

VIII. Conclusion : limiter les dégâts, tâche délicate

Les turbulences actuelles sur les principales places financières sont sans précédent dans la période de l'Après-guerre. Le risque important de récession aux États-Unis, conjugué à la vive montée de l'inflation dans nombre de pays, fait naître la crainte que l'économie mondiale est peut-être à un tournant critique. Cette crainte n'est pas infondée. Une interaction puissante et durable, associant innovation financière, gouvernance interne et externe insuffisante, et conditions monétaires mondiales depuis longtemps accommodantes, a conduit aux difficultés actuelles. Mais, plutôt que de chercher les culpabilités, il convient avant tout de réfléchir aux réponses les plus adaptées.

Il est primordial de prendre en considération tous ces facteurs – ainsi que leur interaction –, sans se focaliser sur les innovations financières, comme cela a été fait jusqu'à présent. Une vision trop étroite présente deux dangers. Premièrement, elle débouche sur des politiques correctives d'une portée limitée, potentiellement insuffisantes pour gérer une crise ayant des causes profondes tant dans l'économie réelle que dans le secteur financier. Il convient, en particulier, de faire face aux problèmes d'endettement (créances douteuses et poids du service de la dette) qui se posent depuis des années dans certaines grandes économies et de résister avec détermination à la tentation de masquer ces problèmes par encore plus de crédit et d'inflation. Deuxièmement, braquer les projecteurs sur les défauts des dernières innovations financières risque de pousser les autorités à s'attaquer aux symptômes, non aux causes profondes, dans les mesures correctives qu'elles adoptent. Il importe, sans conteste, d'isoler, dans les difficultés actuelles, ce qui relève des différences par rapport au passé de ce qui relève des analogies.

On ne saurait nier que certaines mutations financières, en particulier l'application inappropriée du modèle d'intermédiation « octroi puis cession » de crédits (*originate-to-distribute*), ont eu de déplorable effets secondaires. Des prêts de qualité de plus en plus médiocre ont été consentis puis cédés à des investisseurs crédules ou bien cupides, ces derniers recourant souvent à l'effet de levier par financement à court terme dans le but d'accroître encore leurs gains. En soi source non négligeable de vulnérabilité, ce processus s'est caractérisé par une telle opacité que – plus grave encore – il n'est pas toujours évident de déterminer le détenteur du risque ultime. Comment alors corriger un problème dont on ne sait même pas où il se situe ?

Les innovations ont accentué ce qui semble être une tendance inhérente à la procyclicalité de systèmes financiers libéralisés. En effet, l'expansion du crédit, en stimulant la croissance économique – et donc le prix des actifs –, encourage l'optimisme, réduisant la perception du risque. L'expansion du crédit s'en trouve encore favorisée, ne serait-ce que par l'accroissement des

garanties, ce qui mène à des comportements en matière de dépenses potentiellement intenable à la longue. L'exubérance, justifiée au départ, pourrait ainsi devenir irrationnelle et créer les conditions d'un éventuel effondrement ultérieur.

On ne saurait nier non plus que, comme ce fut le cas à maintes reprises par le passé, la gouvernance interne et la surveillance externe des établissements financiers ont été défailtantes. Certains ont subi de lourdes pertes, et les recapitalisations forcées entraîneront une dilution des rendements pour les actionnaires. Rien de surprenant donc à ce que ces derniers soient profondément indignés du comportement tant des directions que des conseils de surveillance. En outre, face à l'accumulation des signes de dysfonctionnement du système financier tout entier, les responsables de la surveillance prudentielle doivent, eux aussi, s'interroger. Comment, par exemple, un système bancaire parallèle si important a-t-il pu se développer sans que les autorités expriment haut et clair leurs préoccupations ? Peut-être, comme dans le cas des processus de gouvernance interne, est-ce simplement que personne n'a ressenti l'urgence de poser la délicate question de la source des profits quand tout allait si bien. On peut se consoler en se disant que les éléments de Bâle I qui ont contribué aux excès, en particulier l'absence effective d'exigences de fonds propres en regard des entités hors bilan associées aux banques, n'auront plus leur place dans le cadre de Bâle II. Plus tôt le nouveau dispositif sera pleinement appliqué, mieux cela vaudra.

Enfin, il est incontestable qu'un facteur encore plus classique était aussi en cause. Les taux d'intérêt réels – à l'échelle mondiale et pas seulement dans quelques économies avancées – sont demeurés à des niveaux exceptionnellement bas durant la majeure partie de la présente décennie. Dans un contexte d'inflation initialement faible et stable, les taux directeurs, les taux longs et les primes de risque ne se sont pas ajustés au rythme de la croissance mondiale, qui atteignait des records. L'expansion des agrégats de monnaie et de crédit s'est accélérée, alors même que l'augmentation des réserves de change était sans précédent, les autorités monétaires des économies émergentes étant intervenues massivement pour prévenir l'appréciation de leurs monnaies respectives. En outre, comme le faible niveau des taux d'intérêt, l'accélération de l'expansion des agrégats est une tendance généralisée, observée dans presque toutes les grandes régions du monde.

Une explication plausible pour cette longue période de souplesse des conditions de liquidité et de crédit est que les banques centrales n'ont pas encore entièrement intégré dans leurs politiques respectives les effets croissants de la mondialisation. Pendant des années, l'inflation mondiale a été maintenue à de bas niveaux par les retombées de chocs d'offre positifs, nombreux et imbriqués, résultant de la déréglementation et du progrès technique, mais peut-être davantage encore par l'entrée de grandes économies émergentes dans le système des échanges mondiaux. Toutefois, au lieu de traiter ce recul de l'inflation comme un phénomène transitoire, ainsi qu'elles l'avaient fait pour les chocs d'offre négatifs, les autorités y ont vu une raison de ne pas relever les taux d'intérêt en phase d'expansion accélérée et de les abaisser aux premiers indices d'un ralentissement. Il n'est dès lors pas

déraisonnable d'avancer que ces bas niveaux de taux d'intérêt pourraient, malheureusement, avoir incité les emprunteurs à l'imprudence et, au final, entraîné le retour de l'inflation. De même, on peut s'interroger sur la pertinence de conduire une politique nationale qui ignorerait délibérément les prix de l'alimentation et de l'énergie au prétexte qu'ils sont soumis à des facteurs externes. À l'échelle mondiale, il ne s'agit pas là de chocs d'offre externes, mais plutôt, semble-t-il, d'effets de demande. Ces considérations montrent que le cadre des politiques nationales doit être mieux adapté aux réalités de la mondialisation.

La multiplicité des facteurs à l'origine des difficultés économiques et financières actuelles, leurs interactions et leur persistance sont telles qu'il ne faut pas s'attendre à un retour à la normale rapide et spontané. Pas plus qu'il ne faut compter sur des solutions faciles et immédiates. Les difficultés inhérentes à la correction des excès passés renforcent la conviction qu'il est nécessaire de prévenir l'apparition même de tels excès liés au crédit facile en adoptant des politiques appropriées. Si l'instauration d'un nouveau cadre d'orientation présente des difficultés, les coûts économiques considérables des crises passées justifient, sans aucun doute, qu'on aborde sérieusement la question.

Ampleur des risques pour les perspectives économiques

Dans ce contexte, si un certain affaiblissement de la croissance mondiale est attendu par la plupart des observateurs, une incertitude exceptionnelle plane sur son degré de gravité. Pour preuve, la diversité croissante des prévisions dans la moyenne consensuelle ainsi que les écarts atypiques entre les prévisions de certaines autorités nationales et celles du FMI. Des divergences entre les grandes zones dans l'orientation de la politique monétaire, quoique dénotant de multiples influences, témoignent aussi d'évaluations différentes quant aux effets potentiels des turbulences actuelles sur les économies nationales. Une telle disparité se retrouve au niveau des prévisions d'inflation, avec des indicateurs annonçant cependant plutôt une hausse qu'une chute brutale. Par conséquent, d'aucuns voient des parallèles entre la situation présente et le début des années 1970, quand les tensions inflationnistes ont fortement augmenté, d'autres, avec le début des années 1990, quand les systèmes bancaires et l'économie ont souffert d'un endettement excessif du secteur privé. Au bout du compte, les deux camps pourraient bien avoir raison.

Un retour en arrière permet de comprendre, dans une certaine mesure, le degré d'incertitude qui règne actuellement. En soi, ce qui a conduit à la situation présente est très inhabituel. Sur le front de l'économie réelle, l'effet de la mondialisation ces dernières années a déjà été noté. Mais il ne faudrait pas oublier la dépendance exceptionnelle, dans de nombreux pays, à l'égard de la dépense des ménages et de leur endettement, lors de la dernière reprise. La sphère financière a, quant à elle, connu une expansion en volume sans précédent sur bien des marchés, avec la multiplication de nouveaux instruments et l'arrivée d'une multitude de nouveaux acteurs. Sur le front de

l'action des autorités, le degré de stimulation budgétaire et monétaire qu'il a fallu maintenir pour assurer la reprise après le ralentissement de 2001 a été, lui aussi, inégalé. Dans ce contexte, et au vu de la persistance des turbulences sur les marchés financiers, il est tout bonnement improbable que les modèles de prévision classiques continuent à être fiables, pour autant qu'ils l'aient jamais été.

Si l'on se tourne vers l'avenir, l'incertitude est grande quant à l'ampleur des répercussions, sur la croissance, d'un certain nombre d'interactions au sein du système financier et de l'économie réelle, mais aussi entre les deux, vulnérabilités auxquelles s'ajoute le risque de contagion entre régions géographiques. Il faut, en outre, compter avec les effets néfastes d'une accélération de l'inflation sur l'économie réelle et les possibles perturbations provoquées par les déséquilibres commerciaux. Derrière ces interactions se profilent le spectre d'une inversion de l'effet de levier, après de nombreuses années d'accumulation de dettes, et le problème du « sophisme de composition » : en s'efforçant de régler rationnellement leurs problèmes, certains acteurs économiques pourraient ne faire qu'aggraver ceux des autres. De tels processus, qui peuvent être bien plus que simplement cumulatifs, risquent d'entraîner un ralentissement mondial beaucoup plus marqué que généralement anticipé et, pour un temps au moins, une hausse de l'inflation.

Au sein du secteur financier, l'interaction la plus déterminante s'exerce entre les établissements et les marchés. Ayant des difficultés à estimer leurs besoins futurs en fonds propres et en liquidités, avec l'accumulation des pertes et le gonflement non voulu des bilans, les banques sises dans les principaux centres ont déjà réduit l'offre de crédit aux établissements financiers et durci leurs conditions concernant les dépôts de garantie, deux tendances qui pourraient bien s'accroître. De leur côté, les emprunteurs qui ne peuvent pas satisfaire aux exigences accrues pourraient être obligés de brader des actifs sur des marchés qui demeurent illiquides en dépit des interventions exceptionnelles des banques centrales. Pareilles « ventes au rabais » pourraient avoir un impact non négligeable sur les prix, ainsi que sur les fonds propres des établissements financiers. Une telle dynamique pourrait entraîner une nouvelle détérioration de la liquidité si les teneurs de marché, privés de financement, étaient contraints de réduire encore leurs activités.

Au sein de l'économie réelle, la principale préoccupation tient à ce que les ménages lourdement endettés, et parfois confrontés à une chute des prix immobiliers, vont chercher à augmenter le niveau historiquement faible de leur épargne en réduisant très sensiblement leur consommation. Le fait que, aux États-Unis et dans certaines autres économies avancées, les parcs de logements, voitures et autres biens durables semblent déjà importants pourrait encourager un tel comportement. Malheureusement, tout le monde ne peut se mettre à épargner davantage en même temps, dans la mesure où la dépense des uns correspond au revenu des autres. Cela se traduirait, au final, par un fléchissement de l'activité et de l'emploi, non seulement dans ces économies, mais aussi dans les pays qui en sont tributaires pour leurs exportations. Et il n'est guère probable qu'une hausse de l'investissement aux États-Unis ait un effet compensateur suffisant. En pareilles circonstances, il

se pourrait fort que les entreprises, estimant que la demande pour leurs produits ne reprendra probablement pas de sitôt, diffèrent simplement leurs investissements tout en réduisant leurs coûts. Certes, une chute du cours effectif du dollar créerait des emplois et réduirait le déficit commercial des États-Unis, mais ne ferait qu'affaiblir les exportations des autres pays.

Entre les sphères financière et réelle, il pourrait aussi se produire d'inquiétantes interactions. Pour l'heure, le plus grand motif de préoccupation tient à ce que des conditions de crédit encore plus strictes seront appliquées aux emprunteurs non financiers. Si, dans son ensemble, le secteur des entreprises n'est vraiment pas à court de liquidités, on ne peut pas en dire autant de beaucoup de grandes sociétés qui ont récemment été impliquées dans des rachats par effet de levier. Par ailleurs, la situation financière des ménages dans de nombreux pays n'est pas bonne. Le simple fait de ne plus pouvoir mobiliser des fonds par nantissement de la valeur du bien immobilier a déjà eu un effet sensible sur la consommation, à tout le moins aux États-Unis. Un resserrement encore plus marqué des conditions de crédit pourrait exacerber ces tendances et entraîner encore des pertes d'emploi et des faillites, dont se ressentirait à son tour le système financier.

Compte tenu du risque d'une telle détérioration de l'environnement économique et financier, il ne serait pas surprenant que la valorisation des actifs soit soumise à de nouvelles pressions, les prix du logement restant souvent au cœur des préoccupations. Aux États-Unis, le stock de maisons invendues demeure particulièrement élevé. Il pourrait bien augmenter encore si les propriétaires sont tentés de renoncer à leur bien dès lors que la valeur de leur logement tombe en deçà du montant du prêt à rembourser. Cela pèserait encore sur les fonds des prêteurs et comprimerait un peu plus les prix du logement ainsi que les prix de l'ensemble des instruments financiers adossés aux instruments hypothécaires. Dans plusieurs pays, les prix de l'immobilier commercial commencent aussi à diminuer, tendance généralement de mauvais augure pour les prêteurs. Il est clair que ces interactions entre sphères réelle et financière sont tout à la fois complexes et potentiellement dangereuses.

La mondialisation accroît le risque de contagion entre régions géographiques. Il ne peut guère faire de doute à ce stade que l'économie des États-Unis est confrontée à de graves difficultés et qu'elle est la plus susceptible de pâtir des interactions déjà mentionnées. D'autres pays affichant de faibles taux d'épargne pourraient être exposés, eux aussi, quoique peut-être moins fortement. Il reste l'espoir que le ralentissement ne se propage que sous une forme très atténuée. Le cœur de l'Europe semble fondamentalement solide, mais on ne peut pas en dire autant de sa périphérie. L'Espagne et l'Irlande connaissent des problèmes déjà manifestes dans le secteur du bâtiment, tandis que certains pays d'Europe orientale affichent un déficit courant particulièrement ample. En outre, leur dépendance à l'égard des banques d'Europe occidentale est potentiellement une autre source importante de vulnérabilité, si les circonstances forçaient ces banques à se désengager. Le Japon, de par ses liens commerciaux étroits avec les États-Unis, se trouve lui aussi exposé, mais il semble ne pas connaître

l'endettement du secteur privé accumulé ces dernières années, qui menace désormais maints autres pays.

La capacité des économies émergentes de se découpler totalement ou partiellement des contreperformances enregistrées par les pays avancés constitue une source d'incertitude supplémentaire. Certes, leur demande intérieure semble être orientée à la hausse et leurs exportations sont de plus en plus tournées vers le monde émergent. Cependant, une grande partie de l'investissement intérieur ainsi que l'exportation de biens intermédiaires vers les autres économies émergentes restent fondamentalement subordonnées à la consommation finale dans les pays avancés. De plus, les conditions sur les marchés financiers et la confiance générale jouent probablement un rôle dans un environnement de plus en plus « mondialisé ». Ces considérations laissent supposer que les corrélations et les vulnérabilités observées lors de replis cycliques antérieurs sont loin d'avoir été éliminées.

Autre source de préoccupation grave et contradictoire : la montée de l'inflation mondiale. Quel niveau pourrait-elle atteindre et combien de temps y restera-t-elle ? La récente accélération mondiale est essentiellement due aux cours des produits de base, en partie parce que ni leur demande ni leur offre ne réagissent rapidement aux variations des prix. Mais de plus en plus de produits sont concernés par les pressions sous-jacentes de la forte demande mondiale sur les capacités d'offre à court terme. En outre, si la stabilité des salaires et des anticipations d'inflation, à ce jour, est rassurante pour certains, d'autres sont moins optimistes pour l'avenir. Presque partout, l'augmentation des prix a déjà comprimé les salaires réels, au point même de provoquer des troubles sociaux et politiques dans plusieurs économies émergentes. En réponse, un grand nombre de gouvernements ont recouru à des mesures administratives pour contenir la hausse des prix et limiter les exportations, ce qui donne à penser que les forces inflationnistes sous-jacentes sont même plus vives encore qu'il n'y paraît. Un ralentissement économique mondial permettrait, évidemment, de réduire les tensions inflationnistes globales, mais compte tenu de l'inertie dans le processus d'inflation, cela pourrait encore prolonger la période de forte inflation et de fléchissement de la croissance d'une manière difficilement tenable. En outre, un ralentissement pourrait encourager des tendances protectionnistes généralisées et potentiellement dangereuses.

Au-delà de ces risques mondiaux propres à l'inflation, les variations de change ne seront pas sans incidence sur les perspectives d'inflation et de croissance dans chaque région. L'évolution sur les marchés des changes est, en soi, source de préoccupations. Dans le contexte d'un déficit courant toujours ample aux États-Unis et d'un alourdissement de la dette extérieure, la chute du cours effectif du dollar est, à ce jour, restée remarquablement ordonnée. Cela ne présage toutefois pas nécessairement de l'avenir. Les investisseurs étrangers en actifs libellés en dollars ont connu de lourdes pertes mesurées en dollars, et plus lourdes encore mesurées dans leur propre monnaie. Tout en étant peu vraisemblable, et de fait très improbable dans le cas des avoirs officiels, un dégagement inopiné ne saurait être complètement exclu.

Enfin, toute modification des cours de change présentera des coûts – mais aussi des bénéfices – non négligeables, quelle que soit leur ampleur. Des pays dont la monnaie se déprécie devraient voir l'incidence bénéfique des effets de substitution sur la croissance. C'est le cas des États-Unis qui, en outre, continueront de bénéficier des effets de valorisation, leurs dettes étant, pour l'essentiel, libellées en dollars, contrairement à leurs actifs, qui profitent de l'effet de change. Par contre, les pays dont la monnaie s'apprécie verront probablement leur croissance pâtir et perdront ainsi sur les deux tableaux.

S'agissant de l'incidence sur l'inflation des variations de change, l'évaluation coûts/avantages est plus complexe et, pour certains pays, plus préoccupante. Par exemple, si le dollar et la livre sterling continuaient de se déprécier en termes effectifs, les tensions inflationnistes devraient s'accroître aux États-Unis et au Royaume-Uni. La transmission des variations de change aux prix a été relativement tenue ces dernières années dans les deux pays, ce qui a eu tendance à comprimer les marges bénéficiaires dans les pays exportateurs et à inciter les entreprises à augmenter la productivité plus rapidement que les salaires. Toutefois, sur la durée, les deux processus se font de plus en plus laborieux, ce qui accroît le risque d'inflation. Par contre, dans la plupart des pays dont la monnaie est susceptible de s'apprécier, particulièrement en Asie et en Europe occidentale, l'inflation dépasse l'objectif et les effets désinflationnistes d'une hausse de la monnaie par rapport au dollar seraient manifestement bienvenus.

À cet égard, le Japon reste un pays « hors norme », au point d'en être préoccupant. Avec un cours effectif proche d'un creux de trente ans, associé à un important excédent courant et d'énormes réserves de change, le yen pourrait donc encore s'apprécier. Si tel était le cas, dans un contexte de recul des échanges commerciaux et de croissance toujours atone, un retour de la déflation ne saurait être exclu. Si l'économie japonaise semble moins exposée que bien d'autres aux interactions dommageables déjà évoquées, la marge de manœuvre des autorités est devenue quasi inexistante. Le pays a une gigantesque dette publique et les taux directeurs sont proches de zéro, héritage d'une utilisation répétée et quasi exclusive des instruments macroéconomiques pour faire face au contrecoup de l'éclatement, au début des années 1990, de la bulle financière.

Après une bonne dizaine d'années de croissance inférieure à son potentiel, la persistance d'un risque à la baisse pour le Japon permet deux constats pertinents pour d'autres pays dans le contexte actuel. Premièrement, si les autorités japonaises s'étaient attaquées à la bulle plus tôt et plus énergiquement, on ne serait pas allé si loin dans l'excès durant le boum. Deuxièmement, faute d'une restructuration rapide et ordonnée de la dette des entreprises et des établissements financiers, le coût final de la phase ultérieure de contraction a été beaucoup plus élevé qu'il n'aurait dû l'être.

Riposte face à des risques contradictoires

L'apparition des problèmes actuels tient fondamentalement à une longue période d'expansion excessive et imprudente du crédit qui, depuis longtemps déjà, portait en elle deux risques, sans qu'on ne sache jamais lequel se matérialiserait en premier : une montée de l'inflation, au fur et à mesure que l'économie mondiale se rapprochait de son potentiel de production, et une accumulation des déséquilibres liés à l'endettement dans la sphère financière et l'économie réelle qui, à terme, se révélerait intenable et entraînerait un important ralentissement. En l'occurrence, l'économie mondiale semble avoir subi les deux phénomènes en même temps, à des degrés il est vrai très différents selon les pays, comme c'est souvent le cas.

Les autorités voient ainsi leur tâche considérablement compliquée. Ne pas agir énergiquement pour lutter contre l'inflation, qui s'intensifie actuellement presque partout, fait courir le risque d'une révision à la hausse des anticipations dans ce domaine, potentiellement très coûteuse à corriger. Mais ne pas casser l'engrenage décrit plus haut fait planer la menace d'une spirale à la baisse dans l'économie, qui pourrait très facilement s'emballer. Pourtant, ces menaces diffèrent dans leur urgence : de fait, l'accélération de l'inflation est déjà une réalité, tandis que le fort ralentissement de la croissance n'est, dans bien des cas, qu'une éventualité. En principe, cela devrait se traduire par une orientation générale des politiques beaucoup moins accommodante.

Même dans cette dernière hypothèse, les risques contradictoires en jeu font qu'il est impossible de recommander des politiques monétaire et budgétaire uniformes et valables pour tous. Chaque banque centrale doit évaluer avec soin une série de facteurs dont l'importance relative varie d'un pays à l'autre : la vigueur des tensions inflationnistes existantes et le risque de révision à la hausse des anticipations d'inflation ; l'éventualité d'autres chocs pour l'inflation, avec en point de mire les cours des produits de base, les cours de change et les termes de l'échange ; l'influence sur les perspectives de variations, potentiellement amples, des prix des actifs et de la perception de richesse, en particulier dans le contexte d'un lourd endettement ; enfin, l'état du système financier et l'éventualité d'une raréfaction du crédit.

L'évaluation incontournable de tous ces facteurs ne peut mener qu'à des divergences, d'un pays à l'autre, dans la trajectoire des taux d'intérêt. Si la montée de l'inflation est partout un risque évident, elle est déjà une réalité dans la plupart des économies émergentes. En effet, les produits alimentaires y représentent une plus grande part du panier du consommateur et les antécédents de stabilité des prix y sont, parfois, moins bien établis. Par ailleurs, les menaces, pour la croissance, des excès bilantiels et le durcissement des critères d'octroi de crédit semblent généralement moins présents que dans certains grands pays avancés. Il va de soi qu'un resserrement de la politique monétaire relativement plus fort dans les économies émergentes supposerait également une volonté plus affirmée de permettre à la monnaie de s'apprécier en conséquence. Cette seconde orientation devrait, de toute façon, être recommandée comme instrument à la

fois de lutte contre l'inflation et de réduction des déséquilibres commerciaux dans le monde. Étant donné que, dans le monde avancé, des considérations analogues semblent justifier un durcissement en Europe continentale (par rapport aux États-Unis, où la menace de récession semble plus grande), l'appréciation des monnaies dans les économies émergentes contribuerait aussi à atténuer les tensions haussières sur l'euro.

De toute évidence, la politique devrait en principe être conduite non seulement dans l'optique de remédier aux problèmes du moment, mais aussi en se plaçant dans une perspective de long terme, d'où là aussi des contradictions pouvant donner matière à des choix divergents. Il n'est pas impossible que l'éclatement de la bulle du crédit débouche, au sortir d'une période transitoire de hausse de l'inflation, sur une déflation qui pourrait être difficile à gérer, d'autant que le niveau initial d'endettement nominal est élevé. De telles considérations ont conduit certains, surtout aux États-Unis, à plaider en faveur d'un recours particulièrement vigoureux à l'assouplissement monétaire comme « assurance » contre la déflation, laquelle, quoique peu probable, pourrait être lourde de conséquences.

Cela étant, d'autres, surtout en Europe continentale, ont exprimé des préoccupations différentes. Outre les inquiétudes à court terme quant à une poussée d'inflation, nombreux sont ceux qui pensent qu'un assouplissement important des politiques monétaires ne fera que favoriser la formation d'une autre bulle intenable du crédit et des prix des actifs – ce qui expliquerait, en partie, les évolutions récentes sur les marchés des produits de base – et craignent que les déséquilibres de la dépense et des échanges commerciaux actuels tendent à s'aggraver. Ceux qui partagent ce point de vue rappelleront les bulles en série, surtout aux États-Unis, et l'apparente nécessité d'une riposte monétaire toujours plus importante pour contrer les replis successifs. Une autre préoccupation, étroitement liée, tient à ce que l'assouplissement monétaire pourrait même, au final, ne plus stimuler du tout la croissance réelle mais n'induire que des hausses de prix. De fait, plusieurs théoriciens avaient mis en garde, avant-guerre, contre une telle possibilité. Faute de prendre suffisamment en compte cette éventualité de l'assouplissement monétaire, les autorités risqueraient – et c'est le grand danger – de trop tarder à se tourner vers d'autres mesures plus aptes à atténuer un repli cumulé de l'activité.

L'autre solution la plus évidente, peut-être, serait le recours à des mesures budgétaires incitatives. Dans la plupart des pays avancés, les ralentissements déclenchent un certain degré de stabilisation automatique ; le phénomène est, toutefois, moins courant dans les économies émergentes. Par ailleurs, les mesures budgétaires discrétionnaires restent une réalité politique, surtout face aux perspectives d'un grave repli. C'est incontestablement, en partie, le cas aux États-Unis, où les craintes d'un grave repli ont servi à justifier un train de mesures de relance budgétaire, début 2008, qualifié de « opportun, ciblé et temporaire ».

Dans le même temps, néanmoins, il faut reconnaître certains inconvénients à cette approche. Premièrement, il se pourrait qu'une incitation budgétaire préventive, tout comme l'assouplissement monétaire, favorise une hausse des anticipations d'inflation faute d'un excédent de capacités préalable.

Deuxièmement, dans nombre de pays, la dette publique, explicite et implicite, est déjà tellement élevée qu'on se demande si les engagements existants pourront être honorés en intégralité. Une nouvelle incitation budgétaire pourrait alors entraîner une élévation des primes de risque qui pourrait faire remonter les taux d'intérêt. Troisièmement, pour les pays affichant un ample déficit ou une lourde dette vis-à-vis de l'extérieur, le cours de change pourrait aussi être durement touché. Quatrièmement, la marge de manœuvre budgétaire serait encore limitée par les craintes que le traitement des problèmes de surendettement des établissements financiers ou des ménages retomberait, au bout du compte, sur le contribuable.

La dette, essentiellement aux États-Unis aujourd'hui, mais aussi à terme dans plusieurs autres pays peut-être, est si lourde que son service ne peut pas toujours être assuré aux conditions convenues initialement ; les prêts hypothécaires à risque aux États-Unis l'illustrent bien. Dans de telles circonstances, créanciers et débiteurs devraient en principe viser à un rééchelonnement ordonné, afin de préserver la valeur résiduelle, dans l'intérêt des deux parties, tout en limitant l'aléa moral (ou risque subjectif). L'intervention des gouvernements pourrait néanmoins devenir nécessaire dans la mesure où les procédures actuelles de restructuration et de liquidation dans le secteur privé, ainsi que l'infrastructure sur laquelle elles reposent, pourraient ne pas permettre un traitement rapide et efficace à l'échelle requise. Un autre obstacle de taille à une solution exclusivement de marché est l'arrivée de nouveaux acteurs et instruments au sein du système financier mondial. Les actifs sous-jacents continuant de se déprécier, la localisation, la valorisation et l'importance finale des pertes restent incertaines. Se pose, de plus, la question de savoir qui possède le droit de réclamer le recouvrement de la valeur résiduelle présumée des actifs.

Un autre élément, qui distingue bien la situation présente des crises récurrentes de la dette souveraine, est la multiplicité des emprunteurs en difficulté, notamment les ménages aux États-Unis, ainsi que des prêteurs. Outre la complexité accrue qui en résulte, le recours généralisé aux instruments de transfert du risque de crédit a rompu la communauté d'intérêt des investisseurs dans l'arbitrage entre pertes et défaut. En résumé, une sortie de crise ordonnée par le seul secteur privé ne sera pas chose aisée. Aussi, le rôle le plus utile que pourraient jouer les gouvernements consisterait-il à chercher des solutions aptes à améliorer rapidement la situation.

Si les gouvernements jugent nécessaire d'intervenir directement pour réduire le poids de l'endettement, il est crucial qu'ils aient conscience de certaines évidences. Trop élevés, les prix des actifs finiront par reculer. Trop bas, les taux d'épargne finiront par se redresser. Et si le débiteur est défaillant, la créance finira en profits et pertes. Tenter de nier ces évidences – en recourant à toutes sortes d'artifices – ne fera qu'aggraver les choses. Peut-être convient-il maintenant d'énoncer certains principes, en se référant, pour ce faire, au traitement des crises antérieures au Japon, en Suède et ailleurs, mais en gardant à l'esprit que passer de la théorie à la pratique n'est pas sans poser d'autres difficultés.

Premièrement, le gouvernement doit, en principe, agir rapidement et avec détermination, en levant toute ambiguïté quant aux pertes que devrait assumer le secteur privé. Ce fut le cas s'agissant de la crise bancaire suédoise au début des années 1990, alors qu'au Japon le gouvernement a par trop tergiversé. En pratique, néanmoins, un certain délai est toujours nécessaire pour évaluer la gravité de la situation et les mesures appropriées. Deuxièmement, les pertes devraient en principe être supportées par ceux qui ont pris le risque à l'origine : les emprunteurs d'abord, puis les prêteurs imprudents. En pratique, toutefois, il faut aussi prendre en compte les répercussions que peut avoir une généralisation des faillites dans le secteur des ménages (sans parler des litiges qui en résultent). Troisièmement, si le secteur public choisit de « socialiser » les pertes, il devrait le faire de manière explicite et transparente, sans faire porter les conséquences bilantielles sur la banque centrale. En pratique, cependant, comme on l'a vu au Japon au début des années 1990, une législation insuffisante en matière d'assurance des dépôts n'a guère laissé d'autre choix à la banque centrale que d'octroyer des liquidités d'urgence aux établissements insolvables. Quatrièmement, enfin, en contrepartie de l'aléa moral associé à l'utilisation des deniers publics, il faudrait instaurer des mesures visant à éviter que des problèmes analogues se reproduisent à l'avenir. Les questions pratiques qui peuvent alors se poser sont évoquées ci-après.

La plupart des suggestions formulées jusqu'ici sur le rôle des pouvoirs publics visaient à réduire l'éventualité d'un assèchement total du crédit au sein du système financier mondial, en atténuant l'interaction potentiellement dévastatrice des incertitudes quant à la solvabilité des emprunteurs – les ménages surtout – et à celle des prêteurs. En fait, des mesures ont déjà été prises aux États-Unis pour soutenir les marchés hypothécaires, et ainsi indirectement, les prix du logement, les propriétaires et les prêteurs, en s'appuyant sur les agences gouvernementales et paragouvernementales. Dans plusieurs pays, certains ont demandé que le gouvernement procède à des achats directs afin d'enrayer la chute des prix de divers instruments financiers. Bien entendu, cette solution n'est pas compatible avec la détermination du prix d'équilibre dans un marché appelé à retrouver sa propre dynamique et expose le gouvernement à de futures pertes si les prix continuent de chuter malgré tout. Une autre proposition consisterait à cibler non pas les actifs des ménages mais leur passif, par une forme d'allègement général, étroitement encadré par les pouvoirs publics. Les inconvénients apparaissent bien sûr clairement : le coût potentiel direct à la charge du gouvernement, l'aléa moral qui en résulte et la profonde indignation politique à l'idée que les emprunteurs « prudents » et les contribuables subventionnent « l'imprudence » des autres.

Par quelles actions les gouvernements pourraient-ils contribuer à réduire les incertitudes quant à la solvabilité des banques et, ainsi, la menace d'un tarissement du crédit ? De toute évidence, il faudrait commencer par encourager l'autofinancement. Il faudrait réduire aussi bien les dividendes que les primes pour augmenter les volants de fonds propres. Il faudrait également mobiliser des capitaux privés, par le biais d'augmentations de capital ou en

faisant appel à des investisseurs extérieurs. Une plus grande limpidité concernant les véritables besoins en fonds propres, dans la perspective de pertes potentielles et aussi d'un éventuel gonflement non voulu des bilans, faciliterait, il va sans dire, le processus. Or, en l'absence de marché, de nombreux produits structurés sont difficiles à évaluer et l'utilisation de modèles présente d'importantes lacunes. La solution suggérée, à savoir que les banques, conscientes de ces inconvénients, puissent convenir d'une « grille » d'évaluation commune, mérite qu'on s'y attarde.

Certes, cette procédure d'évaluation pourrait aussi révéler de lourdes pertes, difficiles à supporter, possibilité à laquelle les autorités devraient se préparer. Si les instances réglementaires étaient en mesure d'établir que les pertes estimées « à la juste valeur » étaient beaucoup plus élevées que leur niveau effectif probable, une solution serait peut-être de faire preuve d'un certain degré de tolérance. En revanche, si les régulateurs ne s'estimaient pas en mesure de le faire, alors le gouvernement ne devrait pas hésiter à intervenir directement sous réserve des principes susmentionnés. Les fusions, les acquisitions, la mise en place d'une structure de défaillance (ou « *bad bank* ») destinée à reprendre des créances douteuses, la recapitalisation au moyen des fonds publics, voire la nationalisation, sont autant de procédures qu'il convient d'envisager au cas par cas.

Quand une intervention directe des pouvoirs publics paraît indispensable, son cadre juridique et l'éventuelle nécessité d'impliquer des instances étrangères sont des facteurs importants qui restreignent, dans la pratique, le champ des ripostes possibles. À ce stade, le manque de préparation à une crise éventuelle apparaîtra clairement et rapidement. Si les autorités doivent, vaille que vaille, intervenir, l'expérience acquise dans la gestion de la crise servira, au minimum, à repérer ces insuffisances.

Amélioration de la prévention et de la gestion des crises

Il faut être réaliste : les crises financières ayant eu un coût économique élevé ne sont pas une nouveauté, et il ne faudrait pas croire qu'on pourra les éliminer un jour. Cela étant, il est possible de s'y préparer, autant pour atténuer les excès de la phase expansionniste du cycle du crédit que pour réduire les coûts lors du repli, par des procédures de gestion de crise. Les coûts du présent retournement étant de plus en plus apparents, la volonté politique de s'atteler à cette tâche devrait être à la hauteur des enjeux. En outre, un engagement en ce sens contribuerait à réduire l'aléa moral d'une intervention directe du gouvernement, effective ou supposée, pour faire face aux difficultés actuelles.

Comme le note l'Introduction de ce rapport annuel, les causes des turbulences actuelles présentent à la fois des différences et des similitudes avec les épisodes antérieurs. Divers groupes de travail ont déjà mis en évidence ce qui distingue les marchés financiers d'aujourd'hui et ont déjà formulé maintes suggestions. L'objectif est de réduire les risques manifestement imputables à ces « différences », tout en en préservant autant que possible les bienfaits. D'ailleurs, c'est le cas tout particulièrement

du modèle d'octroi puis cession de crédits dont les avantages théoriques restent encore à concrétiser.

Une moindre attention a été prêtée aux remèdes à apporter aux facteurs récurrents – les similitudes – à savoir : la procyclicalité inhérente du système financier et l'expansion excessive du crédit. Ce manque d'intérêt est surprenant à deux titres. Premièrement, comprendre que l'expansion excessive du crédit est le problème de fond permet de mieux s'expliquer non seulement les turbulences actuelles, mais aussi les déséquilibres présents dans l'économie réelle et la montée de l'inflation, et cela en appliquant simplement le principe de parcimonie. Deuxièmement, il se pourrait fort que la propension, potentiellement néfaste, d'une expansion rapide du crédit à produire des effets secondaires aille en s'accroissant. La mondialisation et la concentration, ainsi que la titrisation, sont des tendances qui rendent plus probables non seulement les comportements excessifs en période d'expansion mais, sans doute, aussi les coûts du renversement.

Compte tenu de tout ce qui précède, il paraît nécessaire de mettre en place un nouveau cadre de stabilité macrofinancière pour contrer la procyclicalité inhérente du système financier. Le recours à des instruments réglementaires macroprudentiels ainsi qu'à un resserrement monétaire pour freiner la reprise pourrait permettre d'éviter les pires excès. De fait, la perspective d'une résistance active par le secteur officiel pourrait tempérer le comportement du secteur privé. Il convient, ainsi, de souligner comment la nouvelle priorité donnée par les banques centrales à l'inflation a influé sur les anticipations. Par ailleurs, des excès moins nombreux en période d'expansion signifieraient probablement des déséquilibres moins nombreux à corriger après coup, ainsi qu'une plus grande marge de manœuvre pour assouplir une orientation qui aurait été plus systématiquement durcie dans une précédente phase.

Un tel cadre privilégierait avant tout les aspects systémiques. Il veillerait à mettre l'accent sur les dangers que représente le fait qu'une multitude d'établissements soient exposés aux mêmes chocs – un renversement du cycle immobilier, par exemple. Il prendrait également en considération les interactions endogènes entre établissements, et entre marchés et établissements, dont les effets peuvent être hautement non linéaires. Cette approche ne conduirait pas à accorder moins d'attention à la santé de tel ou tel établissement, mais elle supposerait certainement une amélioration de la surveillance des sociétés de très grande taille ou ayant des relations complexes avec d'autres parties du système.

Le cadre définirait ensuite une application beaucoup plus « symétrique » ou anticyclique des instruments de politique monétaire, prévoyant un resserrement lors de la phase expansionniste du cycle du crédit et un assouplissement lors du renversement. À noter que le nouveau cadre ne ferait ainsi que traduire ce qui est désormais le principe consacré en matière de politique budgétaire : les périodes de prospérité doivent servir à se préparer aux périodes difficiles. À l'heure actuelle, en période de reprise, il n'y a pas un instrument monétaire ni réglementaire qui serve à répondre en toute circonstance aux types de déséquilibres décrits plus haut. En outre, les

instruments réglementaires ne sont généralement durcis que lorsque la situation se gâte, au risque d'aggraver le repli.

Pour être plus précis, un resserrement monétaire serait envisageable, même avec une inflation maîtrisée, dès lors que la conjonction d'une expansion rapide du crédit, d'un renchérissement des actifs et de distorsions en matière de dépense ou de production, est suffisamment préoccupante. Cette proposition est très différente du simple ciblage des prix des actifs en ce qu'elle s'articule autour d'un groupe d'indicateurs systémiques. Les instruments macroprudentiels seraient utilisés dans une perspective comparable, soit en gardant une certaine liberté d'appréciation, soit en suivant certaines règles de fonctionnement, pour faire en sorte que les primes de risques, les provisions pour créances irrécouvrables et les fonds propres réglementaires contribuent tous à réduire l'amplitude du cycle du crédit. L'une des difficultés techniques serait de veiller à ce que les exigences de fonds propres soient adaptées au comportement de chaque établissement, tout en répondant aux nouveaux développements à l'échelle du système. Heureusement, la flexibilité instituée par les piliers de Bâle II facilite la recherche d'une solution.

Enfin, le cadre de stabilité macrofinancière pourvoit à une coopération encore plus étroite entre banques centrales et instances réglementaires pour tenter de repérer l'accumulation de risques systémiques et décider des mesures correctives à mettre en œuvre. Il faudrait aussi mieux intégrer les points de vue particuliers et les capacités d'analyse de chacune des parties. Une définition plus claire des responsabilités respectives ainsi que des accords formels pour faire en sorte que les décisions soient prises en temps voulu afin de veiller à la stabilité systémique seraient aussi d'une grande utilité pratique.

Il existe de nombreux obstacles pratiques à la mise en place d'un cadre opérationnel macrofinancier. En premier lieu, tout le monde n'accepte pas l'idée qu'une expansion excessive du crédit est à l'origine du problème, ni qu'il pourrait être difficile d'effacer les séquelles des phases d'excès. Sans aller jusqu'aux hypothèses extrêmes, si les coûts des turbulences actuelles continuent à monter et que les mesures prises par les autorités se révèlent dans l'ensemble inefficaces, il est probable que de telles convictions seront remises en question. Il est difficile, en second lieu, dans la pratique, de savoir à quel moment il devient nécessaire de freiner la reprise, et, en troisième lieu, de trouver la volonté d'agir, surtout quand les conditions semblent encore favorables. Ces défis sont réels mais ils ne devraient pas être insurmontables, et ils paraissent presque dérisoires à côté des probables difficultés qui surgissent au moment où une phase d'expansion non maîtrisée cède la place à une phase de contraction.

Un cadre conçu pour réduire l'amplitude des cycles induits par le crédit ne les éliminera pas. Il faudra toujours faire face à des périodes de turbulences et de crise caractérisée et les gérer ; il faudra également s'y préparer en instaurant un train cohérent de mesures de type « filet de sécurité ». Il convient d'évaluer l'efficacité des mécanismes d'assurance des dépôts et de s'attaquer à leurs insuffisances, de créer des « banques de secours » pour que les fonctions essentielles des banques en faillite soient maintenues, de promulguer des lois

conférant aux autorités les pouvoirs nécessaires pour répondre aux difficultés à mesure qu'elles apparaissent. Il faut aussi signer des protocoles d'accord, au niveau tant national qu'international. Et ceux qui seraient appelés à gérer en temps réel les problèmes devraient se prêter à des exercices de simulation. Bien entendu, il y a une part d'aléa moral dans toutes les initiatives de cette nature. Mais, si elle a la moindre valeur d'exemple, l'expérience montre que, faute de s'atteler à cette tâche, on se condamne à devoir recourir à des mesures encore plus onéreuses et dangereuses durant la crise elle-même. On juge naturel que les entreprises et les banques élaborent des plans de continuité d'exploitation pour se préparer à d'éventuelles crises. On devrait donc s'attendre à ce que les autorités monétaires en fassent au moins autant.