

L'avenir tel qu'il se profile

Brad Setser

Le remodelage du système financier mondial résultera des décisions nationales et non des sommets internationaux

Après la crise financière asiatique, les principales économies du monde se sont consacrées à la refonte du système financier international. Dix ans plus tard, elles tentent à nouveau l'expérience. L'initiative de 1998 visant «l'architecture financière» faisait suite à une crise née du dénouement des déficits extérieurs dans les pays émergents, déficits que les banques et les investisseurs privés des pays riches ont financés pendant un certain temps. La deuxième initiative résultera d'une crise financière systémique qui a débuté aux États-Unis, s'est propagée aux banques européennes ayant emprunté des dollars pour acheter des valeurs mobilières américaines, et a contaminé la plus grande partie de l'économie mondiale.

La chute des prix immobiliers aux États-Unis a entraîné de lourdes pertes pour les grandes banques et maisons de courtage, déclenchant la crise actuelle. Mais le déficit des ménages aux États-Unis, au Royaume-Uni et dans la zone euro n'aurait pas pu être financé aussi longtemps et à un taux aussi faible sans une explosion des actifs des banques centrales et des fonds souverains des pays émergents. Les investisseurs privés n'ont jamais été enclins à financer de gros déficits dans un pays à croissance lente comme les États-Unis, préférant financer les pays émergents, beaucoup plus dynamiques.

L'effort des années 1998-99 n'a jamais répondu aux attentes. Le terme «architecture» suggérait la mise en place de nouvelles institutions ou la refonte des institutions existantes de coopération économique et financière. Cela ne s'est pas matérialisé. L'on a formulé des propositions pour réduire la vulnérabilité des économies émergentes aux brusques fluctuations des mouvements de capitaux — et de nouvelles clauses de «restructuration» des obligations souveraines régies par le droit new-yorkais — et mis en place de nouvelles facilités de crédit du FMI pour secourir les pays frappés par des crises dues à de fortes variations des flux de capitaux.

En même temps, le système financier international issu de la dernière crise était fondamentalement différent du précédent. Un monde où la croissance record des actifs extérieurs des banques centrales des pays émergents aide à financer à taux faible un important déficit courant aux États-Unis n'a rien à voir avec un monde où les investisseurs privés aux États-Unis financent les déficits des pays émergents. Ni le FMI, ni le G-7 n'ont vraiment changé, contrairement au reste du monde.

Décisions tous azimuts

La principale leçon est que le système financier international est davantage défini par les décisions des grands pays pendant et après une crise que par le langage aseptisé des communiqués de presse. L'architecture établie en réponse aux crises du «compte de capital» est née de la décision des États-Unis de prêter des montants énormes au Mexique quand celui-ci n'a pas pu refinancer ses obligations libellées en dollars en 1995, de la décision subséquente du FMI de débloquer des financements à grande échelle pendant la crise asiatique, et des conditions dont le FMI a assorti ses prêts à l'Asie. Le communiqué du G-7 à Cologne — exposant la vision du G-7 sur l'architecture financière — ne définissait pas le régime de change mondial. Celui-ci a résulté de l'effondrement de la caisse d'émission en Argentine, du succès du flottement contrôlé au Brésil, du maintien des caisses d'émission dans bien des économies d'Europe de l'Est, du maintien de l'arrimage au dollar dans le Golfe et, surtout, de la décision de la Chine de préserver son rattachement au dollar, même lorsque le billet vert a commencé à se déprécier en 2002. Le régime réglementaire a été défini autant par la décision de ne pas encadrer le système financier parallèle — les institutions non réglementées ou très peu réglementées qui en sont venues à jouer à peu près le même rôle que les banques — que par les travaux du Forum de stabilité financière.



Déposants devant une banque britannique ayant demandé un financement d'urgence à la banque centrale.

L'on peut retenir du débat de 1998 sur l'architecture — et des discussions subséquentes sur la prévention et la gestion des crises financières internationales — trois autres enseignements.

Réunir le bon groupe de pays autour de la table ne garantit pas des résultats. Un véritable changement est intervenu lorsque les pays concernés sont parvenus à un large consensus sur les réformes à entreprendre. L'exemple le plus patent est la reconnaissance par les pays industrialisés et émergents que ces derniers seraient moins vulnérables aux crises s'ils avaient plus de réserves et remplaçaient leur dette en devises par des instruments en monnaie locale. La plupart des pays émergents se sont avérés bien plus capables de se financer avec des instruments libellés dans leur monnaie qu'il y a dix ans — aidés en cela par le sentiment croissant d'une sous-évaluation de la plupart de leurs monnaies. Il ne faut pas douter de l'ampleur de ce changement. Un monde dans lequel le gouvernement de Russie aborde un ralentissement mondial avec 10 milliards de dollars de réserves en devises et 140 milliards de dollars de dette en devises est assez différent d'un monde

où ce pays affronte cette conjoncture avec 600 milliards de dollars de réserves en devises et seulement 35 milliards de dette extérieure en devises. Les vulnérabilités actuelles de la Russie sont réelles, mais elles ne figurent pas au bilan extérieur de l'État. Les bilans actuels des autres grands pays émergents — le Brésil par exemple — n'ont pas grand chose à voir avec ceux de 1998.

Sur d'autres points, il s'est avéré impossible de trouver un consensus. Le fait de réunir les bons pays autour de la table a rarement été le principal problème. La difficulté majeure venait de ce que les pays clés ne s'entendaient pas — et ne voyaient aucune nécessité de trouver un accord sans la pression d'une crise. Par exemple, le G-7 était certainement le forum pour débattre du moment auquel le FMI devait prêter d'importantes sommes aux économies émergentes. Or, le G-7 n'était pas disposé à renoncer à la possibilité de fournir aux pays confrontés à des ventes massives de leur monnaie — ou aux pays incapables de renouveler leur dette extérieure arrivant à échéance — des financements importants à décaissements concentrés en début de période. Le G-7 n'était pas non plus prêt à reconnaître que les anciennes limites du FMI en matière d'accès n'étaient plus la norme pour les grandes économies émergentes. De réelles divergences sur l'opportunité ou non de continuer à autoriser les pays émergents à emprunter de grandes quantités de réserves pour faire face aux fortes fluctuations des flux de capitaux ont été mises entre parenthèses. Les décisions difficiles ont été reportées à la prochaine crise.

Le G-7 a fait un effort pour élargir la discussion sur les régimes de change et y associer les pays émergents : même dans les années 90, on ne pouvait pas réduire l'économie mondiale aux États-Unis, à l'Europe et au Japon. Étendre le dialogue au monde

émergent — grâce à des forums tels que le G-22 et ensuite le G-20 — n'a pas renforcé la cohérence des régimes de change internationaux. Le dollar a flotté vis-à-vis de l'euro et — la plupart du temps — du yen. La livre sterling et le dollar canadien ont flotté par rapport aux monnaies de leurs grands voisins. Mais la formidable accélération de la croissance des réserves des pays émergents a montré que le système financier et monétaire n'était plus défini par des banques centrales indépendantes qui ciblent l'inflation et laissent leurs monnaies flotter par rapport aux autres afin de préserver leur autonomie monétaire.

Ne pas méconnaître les problèmes difficiles... L'une des principales sources de pression sur les réserves de change des grands pays émergents durant la crise de 1997-98 a été la réduction des prêts bancaires transfrontaliers. Dans le seul cas de l'Argentine, les paiements sur les obligations souveraines ont constitué une source de pression importante sur la balance des paiements du pays — encore que la ruée sur les banques nationales a été une source plus importante de sorties de capitaux. Pourtant les débats

les plus vifs ayant découlé de ces crises ont porté sur la nécessité de supprimer les obstacles juridiques à la restructuration des obligations souveraines. La nécessité de limiter les sorties de capitaux liées au crédit bancaire de court terme — ou de suivre les risques inhérents à la forte hausse des prêts bancaires aux pays émergents — n'a pas bénéficié d'une attention comparable.

Cela est regrettable. Les décideurs ont supposé que les économies émergentes se financeraient par la vente de titres négociables plutôt qu'en empruntant directement aux banques mondiales. Mais à la fin du deuxième trimestre 2008, les prêts bancaires au monde émergent (essentiellement aux banques et institutions privées) s'élevaient à 1,2 billion de dollars, une somme qui dépasse aisément l'encours des obligations souveraines internationales. Le retrait des banques exposées du fait de leurs prêts transfrontaliers constituera pour les pays émergents une source de pression plus importante que des obligations souveraines arrivant à échéance. Le fait de ne pas tenir compte de ce sérieux problème ne signifie pas nécessairement qu'il va disparaître.

...mais remettre en question ses hypothèses. Il est toujours plus facile de souligner le retour de vulnérabilités anciennes que d'imaginer des risques nouveaux. Il est frappant de constater que le débat sur «l'architecture» ait porté presque exclusivement sur le risque qu'une crise financière touchant une seule économie émergente ne se propage à d'autres économies émergentes, puis à l'économie mondiale. Le danger de voir les difficultés financières d'une économie industrialisée s'avérer beaucoup plus déstabilisantes pour le monde émergent que les problèmes financiers d'une autre économie émergente n'a jamais été sérieusement envisagé.

Le G-7 a fait pression sur le FMI pour qu'il examine plus attentivement les vulnérabilités bilancielles, et pas uniquement budgétaires, des économies émergentes. Aucune pression comparable n'a été exercée pour savoir si les secteurs financiers aux États-Unis et en Europe étaient trop exposés aux secteurs des ménages. Pourtant, les reproches des pays émergents quant aux inégalités de procédure de la surveillance du FMI négligent un aspect encore plus important : il y a peu de raisons de penser qu'une surveillance plus étroite du FMI change quoi que ce soit. En 2007, le FMI a exalté le rôle novateur des marchés financiers européens dans le renforcement des entrées de capitaux, affirmant que l'avance des États-Unis dans la mise au point de produits financiers complexes avait permis d'attirer les fonds nécessaires au financement des lourds déficits extérieurs de ce pays. Son rapport au titre de l'article IV notait que de grandes banques commerciales et d'investissement étaient solides et que les risques systémiques restaient limités, mais que l'innovation financière avait compliqué l'évaluation des risques à une période de prise de risques accrus et de détérioration des normes de crédit dans certains secteurs. Nul n'est à l'abri d'une erreur, mais cette formulation n'avait rien à voir avec la manière dont Roubini a coutume de nous avertir de risques à venir.

Avec le recul, on voit à quel point de nombreuses questions essentielles des dernières années n'ont pas été prises en compte dans la mise en place de l'architecture financière. L'on a bien évoqué des moyens d'aider les pays émergents à gérer la volatilité des flux de capitaux, mais pas ceux qui auraient pu aider à stabiliser le prix des produits de base. Les modalités de restructuration des obligations souveraines ont certes été discutées, mais pas les difficultés de restructuration des titres adossés à des créances



Des clients devant un marché d'alimentation à Djakarta (Indonésie) durant la crise asiatique.

hypothécaires — ou des créances hypothécaires libellées en devises. La nécessité de limiter les prêts du FMI aux économies émergentes a fait l'objet de débats interminables, alors que les risques d'une auto-assurance excessive n'ont pas été abordés. Et il n'y a pas eu de discussion sur la manière dont les pays industrialisés devaient gérer les risques liés à la demande accrue dont leur dette faisait l'objet de la part des pays émergents soucieux d'accroître leur stock d'actifs de réserve — notamment le risque que cette quête de réserves ne fausse les marchés financiers des pays industrialisés et ne masque l'impact de déficits importants du budget et des ménages.

Des signes d'espoir

L'effort actuel de refonte du système financier international réussira-t-il?

La crise ne fait que commencer. L'expérience montre que les décisions nationales, souvent prises dans des conditions d'adversité extrême, vont contribuer davantage que les sommets internationaux à définir la forme du futur système financier international.

Mais il est important de s'accorder sur la nature des changements à apporter au système financier international. Certains signes sont encourageants. Les principales économies émergentes ont été invitées à la table de discussion. Le G-7 subsiste — mais le sommet annuel du G-20 semble susceptible d'attirer beaucoup plus d'attention que la retraite du G-7 organisée chaque été.

La crise même a déjà contribué à remanier l'architecture financière des États-Unis, du Royaume-Uni et de l'Europe, les gouvernements jouant un rôle beaucoup plus important que par le passé dans l'intermédiation financière. Cette crise va presque certainement entraîner d'importantes modifications de la structure réglementaire.

À moins que des institutions trop grandes pour disparaître ne soient démantelées, nous ferions une erreur de nous en remettre aux marchés du crédit pour les discipliner. À court terme, la nécessité de contenir la crise actuelle doit prendre le pas sur le souci d'éviter la prochaine — et contraindre les institutions à détenir davantage de fonds propres irait à l'encontre du but recherché. Après avoir abusé de l'effet de levier, nous assistons à présent à un désengagement trop rapide des banques. À la longue, les grandes institutions doivent détenir des volants plus consistants de capital et de liquidités.

Il s'agit-là d'un travail que les économies avancées doivent effectuer elles-mêmes. Mais les économies émergentes doivent insister pour ce que travail soit bien fait. La nécessité pour les pays émergents de pouvoir compter sur des institutions bien réglementées au cœur du système financier mondial est évidente : pour nombre d'entre eux, l'effondrement de Lehman a déclenché une crise de financement plus grave que la défaillance de la Russie.

Des signes moins encourageants

Une meilleure régulation ne suffit pas pour donner à la croissance mondiale des fondements plus solides. Trois autres aspects doivent être abordés :

- la coordination de la relance macroéconomique;
- l'évolution du régime de change mondial;
- le renforcement des institutions mondiales pour octroyer des prêts en temps de crise.

Dans chaque domaine, on ne sait pas très bien s'il existe un véritable consensus pour le changement.

Au paroxysme de la bulle immobilière aux États-Unis et en Europe, les gros déficits des ménages dans certaines grandes économies industrialisées compensaient les excédents du monde émergent. Mais cet essor ne pouvait durer que si le secteur des ménages déjà lourdement endetté continuait d'emprunter. Lorsque les ménages ont failli, les pouvoirs publics ont dû intervenir avec d'importants programmes de relance. Mais, comme Martin Wolf du *Financial Times* ne se lasse pas de le souligner, on peut craindre que des ménages surendettés ne conduisent directement à des gouvernements surendettés.

À l'évidence, les pays criblés de dettes et ayant de lourds déficits n'ont pas à faire l'essentiel du travail pour soutenir la croissance mondiale. Les pays affichant d'importants excédents devraient faire leur part — et ne pas simplement tabler sur les retombées des vastes programmes de relance engagés dans les pays déficitaires. Autrement, la prochaine crise systémique pourrait provenir d'une perte de confiance dans le bilan du secteur public d'un pays avancé accusant un lourd déficit extérieur.

Le problème des taux de change n'a même pas été mentionné dans le communiqué final de la première réunion du G-20. Cela n'est pas encourageant et pourrait refléter un refus d'aborder les grands défis de l'économie mondiale. La décision de la Fed de réduire les taux d'intérêt aux États-Unis suite à la bulle Internet aurait pu affaiblir le dollar et doper les exportations, au lieu de stimuler l'investissement résidentiel. Mais les principaux pays ont suivi la baisse du dollar, limitant la dépréciation du billet vert. Le résultat de la dépréciation conjointe du dollar et du renminbi par rapport à l'euro a été une augmentation de l'excédent commercial de la Chine et de l'investissement chinois aux États-Unis, et non une réduction du déficit commercial des États-Unis. Les autorités de réglementation américaines ont feint de ne rien voir, tandis que les ménages continuaient de s'endetter — et les principales institutions financières ont maintenu leurs profits malgré la baisse des marges en augmentant l'effet de levier (c'est-à-dire en empruntant pour acheter davantage d'actifs). Mais on voit mal comment on a pu laisser s'accumuler aussi longtemps les vulnérabilités des ménages aux États-Unis sans d'importantes injections de capital de la part des différentes banques centrales du monde.

L'intégration des pays émergents à l'économie mondiale ne peut être que compliquée s'ils ont un régime de change fondamentalement différent de celui des autres grandes économies,

surtout si les monnaies des pays qui ont d'importants excédents sont liées à celle du pays ayant le déficit extérieur le plus élevé. Le FMI en a conclu que la réduction des déséquilibres mondiaux pourrait passer par une dépréciation de la monnaie du pays déficitaire — et il reste à savoir si les monnaies des pays très excédentaires devraient baisser aussi. En outre, on ne sait pas très bien si la plupart des pays exportateurs de pétrole devraient continuer d'arrimer leur monnaie au dollar. Trop souvent, le dollar a baissé alors que le prix du pétrole augmentait et a monté alors que le prix du pétrole baissait.

Enfin, il manque au FMI des ressources suffisantes pour stabiliser le système financier mondial — ou pour constituer un volant conséquent de réserves communes pouvant constituer une véritable solution de rechange à l'auto-assurance nationale ou à d'importantes lignes d'échange bilatérales. Bien des pays émergents risquent de conclure que le maintien de leur stabilité financière face aux énormes fluctuations des exportations, des cours des produits de base et des flux de capitaux nécessite des réserves d'un montant inimaginable. Les économies émergentes dont les PIB se chiffrent en billions de dollars et qui possèdent 200 milliards de dollars de réserves doutent à présent que les 200 milliards de dollars du FMI (350 en comptant les lignes de crédit du FMI, y compris une nouvelle ligne du Japon) soient suffisants. La Russie est entrée dans la crise avec 600 milliards de dollars — et cette somme ne sera pas suffisante si les réserves continuent de chuter de 100 milliards par trimestre. Les flux internationaux de capitaux ont enregistré récemment des fluctuations extrêmes — à partir d'un niveau record, les entrées nettes (annuelles) de capitaux privés dans le monde émergent se sont transformées en sorties nettes en un seul trimestre. Les variations des prix des produits de base — et des recettes d'exportation connexes — n'ont pas été moins extrêmes. Un Fonds de 200 milliards de dollars est loin de suffire pour une économie émergente d'importance.

Et demain?

La crise actuelle frappe durement l'ensemble de l'économie mondiale. Les pays qui comptaient sur les entrées de capitaux privés pour éponger leurs déficits extérieurs souffrent d'un soudain tarissement des flux comparable par son ampleur au brusque arrêt qui a caractérisé la crise de 1997-98. Des pays qui affichent des excédents courants et ne comptent plus sur les entrées de capitaux ne sont pas mieux lotis : les importateurs de produits de base luttent au même titre que les exportateurs face à l'extraordinaire repli du commerce international. Il y a manifestement un problème. La nécessité de disposer d'un système financier plus solide — moins prompt à financer des déficits excessifs dans les pays avancés et émergents et moins susceptibles d'inversions soudaines des flux et de crises aiguës — est incontestable.

Anticiper les risques est certes difficile, mais la douloureuse expérience des derniers mois devrait inciter tous les pays à le faire et à réfléchir au type d'économie mondiale qu'ils veulent voir émerger de la crise actuelle. Il ne faudrait pas compter sur les importants déficits extérieurs des États-Unis pour stimuler la demande mondiale, ni compter uniquement sur les déficits américains pour fournir au monde de grandes quantités d'actifs de réserve. La formule a fait la preuve de son inefficacité. ■

Brad Setser est spécialiste de géoéconomie au Council on Foreign Relations.