



# Une crise mémorable

Pourquoi il faut moderniser le cadre multilatéral

Habitations condamnées à New York.

Mohamed A. El-Erian

**L**E SYSTÈME financier mondial et, par conséquent, les relations internationales se trouvent à un tournant. Le paysage institutionnel et décisionnel connaît des mutations rapides et imprévisibles. Ces mutations n'obéissent pas à un plan d'ensemble, mais à une série de réactions distinctes à la crise. Ainsi, les accidents de marché et les erreurs de politique sont devenus quasi inévitables. Du coup, l'insuffisance actuelle de la coordination multilatérale saute aux yeux.

À l'avenir, les pays les plus touchés par la crise devraient procéder à une introspection et faire preuve de clairvoyance pour trouver les moyens d'avancer. Le système financier ne recouvrera pas son état d'il y a un an et l'effet à long terme de la crise sur l'économie réelle, notamment sur la productivité et l'emploi, changera les paramètres fondamentaux de l'économie mondiale. Tout cela rend d'autant plus nécessaire une modernisation urgente et audacieuse du cadre multilatéral.

## Une crise en gestation

Comment en sommes-nous arrivés là et à qui la faute? Au risque de trop simplifier, on peut dire que la crise résulte de deux facteurs dans un contexte de carences structurelles anciennes : d'abord, le désendettement massif et simultané de trois composantes essentielles de l'économie mondiale — secteur du logement, secteur financier et demande des consommateurs aux États-Unis; ensuite, l'incapacité des marchés et des politiques à s'adapter rapidement à ce désendettement aux niveaux national et international.

**Secteur du logement.** La première grande composante à connaître un ralentissement est celui du logement, à partir de 2006 (graphique 1). Les dégâts ont été immédiats dans le secteur le plus endetté, mais aussi le moins capitalisé, le moins transparent et le moins contrôlé de l'économie : les hypothèques *subprime* aux États-Unis.

Initialement, la majorité des décideurs et des intervenants du marché pensaient pouvoir isoler et contenir les dégâts. Cette attitude trahissait en partie une confiance infondée dans les techniques modernes de gestion du risque engendrées par la prolifération des produits dérivés et structurés. Elle tenait aussi au manque d'information sur la gravité de l'infection de nombreux bilans par la *subprime*.

**Secteur financier.** Il a été la deuxième grande composante à subir un ralentissement dès 2007 (graphique 2). Le processus a commencé en bon ordre. Les institutions ont essayé de mobiliser des capitaux, en général avec succès, pour renforcer leurs bilans menacés. En levant des fonds, elles ont constaté leurs pertes et cherché à progresser.

Toutefois, la décélération du logement s'accroissant et son effet se propageant, les banques ont dû intensifier leur action pour préserver les acquis. Les dilutions répétées d'actifs ainsi provoquées sont devenues manifestes et ont coûté très cher. En conséquence, la plupart des fournisseurs de capitaux ont fini par baisser les bras et se retirer du marché.

Dans ces conditions, et malgré les tentatives de contraction du crédit ailleurs, les banques n'avaient plus que deux options stratégiques : vendre leurs actifs et/ou céder des activités. Mais ce qui était logique pour une institution isolée a été néfaste à l'échelle du système. Dans un exemple classique du «sophisme de composition», le système ne pouvait absolument pas satisfaire le désir généralisé de vendre sans alimenter encore la déflation du prix des actifs. Cette situation est venue aggraver les problèmes initiaux.

**Demande des consommateurs aux États-Unis.** Cette évolution négative a été amplifiée par l'affaiblissement de la troisième composante, qui a débuté en 2008 : la consommation aux États-Unis. Après une longue période où les consommateurs dépensaient beaucoup plus que leur revenu, ils ont commencé

à succomber aux pressions conjuguées de la hausse des prix, des pertes d'emploi et de la difficulté d'accès au crédit. La valeur des logements baissant, le refinancement hypothécaire ne leur offrait plus un moyen facile de monétiser la valeur acquise de leur logement. Les consommateurs ne pouvaient donc plus utiliser leur logement comme distributeur de billets.

L'affaiblissement de la demande a aussi mis l'accent sur un aspect de la crise, largement ignoré mais tout aussi perturbateur : le fonctionnement de boucles de rétroaction négatives. Le recul de la demande a encore déprimé la demande de logements. La solidité du crédit automobile et des emprunts sur cartes de crédit a aussi été compromise, ce qui a accru la pression sur les bilans des institutions financières. De plus, les banques ayant encore réduit leur activité de prêt, la pression sur les consommateurs s'est aggravée.

### Les fusibles

Le système mondial est entré dans cette phase de désendettement avec un certain nombre de «fusibles» en place. Ils prenaient la forme de bilans relativement sains, notamment

grâce aux capitaux considérables accumulés par les marchés émergents (dont une part importante est détenue par des fonds souverains déjà établis et nouveaux). En outre, au début de la crise, le secteur des entreprises regorgeait de liquidités et la croissance des marchés émergents était dynamique, tirée par un rattrapage historiquement élevé dans les économies jouant un rôle systémique important, comme la Chine et l'Inde.

Mais l'accélération et la généralisation du désendettement ont amoindri ces forces stabilisatrices. Les fonds souverains se sont mis sur la touche, attendant que les marchés s'apaisent et obéissant au principe éprouvé des marchés perturbés : «il y a des moments où l'on s'inquiète du retour *sur* son capital et des moments où l'on s'inquiète du retour *de* son capital».

La pause des fonds souverains s'est accompagnée d'une tendance croissante du secteur des entreprises américain à puiser dans les réserves de trésorerie. Ce processus s'est accéléré à mesure que la baisse de la demande réduisait les bénéfices et que plusieurs segments des marchés de financement — billets de trésorerie par exemple — se fermaient. Cela a amené les entreprises disposant d'une certaine latitude à tirer sur les lignes de crédit pour imprévus négociés au préalable avec les banques, aggravant aussi les problèmes de bilan.

### La question du découplage

Comme ces divers fusibles se sont affaiblis, l'attention s'est tournée vers la capacité de l'économie mondiale à utiliser la croissance pour compenser en partie les dégâts causés par le désendettement. Naturellement, elle s'est centrée sur les pays émergents qui sont depuis quelques années les moteurs les plus dynamiques de la croissance mondiale (graphique 3).

Les données récentes montrent que la croissance des pays émergents commence à fléchir, notamment en raison du recul de la demande américaine de leurs exportations et du resserrement de la politique monétaire au deuxième trimestre de 2008 en vue de compenser le regain de tensions inflationnistes. Ce fléchissement a fini par cristalliser ce qui constitue jusqu'ici une simplification excessive du débat sur l'évolution de la relation entre pays émergents et industrialisés. Ce débat ne doit pas être conçu en termes de découplage ou de «recouplage», mais de découplage «fort» ou «faible».

L'hypothèse du découplage fort suppose que la croissance des pays émergents augmente alors que celle des pays industrialisés diminue. C'est très improbable dans le monde interconnecté d'aujourd'hui, surtout quand les États-Unis, qui sont la première économie mondiale et émettent la monnaie de réserve, se heurtent à de graves problèmes.

L'hypothèse du découplage faible suppose que la croissance des pays émergents fléchit moins que par le passé selon l'évolution des pays industrialisés. Dans ce processus, les pays émergents bénéficieraient de facteurs compensateurs comme la demande de consommation locale insatisfaite, la forte épargne nationale, les importantes réserves de change et la marge de manœuvre considérable pour appliquer des politiques macroéconomiques anticycliques.

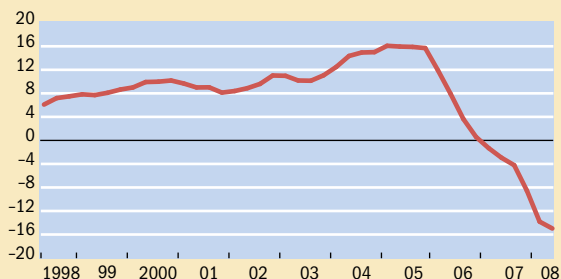
Pourtant, même si l'hypothèse du découplage faible se vérifie, il est peu probable qu'elle compense sensiblement l'effet négatif du désendettement sur la croissance mondiale, la réduction de la pauvreté et le bien-être. D'où les mesures audacieuses prises récemment de par le monde et visant à :

Graphique 1

#### En chute libre

Après avoir atteint des taux de croissance de 16 %, les prix du logement ont commencé à chuter en 2006 aux États-Unis.

(Indice des prix immobiliers Case-Shiller, pourcentage de variation en glissement annuel)



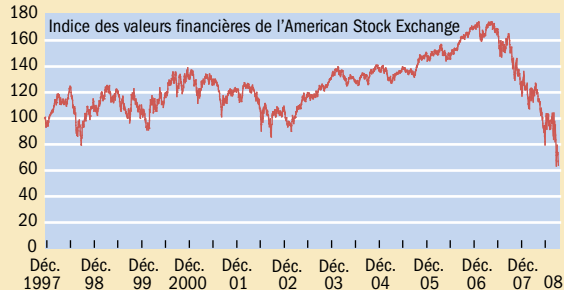
Sources : Standard & Poor's; Fiserv; MacroMarkets LLC/Haver Analytics.

Graphique 2

#### Un marché baissier

Les valeurs financières sont en nette perte de vitesse depuis juin 2007.

(Décembre 1997 = 100)



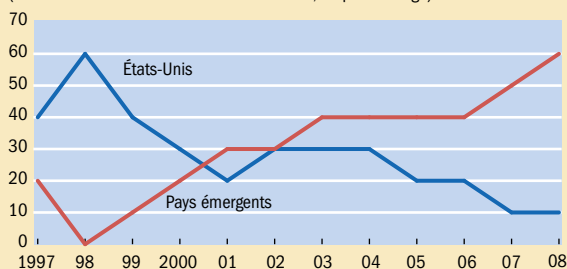
Source : Bloomberg.

Graphique 3

### De nouvelles locomotives?

Les pays émergents sont devenus les principaux ressorts de la croissance mondiale.

(contribution à la croissance du PIB mondial, en pourcentage)



Sources : Fonds monétaire international et PIMCO.

- rétablir le flux harmonieux des liquidités et des garanties, notamment en redonnant confiance dans les systèmes de paiement et de règlement;
- injecter du capital dans les banques et autres institutions financières;
- éliminer le surendettement lié aux actifs opaques et complexes;
- modifier l'effet de certaines politiques régulatrices pour accroître l'effet anticyclique.

Quand ces mesures prenaient effet, la dynamique du désendettement a modifié profondément le paysage financier américain. Rappelons les faits : en 2008, les différences entre banques commerciales et banques d'investissement ont été supprimées; des banques d'investissement vedettes comme Bear Stearns et Lehman Brothers n'existent plus; Merrill Lynch fait désormais partie de Bank of America; deux banques en vue, Wachovia et Washington Mutual, ont été absorbées par des institutions plus solides; enfin, AIG, première compagnie d'assurance du monde, a reçu de la Federal Reserve une injection de capital d'urgence.

### Le FMI : un réveil tardif

À mesure que la tempête s'apaisera dans les mois à venir, le débat sur les causes de ce désastre s'intensifiera. Au moment où je rédige cet article, on parle déjà d'une nouvelle conférence de Bretton Woods. J'imagine que la discussion portera sur toutes sortes d'entités : banques, investisseurs, agences de notation, régulateurs et, surtout, gestionnaires de risque dans les secteurs public et privé. On se demandera aussi si les décideurs disposaient des instruments appropriés quand ils ont pris conscience des difficultés du système financier.

On tirera sans doute beaucoup de conclusions, certaines valables et d'autres moins. À mon avis, celle qui aura le plus d'écho est que l'activité financière mondiale a fini par dépasser largement la capacité du système à s'y adapter harmonieusement. Plus simplement, l'infrastructure du système, aux niveaux national et mondial, nous a lâchés.

À l'échelon mondial, le débat portera certainement sur l'absence d'intervention active du FMI, du moins jusqu'à présent, où il soutient des pays émergents vulnérables. Après tout, le désendettement était tout bonnement une

crise systémique qui a frappé au cœur du système financier mondial. Il a affecté les «biens publics mondiaux» qui sont essentiels au bien-être de nombreux pays (comme le statut de monnaie de réserve du dollar, la prévisibilité du marché de titres publics le plus liquide du monde et le bon fonctionnement du système de paiement et de règlement utilisé par la plupart des pays).

Curieusement, ce n'était pas faute d'analyses de la part du FMI. L'institution a identifié assez tôt la responsabilité partagée qui incombe aux pays de corriger les déséquilibres mondiaux croissants. De plus, les mesures préconisées par le FMI et d'autres étaient généralement acceptées. Enfin, quand le FMI a modernisé et affiné ses analyses du secteur financier, ses travaux ont bien cerné des problèmes essentiels de politique économique.

Mais les avis du FMI ont été largement ignorés et il n'a pas joué le rôle de «conseiller compétent et fiable». Entre temps, le système mondial a atteint le stade de «l'épuisement causé par la dette» avant de se lancer dans le chaotique processus de désendettement dans lequel nous nous trouvons aujourd'hui.

En évitant d'abord la meilleure solution, à savoir une riposte multilatérale coordonnée, le système mondial a payé un prix énorme : perte de croissance des revenus, instabilité financière et chômage. N'oublions pas que ce sont les éléments les plus vulnérables de nos sociétés qui sont les plus menacés.

### Le dilemme du prisonnier

Finalement, la solution mondiale ordonnée a échoué à cause des faiblesses nationales et de l'incapacité du FMI et d'autres mécanismes multilatéraux (comme le G-7) à surmonter les problèmes de coordination internationale. Toutes les grandes économies du système mondial ont intérêt à ce que les choses s'arrangent. Pourtant, d'après le fameux «dilemme du prisonnier» dans la théorie des jeux, les premiers à prendre des mesures risquaient de voir leur situation s'aggraver si les autres ne suivaient pas rapidement.

Le cadre multilatéral, qui manquait de légitimité et de représentativité, était trop faible pour fournir l'assurance nécessaire que les mesures préventives prises par un pays s'accompagneraient de mesures d'appui de la part des autres. Par conséquent, aucun pays n'a agi de manière décisive et rapide pour corriger les déséquilibres.

Cette leçon doit être au centre des réflexions au moment où le système mondial amorce une période d'assainissement et de réformes qui sera vraisemblablement longue. Un monde interconnecté a besoin de beaucoup plus que des politiques nationales judicieuses pour réaliser une forte croissance, réduire la pauvreté et assurer la stabilité financière. Il faut également des politiques nationales qui tiennent mieux compte de divers effets transfrontaliers. Rien de tout cela n'arrivera sans modernisation audacieuse du système de coordination internationale. Si nous n'actualisons pas dès maintenant l'architecture financière mondiale, nous sommes condamnés à répéter les erreurs du passé. ■

*Mohamed A. El-Erian est Codirecteur général et Codirecteur des investissements de PIMCO. Il a été fonctionnaire du FMI de 1983 à 1997.*