

LA NÉCESSAIRE REFONTE DE LA GOUVERNANCE MONDIALE

OLIVIER PASTRÉ

Professeur d'économie, université Paris VIII

« Des mesures d'assouplissement additionnelles pourraient bien s'avérer nécessaires ». Dès le 11 janvier 2008, Ben Bernanke, le patron de la Fed (Réserve fédérale, la banque centrale américaine), a rompu avec la tradition en annonçant clairement la baisse des taux d'intérêt américains devant le Womens'Club à Washington. Et il a franchi un pas supplémentaire en laissant entendre que la Fed pourrait annoncer une baisse du loyer de l'argent, entre deux réunions de son conseil, initiative que la banque centrale américaine s'était interdite de prendre depuis le 11 septembre 2001. Depuis cette date, la Fed n'a eu de cesse d'injecter de la liquidité et de baisser ses taux pour venir au secours de l'économie américaine, en voie d'anorexie. C'est dire si la Fed est inquiète de la situation économique créée par la crise dite des « subprimes ». Mais c'est dire aussi, et surtout, qu'elle est en train de remettre en cause ses modes d'intervention. Et cela constitue une très bonne nouvelle, tant il apparaît nettement que la redéfinition du rôle des institutions, qui sont censées réguler la mondialisation, implique aujourd'hui un enjeu majeur pour les entreprises.

A ce jour, les banques centrales ont plutôt bien réagi face à la tempête financière. Elles n'ont pas hésité à injecter de la liquidité quand les banques se trouvaient prises à la gorge sur le marché monétaire. Même la Banque centrale européenne (BCE), que l'on croyait psychorigide, a, depuis 2007, fourni aux banques tous les « ballons d'oxygène » nécessaires. Et les banques centrales, elles aussi, sont parvenues – une fois n'est pas coutume – à se coordonner.

Ce sang-froid doit être salué. Et en particulier celui de Jean-Claude Trichet que certains croyaient totalement déconnecté de la réalité et qui s'est forgé, en quelques semaines, une réputation de lucidité qui

a même fait taire – pour le moment au moins – Nicolas Sarkozy. Mais ce sang-froid ne doit pas faire oublier que les banques centrales, si elles peuvent recevoir l'absolution aujourd'hui, c'est parce qu'elles ont beaucoup péché hier. En ouvrant presque automatiquement et de manière indifférenciée les vannes du crédit lors des crises précédentes – le célèbre « Greenspan put » –, elles ont joué un rôle que les économistes qualifient de « procyclique », c'est-à-dire qui amplifie les cycles naturels de la croissance économique, et elles ont fourni le carburant monétaire aux crises suivantes. Il n'est plus question actuellement de réitérer les erreurs du passé car, compte tenu de l'ampleur de la crise actuelle, nous n'en avons plus les

moyens. Les banques centrales doivent donc réagir et désormais respecter ce que nous appellerons la règle des quatre « *tives* ».

Elles seront d'abord plus *intuitives*. Cela veut dire qu'elles devront, pour mesurer les risques inflationnistes, cesser de focaliser leur attention sur les seuls prix à la consommation. Les prix des actifs (mobiliers et immobiliers) devront également être surveillés. Ces actifs sont, en effet, à l'origine d'« effets-ricesse » (plus mon patrimoine se valorise, plus, dans l'absolu, je suis incité à consommer) dont l'importance vient d'être une fois de plus démontrée. Surveiller l'inflation, pour mieux la juguler, certes ; mais il faut la surveiller sous toutes ses facettes. Et, pour certains, la valeur de leur patrimoine compte au moins autant que la valeur de leur revenu.

Les banques centrales seront aussi plus *réactives*. « *Le Comité [de politique monétaire] doit rester exceptionnellement vigilant et flexible et doit être prêt à agir de façon décisive et opportune.* », a déclaré Ben Bernanke, toujours au Womens'Club le 11 janvier 2008. Il était temps qu'au moins un gouverneur de banque centrale admette qu'il fallait parfois agir vite. Il serait injuste de ne pas reconnaître que, face à la faillite de LTCM (Long Term Capital Management) en 1998, les banques centrales ont su réagir en temps et en heure. Mais cela n'a pas toujours été le cas. Et les banques centrales se sont trop souvent fait prendre au piège de la conjoncture. Rien n'est plus difficile à détecter qu'un retournement de cycle. Mais rien n'est plus dangereux que de ne pas y faire face en temps réel. Les banques centrales vont donc être contraintes de revoir leurs procédures d'alerte et leur « arbre de décision ».

À l'avenir, les banques centrales devraient aussi se montrer plus *restrictives*. On ne peut pas voguer de crise en crise. On ne peut pas, comme l'a fait Greenspan, répondre presque automatiquement à toute défaillance du système par une injection massive de liquidité. Une fois le premier mouvement de panique enrayé, il faut reprendre son calme et mesurer les conséquences de ses actes. À quoi conduirait une injection supplémentaire de liquidité aujourd'hui ? À relancer l'investissement ? Sûrement pas. À renforcer les fonds propres des entreprises ? *Que nenni.*

À maîtriser l'inflation ? Encore moins. Cela conduirait très vraisemblablement à recréer les conditions, sur tel ou tel « nouveau marché », d'une nouvelle envolée des prix. En passant en plus, aujourd'hui, par la case « inflation ». Messieurs les Gouverneurs, il est temps d'apprendre la vertu de la tempérance et de revisiter, sous cet éclairage, les bons vieux concepts comme ceux de réserves obligatoires ou de coefficients de capital qui permettent, mieux que tous autres, de doser la capacité des banques à faire n'importe quoi.

Enfin, dernière vertu à redécouvrir par les banques centrales : celles-ci devraient être plus *sélectives*. Leurs interventions sont trop globales, trop indifférenciées. La machine à créer de la liquidité est actuellement à la portée de tout un chacun. Sans discernement. Il y en a pour tout le monde. À l'aveugle. Cela ne peut pas durer. Pour deux raisons au moins. D'abord parce que l'incompétence, l'inconséquence, l'irresponsabilité et, pire, le cynisme nécessitent d'être réprimés. À des degrés divers, en fonction de la gravité de la peine. On ne peut pas indéfiniment absoudre ceux par qui le mal a été fait. Mais, plus généralement parce que malgré notre scepticisme vis-à-vis de la régulation économique actuelle, nous croyons fondamentalement à l'efficacité potentielle – ce qui ne veut pas dire, nous le verrons, absolue – de la politique monétaire. Il existait, au cours des Trente Glorieuses, des instruments permettant de graduer l'impact de la politique monétaire sur tel ou tel secteur d'activité. L'économie de marché a désormais démontré sa supériorité sur toute autre forme d'organisation économique connue à ce jour. Ne serait-il pas temps d'introduire un peu de subtilité dans ce mode de régulation ?

Tels pourraient être les quatre « points cardinaux » à venir de la boussole des banques centrales. Mais sachons reconnaître que celles-ci ne sont pas toutes égales face au jugement de Dieu et des hommes. Reste ainsi le cas particulier de la BCE. Les quatre règles que nous venons d'énoncer s'appliquent, bien sûr, aussi pour elle. Mais elle souffre d'un handicap de départ, dont il faut tenir compte. Comme les cabinets d'audit et les banques d'affaires en plein cœur du scandale Enron, elle est soumise à un grave dilemme, pudiquement désigné sous le vocable de

« conflits d'intérêts ». Elle doit, en effet, injecter des liquidités pour ne pas désespérer le Billancourt bancaire, d'une part, enrayer l'irrépressible montée de l'euro et lutter contre l'inflation, sa mission première, d'autre part. Cela revient à injecter le venin et à soigner le malade en même temps.

Face à ce conflit d'objectifs, il ne sert à rien de gesticuler devant les médias. La seule solution passe dans ce domaine par la modification des statuts de la BCE afin d'intégrer au cœur de la politique de celle-ci la croissance européenne. Cela prendra du temps et nécessitera de vaincre de nombreuses réticences. Mais l'Europe, si elle veut éviter la récession, a le choix entre cette solution et... cette solution. Cela réduit considérablement le spectre des hésitations.

Cependant, réformer les modalités d'intervention des banques centrales ne suffit pas. Car la politique monétaire ne peut pas tout. Pour lutter contre une crise de liquidité, les banques centrales disposent de moyens, pour peu qu'elles veuillent s'en servir. Mais pour lutter contre une véritable crise de solvabilité, c'est une autre affaire. La question d'une relance budgétaire à l'échelle mondiale se retrouve dès lors posée. C'est ce que préconise le nouveau patron du Fonds monétaire international (FMI), Dominique Strauss Kahn. Depuis quelques mois, les plans Marshall sont à nouveau à la mode en France (même pour les banlieues...). À l'échelle planétaire, cela paraît plus contestable. D'abord parce qu'il faut financer un tel plan. Et, ensuite, parce que ce qui semble possible pour les pays émergents, compte tenu de leurs réserves de change et de leur retard en matière d'infrastructures, risque de conduire dans les pays développés à plus de déficit public et plus de déficit commercial. Il faut donc y réfléchir à deux fois avant de s'engouffrer dans cette voie. La question n'en reste pas moins posée ; ce qui constitue à ce stade une incontestable nouveauté.

Par contre, en attendant de statuer sur ce point, il reste à très court terme de multiples réformes à accomplir qui ne souffrent aucune hésitation et aucun délai. C'est l'ensemble de la planète financière qu'il faut ainsi réformer. Rien de moins. Il est dans ce domaine trois priorités absolues. En fait, dans un

monde parfait, il serait une quatrième priorité qui s'imposerait d'elle-même. Celle-ci consiste en la réouverture de certains chantiers de réformes clos trop rapidement. Cela concerne, en premier lieu, la refaçon progressive de certains marchés financiers de « gré à gré » (qui mettent face à face un seul vendeur et un seul acheteur), tels les marchés d'options ou de « futures » – sur lesquels opéraient Jérôme Kerviel et, avant lui, Nick Leeson – au profit des marchés « organisés », comme par exemple Nyse-Euronext en matière boursière. Les marchés centralisés offrent en effet la garantie d'une meilleure centralisation de l'information et donc d'une plus grande transparence. Dans le même ordre d'idées, la normalisation des produits de titrisation faciliterait grandement le contrôle de ceux-ci. Enfin, toujours dans le même registre, l'introduction de « grains de sable » dans la mécanique parfois trop bien huilée de la mondialisation financière, en permettant d'amortir les à-coups trop brutaux, irait, elle aussi, dans le sens d'une plus grande efficacité et mérite donc réflexion. Il n'est pas question de revenir sur la taxe Tobin qui, mal défendue, s'est discréditée d'elle-même. Mais l'objectif de réduction des « emballées » financières reste, lui, parfaitement d'actualité. Et, dans ce domaine, la généralisation de ratios de capital liés au risque pris par l'ensemble des agents financiers (et pas seulement les banques) semble une piste qu'il est indispensable d'explorer.

Ces pistes de réforme se heurtent toutefois, aujourd'hui, à trop d'intérêts particuliers pour pouvoir être mises en œuvre dans les délais que nous impose la crise. Soyons donc, dans l'immédiat, moins ambitieux et moins idéalistes. Et commençons par accélérer la mise en place d'une supervision bancaire européenne. Cette réforme, pourtant simple sur le principe, s'est toujours heurtée à des « querelles de clocher » entre régulateurs nationaux au sein de l'Europe des 15 et, *a fortiori*, des 27. Face à l'ampleur de la crise actuelle, il est temps de mettre un terme à ces « guéguerres » d'un autre âge. Si l'on ne veut pas que les errements de certaines banques puissent passer au travers des mailles des filets des régulateurs européens, il faut se doter d'une instance supranationale, quitte à le faire progressivement et en laissant

aux instances nationales un droit de première alerte, limité dans le temps. Cette réforme peut paraître technique, voire technocratique. Elle n'en est pas moins essentielle si l'on veut que les « vaches – bancaires européennes – soient bien gardées ». Et pour qu'elles soient bien gardées peut-être faut-il aussi les inciter à garder un peu de risque dans leurs bilans ? Qui sait.

Plus généralement, il faut que les autorités de régulation de l'activité bancaire renoncent à lâcher la proie pour l'ombre. Au lieu de se focaliser sur les seuls fonds propres des banques (qui ne sont qu'un résultat), elles doivent donner une priorité absolue aux causes des faillites bancaires, c'est-à-dire aux risques, comme le suggère depuis plusieurs années Tommaso Padoa-Schioppa, actuel ministre de l'Économie et des Finances italien. Afin d'éviter ainsi que les opérateurs les plus régulés soient, par mystique de formalisme... les moins réglementés. Et cela en renforçant la coopération internationale entre superviseurs afin d'éviter qu'aux « paradis fiscaux » s'ajoutent des « paradis prudents ».

À l'étage au-dessus, il faut savoir reconnaître que le G7 ne sert plus à rien aujourd'hui. D'abord parce qu'il n'intègre pas les BRIC (Brésil, Russie, Inde, Chine) qui doivent impérativement participer de manière active à la nouvelle régulation financière mondiale, dont ils constituent un maillon-clé. Et, ensuite, parce qu'il n'est plus – cela étant en partie lié à ceci – capable que de délivrer de l'« eau tiède » en matière de régulation, comme en témoigne avec éclat la dernière réunion à Tokyo, le 10 février 2008, au cours de laquelle les grands argentiers de ce monde ne sont parvenus à se mettre d'accord que sur un seul point : la nécessité d'une plus grande transparence de la part des banques. Vœux pieux et, pire, vœux pieux inadapté en cette période où les « effets d'annonce » de la part des banques doivent être gérés avec une extrême prudence.

Toujours au même étage, une réforme du FMI s'impose d'elle-même. La gouvernance et les missions

de ce « gendarme financier de la planète » doivent être révisées de fond en comble. En matière de gouvernance, est-il encore acceptable que les BRIC, qui représentent aujourd'hui 14 % du PIB mondial et 42 % de la population de la planète, soient marginalisés sur un strapontin dans les instances de décision de cet organisme ? Nous ne le pensons pas. Quant aux missions, il est clair que l'aide aux pays endettés, mission initiale du FMI, ne concerne aujourd'hui que... la France et les États-Unis ! À cette mission doit donc se substituer celle de la coordination des politiques monétaires (voire budgétaires). Compte tenu des disparités de points de vue entre pays sur ce thème, la tâche incontournable qui attend Dominique Strauss Kahn, nouveau patron du FMI, n'est pas des plus faciles.

Enfin, encore à l'étage au-dessus, les normes comptables et prudentielles doivent être revisitées à la lumière de la crise actuelle. Les normes IFRS et Bâle II jouent toutes deux, avec la notation, un rôle procyclique d'accentuation (et non de lissage comme elles le devraient) des à-coups économiques. « *[Ces normes] portent en germe l'instabilité des bilans, voire des dangers systémiques* » déclarait récemment Claude Bébéar, ancien patron d'Axa et fervent défenseur de l'économie de marché. Dans le cas des normes comptables (IFRS), qui s'appliquent aux 7 000 entreprises européennes cotées, on en arrive à une situation où les dirigeants d'entreprises parlent de résultats « virtuels » et où, dans certains cas, la dégradation de la note financière d'une entreprise se traduit mécaniquement, pour elle, par un profit. Quant aux normes prudentielles (Bâle II), celles-ci offrent une prime aux crédits « *subprimes* » et pénalisent le capital-risque. On marche sur la tête. Il n'est bien évidemment pas question de remettre en cause le principe même de ces normes qui sont globalement saines, mais simplement d'accepter les leçons que nous donne la réalité économique. En économie de marché, le pragmatisme n'a jamais nuit. Encore faut-il le reconnaître.