est déroulée la dernière réunion du G-20, en novembre, à Washington. L'enjeu pour les dirigeants

politiques en général et pour le FMI en particulier est simple : premièrement, éteindre les incendies en cours, c'est-à-dire identifier et appliquer les mesures qui limiteront les dégâts dans les pays avancés, émergents et à faible revenu; deuxièmement, réfléchir activement aux meilleurs moyens d'éviter que la crise actuelle ne se reproduise. Permettez-moi d'examiner ces deux étapes.

Agir dans l'immédiat

Les mesures à prendre dans l'immédiat sont claires, à défaut d'être faciles. Les gouvernements doivent attaquer la crise sur deux fronts. Il leur faut mettre en œuvre et affiner les politiques anticrise adoptées ces derniers mois, et, simultanément, prendre des mesures énergiques pour soutenir la demande, limiter la chute de la production, rétablir la confiance et relancer les dépenses privées.

S'agissant du premier front, j'ai déjà indiqué que le cadre de politique générale (injections de liquidités, achats d'actifs, recapitalisations, garanties, etc.) était, pour l'essentiel, en place. Néanmoins, c'est sa mise en œuvre qui est fondamentalement complexe et s'avère difficile. Les changements d'orientation et les ambiguïtés concernant la politique future aggravent parfois

la situation au lieu de l'améliorer. Tant que les programmes ne seront pas clarifiés et les règles du jeu explicitées, les investisseurs privés risquent de manquer d'enthousiasme, ce qui accentuera la crise et retardera l'ajustement du système financier.

S'agissant du second front, l'effort devra assurément porter sur la politique budgétaire. Si certains pays, notamment européens, ont encore de la marge en matière d'assouplissement monétaire, d'autres, en particulier les États-Unis et le Japon, ont déjà ramené leurs taux d'intérêt à des niveaux très bas et leurs taux réels augmentent car l'inflation diminue.

C'est là que l'expansion budgétaire passe au premier plan. Mais dans quelles proportions et à l'initiative de quels pays? Nous en sommes arrivés à la conclusion que, à ce stade, il faudrait un stimulant budgétaire équivalant à environ 2 % du PIB mondial. Si le multiplicateur est de 1 — hypothèse prudente pour peu que la politique de relance soit bien ciblée — cette stimulation se traduirait par un gain de 2 % de la croissance mondiale, ce qui réduirait sensiblement le risque de récession grave. Parce que chaque pays profite en partie de son expansion budgétaire et en partie de l'expansion budgétaire de ses partenaires, il est essentiel que celle-ci soit, sinon explicitement coordonnée, du moins décidée dans tous les pays où un faible endettement et une discipline budgétaire ont ménagé une marge de manœuvre suffisante. Précision importante, si la baisse de production devait être encore plus marquée que prévu actuellement, la stimulation budgétaire préconisée devrait être augmentée en conséquence. Pour l'heure, la priorité est d'écarter le spectre d'une dépression en bonne et due forme et ses effets immédiats sur les dépenses.

Préparer l'après-crise

Tournons-nous à présent vers l'avenir. Quand la crise aura faibli (si nous pouvons nous projeter jusque-là), les gouvernements devront s'attaquer à deux problèmes essentiels.

Premièrement, ils feront face à une situation budgétaire radicalement différente. Les déficits consentis pour stimuler la demande à court terme se solderont à long terme par un alourdissement de la dette, parfois substantiel. Dans la plupart des pays, les achats d'actifs et les interventions de l'État visant à aider les institutions en difficulté vont considérablement majorer la dette brute. Toutefois, grâce à la valeur peut-être substantielle des actifs ainsi acquis, l'augmentation de la dette nette sera sans doute bien moindre. Il reste que la position budgétaire tiendra largement à un effet de levier et exigera d'assouplir l'orientation de la politique budgétaire.

Deuxièmement, dans plusieurs pays, le paysage financier sera totalement modifié, avec un secteur financier plus concentré et une forte présence de l'État. Les pouvoirs publics devront répondre à un certain nombre de questions sur la gestion de cette présence, l'objectif étant de préserver une concurrence équitable avec les institutions privées et de permettre un retour progressif du secteur financier dans le giron du privé. À cet égard, l'expérience des crises bancaires passées s'avérera précieuse.

Améliorer les règles pour éviter la répétition des crises

La crise a montré les limites des cadres de réglementation et de surveillance en vigueur aux niveaux national et international. Le défi consiste donc à concevoir de nouvelles règles et institu-

tions capables d'atténuer les risques systémiques, sans créer de lourdeurs inutiles ni étouffer l'innovation. La mise en œuvre des nouveaux cadres prendra du temps. Le travail de conception a déjà commencé et sera approfondi par les groupes de travail établis durant les sommets du G-20, mais les contours de la réforme sont d'ores et déjà clairs.

Améliorer l'information pour mesurer le risque systémique.

Il faudra revoir les règles de transparence, de divulgation et de déclaration, et recueillir les informations auprès d'un ensemble d'institutions (compagnies d'assurances, fonds spéculatifs, entités hors bilan, etc.) bien plus large qu'aujourd'hui. Pour enrayer le risque systémique, il faudra aussi étendre la portée de la réglementation, en contrepartie du fait que l'accès aux liquidités a été élargi.

Renouveler et améliorer les règles nationales applicables aux institutions et au niveau macroéconomique. L'instauration de règles prudentielles contracycliques semble prometteuse pour éviter la montée des risques systémiques. Mais il faut aussi solidifier les infrastructures financières face au risque de contrepartie (élément central de la crise actuelle), y compris en s'appuyant davantage sur les chambres de compensation centralisées et sur les marchés organisés, et en définissant des cadres plus fiables pour aider les institutions en difficulté.

La dimension internationale et le rôle éventuel du FMI

La crise a mis en évidence le caractère mondial du système financier et les interconnexions étroites entre les pays. Ce qui était initialement un problème américain concerne à présent la planète entière. Les dirigeants nationaux ne peuvent pas en venir à bout tout seuls : leurs déboires ne sont pas uniquement liés à la structure de leur réglementation ou au risque systémique purement national, mais également à la réglementation et au risque systémique existants dans d'autres pays. Il est crucial de surveiller le risque systémique au niveau mondial. Le FMI est l'organisation naturelle pour le faire, de concert avec les banques centrales et d'autres organisations internationales. Il va donc falloir développer notre mission de surveillance mondiale, et nous devons y réfléchir dès à présent.

La crise a également mis en lumière le besoin d'apports de liquidités à l'échelle internationale. Dans le contexte actuel, ce besoin a été couvert via des accords de swap bilatéraux entre un petit groupe de pays. À l'avenir, l'on pourra améliorer la fourniture de liquidités, soit en augmentant les ressources qui alimentent la facilité de liquidité à court terme, nouveau mécanisme du FMI, soit en créant une structure multilatérale permettant le cofinancement des apports de liquidités du FMI par d'autres pays membres et d'autres créanciers officiels.

Enfin, la crise a montré que, compte tenu du volume et de la volatilité des flux de capitaux, les pays en crise auront besoin d'accéder à des ressources plus importantes que par le passé et que celles actuellement mises à disposition par le FMI. Une augmentation des ressources utilisables par le Fonds sera donc nécessaire pour qu'il puisse mieux s'acquitter de l'une de ses missions essentielles : garantir la stabilité financière mondiale. ■

Olivier Blanchard est conseiller économique et économiste en chef du FMI.