

S'adapter à la

Mohamed A. El-Erian

ON A COUTUME de penser que les marchés financiers donnent le meilleur éclairage objectif sur les évolutions économiques futures. Or depuis quelques mois, de nombreux compartiments des marchés envoient des signaux différents, voire contradictoires :

- De nombreuses bourses ont terminé l'année 2006 à des niveaux records ou presque, ce que les experts ont interprété comme un signe de confiance en la poursuite d'une croissance mondiale solide et d'une inflation maîtrisée — une situation « à la Boucles d'Or » (ni trop chaud, ni trop froid). Toutefois, l'orientation des marchés obligataires — surtout aux États-Unis, mais aussi, de plus en plus, ailleurs — reflétait une vision plus réservée de l'avenir.

- Les opinions des experts de Wall Street qui suivent de près la politique monétaire sont très partagées, ce qui est rare, en ce qui concerne la tendance des taux d'intérêt officiels en 2007. Le taux des fonds fédéraux étant à 5¼ %, certains prévoient qu'il *descendra* jusqu'à 4 % en décembre; d'autres le voient *s'élever* à 6 %. En outre, les indicateurs de volatilité sont inhabituellement bas sur pratiquement tous les grands marchés (de change, d'actions et d'obligations), malgré l'incertitude des opérateurs à l'égard des taux d'intérêt officiels.

Il est tentant de voir dans ces signaux contrastés des « parasites », c'est-à-dire des fluctuations dénuées de véritable signification. Mais ce ne serait pas judicieux. Ces signaux apparemment incohérents recèlent des informations importantes sur la situation nouvelle à laquelle sont confrontés les responsables de la politique économique, les institutions multilatérales et les acteurs du marché. Elle appelle un changement de comportement des milieux financiers internationaux.

De grands changements sont en cours

L'impression de confusion donnée par les signaux émanant du marché s'explique par trois mutations structurelles qui influent simultanément sur l'économie mondiale. *La plus manifeste découle du choc de productivité positif lié à l'intégration croissante d'une grande part de la population active des*

économies en développement. Il a eu pour résultat immédiat une diversification des sources de la croissance mondiale. En effet, les pays en développement représentent une proportion notable et croissante de l'expansion internationale. De plus, l'intégration de leur main-d'œuvre réduit le coût des composantes de nombreux produits, ce qui permet aux entreprises des pays industriels de mieux maîtriser leurs charges et d'améliorer leur rentabilité.

La deuxième mutation structurelle concerne les cours des matières premières. C'est une conséquence directe de la diffusion de la croissance au monde entier — laquelle s'accompagne d'une progression de la demande de produits de base de la part d'un plus grand nombre de pays, à laquelle l'offre n'a que peu réagi jusqu'à présent. La hausse consécutive des prix des matières premières permet à davantage de pays émergents de dégager de confortables excédents courants et d'augmenter rapidement leurs réserves officielles de change. Pour certains, cette transition constitue un véritable changement de statut : de celui de débiteur international, ils passent à celui de créancier. De fait, la conjonction de la hausse des matières premières, des progrès de productivité et du mode d'utilisation des excédents extérieurs a transformé les marchés émergents, considérés dans leur ensemble, en une source majeure de financement à bon marché pour le reste du monde (les États-Unis en particulier).

La troisième mutation structurelle, d'ordre plus technique, est en rapport avec l'importante vague d'innovation financière déclenchée par la prolifération des instruments dérivés. Elle a pour effet global une diminution spectaculaire des barrières à l'entrée sur une série de marchés. Ce phénomène entraîne lui-même un redéploiement à grande échelle des actifs des investisseurs institutionnels et individuels.

Sur le plan mondial, ces trois facteurs modifient profondément les déterminants marginaux de la croissance, des échanges, de la formation des prix et des flux de capitaux (internes et internationaux). Nous assistons du même coup à certains changements notables

Face à la nouvelle donne des marchés de capitaux, les acteurs de la finance internationale feraient bien de repenser leurs modèles opérationnels



fluidité mondiale

des éléments qui influent sur les valorisations de marché, la volatilité, les effets de levier, la rapidité des transactions et la liquidité.

Il n'est pas étonnant que les modèles habituels soient devenus moins efficaces, tant pour expliquer ce qui se passe que pour prévoir l'avenir, et que les fonctions de réaction des politiques économiques se montrent désormais plus approximatives. Il est également normal que les marchés fassent preuve d'hésitation pour trouver les niveaux de prix correspondant aux nouvelles réalités internationales, dont certaines continuent à s'ancrent solidement.

Ces changements sont-ils temporaires ou durables ?

Au fur et à mesure que l'on prend conscience de ces mutations structurelles, les acteurs de la finance internationale s'efforcent de s'y adapter. On revoit les méthodes d'analyse, on reconsidère les politiques estimées jusqu'ici raisonnables, on réévalue les modèles de gestion et on crée de nouveaux instruments de marché. Par ailleurs, on reconnaît de plus en plus que la nature des liens internationaux se modifie, ce qui a des conséquences pour les institutions multilatérales (notamment pour leurs activités, leur efficacité, leurs besoins en ressources, leur gouvernance et leur financement).

Même si la réalité du processus d'adaptation s'impose peu à peu, celui-ci n'en est pas moins compliqué à concevoir et à mettre en œuvre. En outre, sa dynamique est propice aux surréactions. À tout le moins, il favorise des divergences de vues temporaires mais notables — ce qui n'est guère surprenant, compte tenu de l'ampleur des changements structurels en cours et de la difficulté à trouver le bon équilibre entre les considérations à court et à long terme.

Le meilleur moyen d'illustrer la complexité de la situation est peut-être d'évoquer certains des désaccords aigus que suscite le débat entre l'interprétation « séculaire » et « cyclique » de la situation. Le meilleur point de départ est la question la plus brûlante — celle des déséquilibres extérieurs, et en particulier de la persistance d'un déficit courant élevé aux États-Unis et de larges excédents en Asie ainsi que dans les pays exportateurs de pétrole.

Quand ils analysent ces déséquilibres, les tenants de la conception séculaire considèrent le déficit courant sans précédent des États-Unis comme une réponse efficace au changement de statut de plusieurs pays émergents. Plus

précisément, l'important déficit américain absorbe ce que le Président de la Réserve fédérale, Ben Bernanke, a qualifié d'« excédent d'épargne » de ces pays. Certains vont plus loin et soutiennent qu'en réaction aux insuffisances de leurs marchés financiers internes, les économies émergentes ont aussi sous-traité la fonction d'intermédiation financière aux marchés américains des capitaux, plus efficaces. Tout cela est jugé compatible avec le maintien d'une forte croissance mondiale et de la stabilité financière.

Les partisans de la conception cyclique ont une appréciation très différente. Pour eux, le lourd déficit extérieur américain n'est que le résultat d'une surconsommation interne — un phénomène réversible, déjà observé dans de nombreux autres pays, et qui, dans le passé, a souvent été source de désordre. Il touche maintenant la plus grande économie du monde, laquelle est parvenue jusqu'à présent à « faire tenir une situation intenable » grâce à ses particularités économiques (comme le

statut de monnaie de réserve du dollar) et à la profondeur de ses marchés financiers.

Le débat a aussi tendance à déborder sur la controverse, déjà vive, à propos des niveaux inhabituels de pratiquement toutes les primes de risque — un état de fait que l'on observe sur de nombreux marchés aussi bien émergents qu'avancés. Aux yeux de certains, la quasi-disparition de ces primes découle de la convergence économique globale et de l'aptitude des marchés à mieux

adapter les instruments et techniques de gestion des risques. Il s'agirait donc de facteurs séculaires considérés comme permanents et importants. Les mêmes citent aussi la « grande modération » des tensions inflationnistes et la transparence accrue de la politique macroéconomique dans le monde entier (tout particulièrement aux États-Unis).

Selon d'autres, les primes de risque sont vouées à réapparaître quand l'euphorie temporaire des investisseurs fera place à un réajustement des prix correspondant mieux aux données économiques fondamentales. L'amenuisement conjoncturel des écarts de taux d'intérêt serait donc à la fois temporaire et réversible. Et de conclure : lorsque la révision des prix aura lieu, les caractéristiques des nouveaux instruments dérivés censées « atténuer les risques » créeront une dynamique déstabilisatrice et on verra surgir les « armes de destruction financière massive » qu'annonçait il y a quelques années Warren Buffet en commentant le phénomène des instruments dérivés.

**«Devant tant de fluidité,
il est naturel de vouloir
rester dans l'expectative
jusqu'à ce que la
situation se clarifie.
Mais ce serait malavisé.»**

Le débat entre les interprétations séculaire et cyclique est aussi au cœur de certains désaccords majeurs sur le rôle des institutions multilatérales, dont le FMI. Selon un courant de pensée, celui-ci a perdu sa raison d'être, ce qui conduit certains à remettre en cause son existence et d'autres à proposer une remise à plat de l'institution (en matière d'expertise, de gouvernance et de représentation). Le FMI doit au moins trouver de nouvelles ressources, ses revenus diminuant parce que peu de pays émergents empruntent désormais auprès de lui. Les tenants de la conception cyclique mettent en garde contre cette «exagération». Ils estiment qu'à un moment ou à un autre, le FMI se retrouvera en première ligne pour assumer ses fonctions traditionnelles de gestion et de prévention des crises.

Les acteurs du marché sont eux aussi obligés de prendre position dans ce débat. À tout le moins, les mutations structurelles évoquées ci-dessus érodent les sources traditionnelles du rendement des placements. Sur ce point, le camp séculaire suggère une approche radicalement différente de l'allocation des actifs, de la gestion des anticipations de rendement et de la spécification des corrélations entre instruments. Pour sa part, le camp cyclique appelle à la prudence à l'égard de l'emballement des marchés. Il préconise de prendre son temps. Selon lui, accepter de moindres rendements dans le court terme est un faible prix à payer pour se trouver moins exposé à l'éventualité d'une perte du capital.

Réflexions sur des stratégies appropriées

Quelles stratégies les divers acteurs de la finance internationale doivent-ils adopter pour s'adapter à cette fluidité financière? Le mieux est de commencer par ce qu'il leur faut absolument éviter : la complexité des problèmes ne saurait paralyser le débat et les actions appropriées. Il est essentiel que les intervenants, publics ou privés, disent clairement quelles sont les hypothèses, séculaires ou cycliques (souvent implicites), sur lesquelles ils se fondent actuellement; ils doivent aussi les relier à la fluidité actuelle du système mondial et indiquer les avantages et les inconvénients des différentes démarches possibles. Cela permettra de mettre en lumière les coûts et les avantages des changements possibles des modèles opérationnels, des stratégies professionnelles et des modes de gestion des risques.

Pour les *autorités nationales des pays industriels*, il s'agit de trouver le meilleur moyen de réagir à la diminution des informations, essentielles à la conduite de la politique économique, tirées des indicateurs traditionnels du marché (comme la forme de la courbe des rendements et le niveau des diverses primes de risque). Elles doivent aussi intégrer explicitement dans leurs modèles l'incidence de l'internationalisation accélérée des populations actives nationales et de l'évolution notable des flux internationaux de capitaux (en particulier la détention croissante par les pays émergents d'obligations publiques et privées émises dans les pays industriels).

Pour plusieurs *pays émergents*, la difficulté est de s'adapter au changement spectaculaire de leur balance des paiements. Cela exige au minimum d'adopter un mode de gestion plus sophistiqué des engagements (en trouvant notamment le meilleur moyen de racheter et/ou de reprofiler leur dette) et de mieux gérer leurs actifs financiers croissants. Il leur faudra parfois adapter leurs institutions pour renforcer la transpa-

rence et la responsabilité opérationnelles, tout en révisant les principes directeurs qui régissent la gestion de leurs placements et de leur passif. Une autre question délicate se pose : certains pays doivent-ils profiter de l'épisode actuel de redressement économique et financier pour procéder à un assouplissement dans certains domaines essentiels comme la détermination du taux de change et la consommation interne?

Pour les *investisseurs institutionnels*, il ne suffit certes pas de trouver le meilleur moyen de réagir au niveau inhabituel des indicateurs de valorisation et de volatilité. Ils sont aussi confrontés à une question plus fondamentale : comment ajuster de façon optimale la répartition des actifs et la constitution des portefeuilles pour tenir compte des changements structurels en cours? Comme cette opération comporte inévitablement une plus grande internationalisation des placements, ils doivent affiner leurs techniques de gestion des risques pour mieux maîtriser ceux qui sont inhérents à cette évolution.

Pour les *institutions multilatérales*, il importe de rester crédible et efficace en prodiguant des conseils de politique économique avec un juste équilibre entre considérations nationales et internationales. Beaucoup des problèmes qui se posent spécifiquement au FMI figurent déjà dans la stratégie à moyen terme énoncée par le Directeur général en septembre 2005 et avril 2006. Comme il l'a dit, «l'impératif [est pour le FMI] de rester en phase avec un monde en mutation». Parmi les mesures à prendre, on peut citer : le renforcement de sa capacité d'éclairer les politiques nationales, en le rendant mieux à même de diffuser les meilleures pratiques et de donner une dimension multilatérale aux dialogues sur les politiques nationales; une meilleure intégration de l'analyse du secteur financier dans les évaluations économiques nationales et internationales; une actualisation de sa conception, un peu dépassée, de la gouvernance et de la représentation; une modernisation du potentiel de compétence et d'expertise de l'institution; l'adoption d'un modèle plus efficace pour générer des revenus en interne.

* * * * *

En résumé, l'économie et les marchés mondiaux traversent une période particulière. Ils ressentent les effets de mutations structurelles qui sont importantes non seulement en elles-mêmes, mais du fait de leur interaction. En conséquence, les acteurs de la finance internationale font face à une situation mouvante dont les composantes semblent en partie contradictoires.

Devant tant de fluidité, il est naturel de vouloir rester dans l'expectative jusqu'à ce que la situation se clarifie. Mais ce serait malavisé. Plus les intervenants tarderont à réagir, plus leurs méthodes actuelles, manifestement dépassées, s'avéreront périlleuses. Ils feraient mieux de vérifier sans relâche la solidité de leurs modèles opérationnels face aux nouvelles réalités mondiales. Et, en revenant aux principes de base, ils doivent pouvoir et vouloir envisager les adaptations nécessaires si leurs démarches se révèlent moins efficaces. ■

Mohamed A. El-Erian est Président-Directeur général de la Harvard Management Company, Trésorier adjoint de l'université Harvard et membre du corps enseignant de la Harvard Business School. Il a travaillé dans les services du FMI d'août 1983 à décembre 1997.