

JACQUES MISTRAL

Directeur des études économiques à l'IFRI

Comme en témoigne Martin Wolf, « la mondialisation a bien fonctionné ». Elle a été à l'origine d'une période de croissance rapide sans précédent, et en même temps d'une plus grande flexibilité des marchés du travail dans les pays industrialisés, et de plus, l'impact négatif des coûts chinois sur les prix des produits manufacturés a donné une longue période de faible inflation. Cette conjoncture a ouvert de nouvelles possibilités dans la conception de la politique monétaire que la Fed, sous Alan Greenspan, n'a pas tardé à saisir. Pourtant, ces conditions ont été, et ne pouvaient qu'être, des conditions extraordinaires. Et il s'en est suivi ce qui s'est avéré être une crise extraordinaire. C'est l'objet de tant de discussions récentes au sujet d'un « Bretton Woods II ». Les réponses sont naturellement très différentes selon l'opinion que l'on a sur la crise : est-ce un ajustement cyclique similaire (même s'il est plus violent) aux nombreux autres qui l'ont précédé ? Est-ce un plus grand tournant qui appelle à des transformations structurelles ? Dans cette présentation, j'adopte cette dernière vision des choses, en raison : d'une part des racines profondes et des graves conséquences de la crise financière, d'autre part de la connexion de différents défis de haut niveau. L'utilisation agressive d'une politique fiscale et monétaire est certainement plus que nécessaire pour éviter le risque que la récession ne se transforme en dépression, mais les mesures à court terme ne seront pas suffisantes pour redynamiser l'économie internationale. Pour cela, nous avons besoin de plus de gouvernance mondiale.

Le financement facile et bon marché du déficit américain est la démonstration la plus saillante de l'excédent de liquidité qui existe dans la première décennie du XXI^e siècle. La persistance de prétendus « déséquilibres mondiaux » a été l'une des énigmes majeures de la décennie. Les pessimistes ont prophétisé un « atterrissage brutal », seulement pour être régulièrement démentis par les faits. En conséquence, l'argument inverse, basé sur un excès d'épargne, la démographie et la diversification des portefeuilles mondiaux, a acquis plus de crédibilité au fil du temps – peut-être trop. D'une part, les investisseurs ont en effet accumulé des bons du Trésor pour financer le déficit, d'autre part, les liquidités ont poussé la demande à des niveaux extraordinaires, non seulement aux États-Unis (« le consommateur de dernier recours »), mais dans les économies émergentes, qui ont rattrapé leur retard à un rythme sans précédent. L'accélération de la croissance dans les économies émergentes, surtout en Chine et en Inde, s'est traduite nécessairement par un appel massif aux ressources mondiales ; un goulet d'étranglement s'est lentement constitué.

En bref, les marchés d'actifs ainsi que les marchés des matières premières ont envoyé des avertissements clairs. Ces avertissements ont été exprimés à plusieurs reprises par des banques centrales (en particulier la BCE et la BRI qui ont mis l'accent sur les prix des actifs), des ministres des finances (en particulier l'allemand et le français, en insistant sur l'insuffisance de la tarification des risques à des réunions du G7) ou des experts (aussi bien à Washington qu'en Europe, en pointant l'accroissement continu de la non-viabilité des déficits). Ces avertissements ont été systématiquement écartés.

Toute l'histoire de la croissance économique au cours de la dernière décennie, commence donc par des liquidités excessives, qui sont à l'origine à la fois des excès financiers aux États-Unis et de la flambée des prix des matières premières. Face à ces évolutions inattendues, dans le premier semestre de 2008 de nombreux experts ont tracé un parallèle avec les années 70 et ont soulevé le spectre de la « stagflation ». En conséquence, à partir de septembre 2008, les marchés des matières premières étant retournés à la baisse et la menace de récession devenant de plus en plus sérieuse, un parallèle a été plus souvent établi avec la dépression des années 30. Quoi qu'il en soit, le désordre macro-économique constitue le trait principal de ce que l'on peut retenir du monde d'aujourd'hui. La restauration d'un cadre approprié pour l'avenir de la croissance mondiale est le premier point sur l'agenda économique international, ce qui signifie : lutte conjointe contre la récession, réduction des déséquilibres mondiaux, contrôle de la liquidité mondiale.

La récente crise financière a également mis en relief la nécessité de repenser de nombreux aspects de la réglementation et de la supervision financières. Le concept général d'innovation financière ne doit certainement pas être remis en cause. En principe, l'innovation améliore toujours l'efficacité de l'intermédiation financière. Mais de beaux principes se sont révélés être loin de la réalité comme l'ancien président Greenspan l'a reconnu avec franchise dans son témoignage devant le Congrès. A posteriori, la gamme des échecs semble étendue : comportements imprudents

avec des produits exotiques, incitations perverses, réglementation inappropriée et surveillance négligente qui ont permis, dans les cas les plus extrêmes, de la fraude pure. Les événements récents aux États-Unis prouvent que la confiance dans l'autorégulation et le laxisme de la supervision publique dans un contexte d'abondance de liquidités sont allés trop loin et ont permis des prises de risques excessives. Le principal défi pour la réglementation financière est maintenant de trouver un bon équilibre permettant l'innovation, tout en gardant sous contrôle les risques systémiques. Mettre en garde contre les dangers potentiels d'un retour à une réglementation trop rigide part certainement d'un bon sentiment, mais après la catastrophe financière, dont le gel complet du crédit est un témoignage parlant, la confiance ne sera pas durablement rétablie si la prudence n'est pas plus systématiquement intégrée à la réglementation et à la surveillance des flux financiers et des transactions.

L'excès de confiance dans les vertus de l'autorégulation des marchés, ce concept d'autorégulation auquel les autorités américaines ont été si fidèles pendant des années, est sévèrement mis à mal. Il faut apporter de nouvelles réponses à la question des règlements et de leur application. Dans ce processus, les gouvernements sont de retour, leur soutien massif est particulièrement nécessaire pour sauver l'industrie financière. L'intervention de l'État est la bienvenue dans la mesure où elle est la réponse à un risque de crise systémique, mais la taille et la portée de cette intervention investissent d'un vaste pouvoir les gouvernements qui vont de plus en plus interférer avec l'économie, ce qui soulève le risque de comportements « patriotiques » ou nationalistes : tout cela peut facilement se transformer en une menace pour la liberté des marchés.

Enfin, cet examen des difficultés auxquelles est confrontée actuellement l'économie mondiale ne devrait surprendre en rien tous ceux qui sont familiers avec l'histoire économique. Même sans faire référence à la première moitié du XX^e siècle, les 40 dernières années ressemblent à un âge d'or seulement si l'on oublie l'effondrement de l'étalon de change-or, les crises pétrolières, la stagflation dans les pays industrialisés, et les crises financières partout dans les pays émergents. Cependant, lorsque l'on regarde à long terme, ce qui est fascinant à propos de ces épisodes, c'est la souplesse avec laquelle des adaptations ont été trouvées, apportant des solutions à des problèmes apparemment insolubles. Nous nous retrouvons dans une telle situation, mais avec des enjeux plus importants que jamais depuis la seconde guerre mondiale. Mais l'économie ne se remettra pas aujourd'hui en suivant les recettes du passé ; crédit facile et matières premières bon marché, externalisation sans cesse croissante et déséquilibres mondiaux. La mondialisation telle que nous la connaissons a perdu son élan, la crise financière, les prix des matières premières et les réactions protectionnistes mettent en évidence la collision inévitable entre la dépendance mutuelle, avec ses inconvénients et ses avantages, et le retour du nationalisme, avec ses préjugés et ses peurs. Nous sommes définitivement entrés dans une nouvelle phase de la mondialisation. Nous avons besoin d'une meilleure gouvernance de la mondialisation, et nous en avons besoin urgemment.