



## La «crise du siècle»...

***Alors que la crise financière s'étend comme une trainée de poudre, le modèle économique qui sous-tend une part croissante de l'activité du secteur financier est de plus en plus discrédité. Dans cette synthèse, la CNUCED considère que la puissance publique doit très fortement intervenir pour éviter que le système financier et l'économie réelle subissent de plus grands dommages. Il est également impératif de renforcer la régulation et d'accroître la transparence des institutions et des instruments financiers. D'une manière générale, la politique macroéconomique devrait viser à éviter une récession, voire une dépression mondiale. Enfin, en matière de politique économique, c'est davantage la déflation que l'inflation qui apparaît comme le principal risque.***

Voilà plus de treize mois que la crise a éclaté, et l'économie mondiale n'est pas encore sortie du tunnel. La situation ne cesse d'empirer: le système financier est au bord du gouffre, le Gouvernement des États-Unis s'efforce de calmer les marchés en lançant le plus grand plan de sauvetage financier de l'histoire, et plusieurs gouvernements européens sont descendus dans l'arène. L'annonce presque quotidienne d'une nouvelle faillite bancaire et la disparition dans le trou noir de la crise du modèle économique des banques d'investissement, auparavant si encensé, sont de mauvais augure pour une économie mondiale qui était déjà au bord de la récession avant même que la spirale financière à la baisse ne s'accélère.

La menace d'un effondrement total a ramené les gouvernements au premier plan. De fait, les gouvernements et les banques centrales sont les seuls à pouvoir stabiliser les marchés en cette période de crise de confiance, où tous les autres acteurs s'efforcent de réduire leurs dépenses ou d'assainir leurs bilans à n'importe quel prix, pour éviter la faillite. Lorsque la dette d'un ménage correspond à la créance d'un autre, et que les dépenses d'une entreprise sont les revenus d'une autre, dans une période d'anticipations uniformes, le marché ne peut rebondir sans une intervention contracyclique des gouvernements.

Pour les décideurs partout dans le monde, il est aujourd'hui plus important que jamais de bien comprendre que les lois qui s'appliquent à l'économie dans son ensemble sont fondamentalement différentes de celles qui sous-tendent le comportement d'un ménage ou d'une entreprise pris isolément. Les gouvernements et les banques centrales doivent également reconnaître qu'un marché financier moderne à la recherche de rendements toujours plus élevés reposant sur l'anticipation d'une hausse continue des prix dans certains secteurs ou des prix de certains actifs est un monstre qui doit être jugulé avant qu'il ne cause de graves dommages et ne menace l'ensemble du système. Les gouvernements qui ont regardé se former d'immenses bulles spéculatives

sous l'effet de récents mouvements spéculatifs sur les marchés boursiers russe ou chinois, par exemple, devraient savoir que de telles bulles n'éclateront pas sans faire courir un risque de crise systémique. Dans d'autres pays – notamment en Europe orientale – la spéculation entraîne une surévaluation de la monnaie et des distorsions monétaires considérables dans le bilan des ménages et des entreprises locales. Leurs gouvernements devraient être conscients des répercussions sur leur balance commerciale et de l'éventuelle nécessité de dévaluer leur monnaie, même si cela accroît la valeur en monnaie nationale de la dette extérieure détenue par les ménages et les entreprises.

Pour des raisons purement idéologiques, certains ont critiqué l'importance accordée au cours de la crise à la redécouverte du rôle de l'État. Or, l'heure n'est plus aux dogmes ni aux luttes idéologiques mais à la recherche de solutions pragmatiques. L'État est de retour parce que les marchés financiers, dans leurs phases d'expansion/récession, ne sont en rien comparables aux marchés réels sur lesquels des agents indépendants offrent et demandent des biens et services en fonction de leurs préférences propres et de leurs contraintes budgétaires. Contrairement aux marchés réels, les marchés financiers se caractérisent souvent par un comportement moutonnier. Lorsqu'ils se trouvent en pleine vague spéculative, presque tous les acteurs disposent du même type d'informations et suivent le même type d'anticipations. L'uniformité de leur comportement crée des mouvements d'euphorie ou de panique. En phase d'expansion, il n'y a pas assez de vendeurs à découvert, dans une phase de récession, ils sont trop nombreux.

Ces dernières années, l'opinion qui prévalait dans les milieux économiques était que l'innovation financière pouvait aider à diversifier les risques, car elle pouvait les reporter de manière efficace sur des agents plus aptes à les supporter. Cette idée est toutefois trompeuse, car elle ne tient pas compte du fait qu'à un certain stade, presque tous les acteurs – y compris les agences



de notation du risque de crédit – succombent à l'euphorie de rendements élevés. On s'aperçoit aujourd'hui qu'un défaut important de l'ingénierie financière moderne est de systématiquement séparer le risque de l'information que l'on peut avoir sur les créanciers et sur leur capacité de remboursement<sup>1</sup>.

La «socialisation des pertes» associée au vaste plan de sauvetage proposé par le Gouvernement des États-Unis a suscité de nombreuses critiques. Compte tenu des risques qui pèsent sur la stabilité financière et l'économie, le Gouvernement n'avait d'autre choix que de soutenir quelques-unes des plus grandes institutions menacées. Cette intervention destinée à stabiliser le marché et éviter une catastrophe financière et réelle doit aussi être considérée comme un moyen de limiter les incidences négatives sur l'économie réelle. Bien entendu, protéger les déposants et les créanciers des banques menacées est beaucoup plus important que de protéger les actionnaires et doit avoir la priorité. De même, les coûts à long terme pour les gouvernements et les contribuables doivent être maintenus à un niveau raisonnable en accordant la priorité à des prises de participation publiques plutôt qu'à des mesures de subventions.

### ... et ses enseignements

De toute évidence, les plans publics de garanties et de sauvetage ne peuvent pas être sans conséquences, qu'il s'agisse de leur coût immédiat pour le contribuable ou de la restructuration à plus long terme des marchés. La décision de sauver un ensemble d'institutions financières – en fait, tout un marché – pour éviter une crise systémique doit avoir des conséquences réglementaires. À l'avenir, ces institutions devront être considérées et traitées comme des banques de dépôt et être assujetties à une réglementation prudentielle plus stricte – ou, comme cela s'est déjà produit dans certains cas, être obligées de modifier leur modèle économique et d'adopter des modalités d'activité bancaire plus traditionnelles. L'argument des fondamentalistes du marché opposés à une plus forte régulation, à savoir que la discipline du marché peut à elle seule assurer un contrôle tout à fait efficace du comportement des banques, a de toute évidence été invalidé par la crise actuelle. C'est pourquoi il faut commencer par reconnaître que, même si les services financiers jouent un rôle fondamental dans l'affectation de ressources à des activités à rendement élevé, une innovation financière excessive peut engendrer ce que Warren Buffet, investisseur multimillionnaire, a qualifié d'«armes financières de destruction massive».

Les politiques réglementaires devraient viser à accroître la transparence des produits financiers. À cette fin, quelques mesures réglementaires initiales peuvent être rapidement prises, au niveau national comme au niveau international.

Premièrement, il faudrait reconsidérer le rôle des agences de notation. Ces agences, censées répondre aux problèmes d'information et accroître la transparence, semblent, tout au contraire, avoir rendu le marché encore plus opaque. Deuxièmement, il faudrait simplifier les instruments financiers. Le mode actuel de régulation favorise des produits financiers tellement sophistiqués que, trop souvent, de nombreux acteurs du marché n'y comprennent pas grand-chose. Troisièmement, il importe de corriger l'asymétrie des échéances dans le cas des institutions financières non bancaires et de limiter l'engagement des banques auprès d'institutions peu réglementées.

Quatrièmement, il faudrait limiter la détérioration du crédit lié à la titrisation. Les banques qui revendent leurs créances rapidement se préoccupent moins de la qualité des emprunteurs; une solution serait de les obliger à conserver dans leurs bilans une partie des prêts qu'elles accordent.

Si les mesures d'urgence prises au cours des quelques dernières semaines ont à juste titre été concentrées sur la nécessité de limiter les incidences directes de la crise financière sur l'économie réelle, les effets indirects doivent aussi mobiliser rapidement les énergies. Depuis le début 2008, le Gouvernement des États-Unis a pris des mesures pour atténuer les effets indirects et rétablir la confiance des consommateurs et des entreprises. Toutefois, les mesures monétaires et budgétaires adoptées début 2007 semblent désormais bien insuffisantes face à l'enclenchement d'une nouvelle spirale financière à la baisse et à la faillite de quelques grandes banques, avec les effets négatifs que cela a eu sur les espoirs d'une sortie rapide de la crise.

Principal problème : les mesures fortes prises par les autorités américaines pour relancer l'économie réelle vont à l'encontre des politiques macroéconomiques défensives, voire restrictives, appliquées dans d'autres grands pays développés. La Banque centrale européenne s'emploie certes à fournir des liquidités au système pour éviter un effondrement du marché interbancaire, mais on est loin de la stimulation monétaire ô combien nécessaire. En fait, la BCE a décidé de faire juste le contraire, en adoptant une position monétaire extrêmement dure à un moment où la politique budgétaire reste strictement encadrée par le Pacte de stabilité et de croissance de l'Union européenne.

Partout dans le monde, les décideurs économiques semblent ne pas avoir bien compris toutes les implications d'une accélération du processus «d'effet de levier inversé» (dépréciation d'actifs sans valeur et réduction de la dette à tous les niveaux) aux États-Unis, de la faiblesse du dollar des États-Unis et du climat d'incertitude dans lequel baignent les Américains depuis le déclenchement de la crise. Ces éléments peuvent avoir des incidences extrêmement négatives sur les perspectives de l'économie mondiale dans son ensemble. Les effets indésirables de la liquidation nécessaire, mais douloureuse, d'un endettement insupportable ne peuvent être compensés que si les pays à excédent – en particulier le Japon et les grands pays de la zone euro, où la croissance est déjà anémique ou négative – réduisent leurs positions excédentaires à tous les niveaux et prennent rapidement les mesures de relance voulues pour éviter une longue récession, voire une dépression, de l'économie mondiale.

Les réactions internationales à la situation actuelle qui accordent une importance excessive au risque d'inflation ne sont pas judicieuses. Le risque d'un ralentissement ou d'une dépression prolongée est bien plus grand, car cela ne pourra que faire baisser encore les prix des produits de base. De plus, il n'y a guère de signes que des spirales prix salaires analogues à celles qui avaient alimenté l'inflation dans les années 70 constituent une menace réelle à ce stade. Ce n'est que dans un tout petit nombre de pays en développement et de pays développés que la hausse des salaires nominaux a constamment dépassé le taux de croissance de la productivité de la main-d'œuvre d'une marge supérieure à celle qui est tolérable en termes d'inflation. C'est la déflation, et non l'inflation, qui risque en fait d'être le principal problème pour les responsables de la politique économique.

<sup>1</sup> Voir CNUCED, *Recent developments on global financial markets (TD/B/54/CRP.2, 28 septembre 2007) et note d'orientation no 1, octobre 2007.*