

Les banques centrales face à la crise Regards, Mai 2008

Entretien avec Laurence Scialom, Professeur à l'Université Paris 10 Nanterre, EconomiX UMR 7166 CNRS, et Michel Husson, économiste, membre du Conseil scientifique d'Attac.

La crise des subprimes n'en finit pas de se répercuter sur l'économie mondiale. Les réactions en chaîne font planer le doute sur un nombre croissants d'actifs financiers, dans un climat conjoncturel déjà morose. Dans de nombreux pays du Sud, les effets dévastateurs de la crise sur l'économie réelle se font déjà sentir : les acteurs financiers, à la recherche de placements qui leur paraissent plus sûrs, alimentent la hausse du cours des denrées alimentaires qui provoque les « émeutes de la faim ».

Pour contenir le ralentissement de la croissance, les Banques Centrales (BC) sont déjà largement intervenues, mais certains exhortent la Banque Centrale Européenne (BCE) à plus d'innovations, à l'image de ce que fait la Fed (Federal Reserve : la Banque Centrale américaine) en ce moment, pour rétablir la confiance des banques de plus en plus réticentes à assumer le financement de l'économie par les crédits. Mais au bout du compte, ces interventions peuvent peu ou prou revenir à faire payer au contribuable les répercussions des risques inconsidérés pris par les banques. Et si l'on compare les 50 milliards de livres injectés le 21 avril par la Banque d'Angleterre aux 60 millions d'euros promis par Nicolas Sarkozy pour l'aide alimentaire aux pays du Sud, il y a de quoi être consterné ! Entre morale et pragmatisme, l'urgence commande pourtant d'agir. Mais les Banques Centrales peuvent-elles éviter à l'avenir ce genre de situation ?

Dans la gestion des répercussions de la crise des *subprimes*, les BC interviennent en injectant des liquidités. Mais in fine si elles ne parviennent pas à juguler cette crise les contribuables finiront par payer. Est-ce acceptable ?

LS : Les faillites bancaires sont très différentes des faillites d'autres entreprises, parce que le passif d'une banque est essentiellement constitué de la monnaie qu'on utilise tous les jours (dépôts bancaires mobilisables par chèque ou carte), c'est-à-dire un bien public. En cas de faillite, la banque doit rester ouverte, même si elle est insolvable, pour que les fonctions bancaires critiques comme l'accès aux comptes, les crédits aux PME et aux ménages, soient assurées. Et cela passe par une injection d'argent public. Contrairement à la position de la Banque d'Angleterre, qui a refusé les demandes de prêt à taux non pénalisateur d'acquéreurs potentiels de la banque Northern Rock au moment des premières difficultés, au motif que cela serait une aide d'Etat qui ne serait pas autorisée par la Commission européenne, il n'y a pas de tabou à avoir avec ça. En Allemagne, IKB a été renflouée par les banques publiques. Dans toutes les gestions efficaces de crises bancaires, on nationalise, on injecte des fonds publics qui permettent de résoudre rapidement la crise, puis on reprivatise. La rapidité de réaction est un gage d'efficacité.

MH : C'est d'ailleurs ce que fait la Fed en injectant des bons du Trésor substitués aux actifs illiquides des banques. On ne peut pas échapper à ce genre d'interventions. Mais il faut aussi bien voir le degré d'innovativité des acteurs financiers pour trouver des manières de détourner les règles prudentielles. Les innovations financières qui ont été à l'origine de cette crise et qui ont pour but de diffuser le risque, permettent aussi aux banques d'échapper aux règles établies sur le bilan. Pour la petite histoire, Daniel Bouton a fait il y a quelques années un rapport sur la gouvernance des banques dans lequel il insistait particulièrement sur le danger d'échapper aux règles à travers le hors bilan, et récemment, c'est exactement ce genre de pratiques qu'a utilisées la Société Générale. Il y a donc une contradiction entre les grands discours sur la gouvernance des banques et la pratique, et une situation qui parfois frise la délinquance, du

moins l'escroquerie. Les *subprimes* sont des emprunts qu'on a fait contracter à des gens dont on savait à peu près sûrement qu'ils ne pourraient pas payer, parce que les premières années les taux d'intérêt sont raisonnables, mais ensuite ils augmentent. Les banques, par leurs innovations financières, ont mis le tout dans une pochette surprise en essayant de refiler la patate chaude à quelqu'un d'autre. Mais il n'y a pas que de la malhonnêteté. Il y a aussi une forme d'irrationalité, une fascination idéologique pour l'idée que les marchés ont un fonctionnement optimal lorsqu'ils sont déréglementés. On s'en autoconvainc. Introduire des réglementations supposerait déjà de mettre radicalement en cause cette idéologie.

LS : Au niveau des banques, quand il y a injection de fonds publics, il faut bien sûr que les actionnaires soient évincés et que les managers, quand il y a eu fraude, soient responsables. Mais l'autorité publique est aussi fautive. Notamment, le fait que la crise se produise au moment où on a basculé à une comptabilité à la valeur de marché l'a beaucoup accentuée. Auparavant, les actifs que les banques gardaient longtemps étaient valorisés dans leur bilan à leur valeur historique. Sous la pression d'organismes, notamment américains, d'harmonisation comptable, on a imposé la comptabilité à la valeur de marché. Le problème, c'est que le marché peut se tromper à la hausse comme à la baisse : on a des bulles et des survalorisations d'actifs, mais on a aussi des périodes comme aujourd'hui où des actifs sont sous-valorisés, ce qui aggrave les difficultés des banques. La finance de marché est fondamentalement procyclique : les crédits sont distribués de manière abondante et avec une attention trop faible portée à la qualité des débiteurs dans les périodes où on a de la croissance économique, et lorsque le cycle se retourne, on assiste à une contraction des financements également relativement indiscriminée. Le problème, c'est que le régulateur renforce cette procyclicité : par exemple, il demande aux banques de provisionner davantage de capital lorsque le risque augmente, ce qui rationne le crédit dans les périodes de mauvaise conjoncture. Le fait d'être passé à une valorisation à la valeur de marché est également procyclique. Les académiques qui travaillent sur cette question ont tiré la sonnette d'alarme depuis longtemps. Il est incroyable qu'ils n'aient pas été entendus !

On met aujourd'hui en cause en effet les BC, et notamment Alan Greenspan (l'ancien gouverneur de la Fed) qui n'aurait pas eu les actions appropriées en amont pour éviter la crise.

LS : Les BC ont un discours très rôdé pour justifier qu'elles n'essaient pas d'étouffer dans l'œuf les bulles. Elles considèrent qu'elles n'ont pas de capacité supérieure au marché pour évaluer la surévaluation systématique d'actifs, c'est-à-dire la formation de bulles. Elles affirment donc qu'elles ne savent pas quand il faut intervenir. Mais je pense qu'on fait un faux procès à Greenspan. Il avait très bien compris le fait qu'on est dans une économie où les pressions désinflationnistes voire déflationnistes, liées à la concurrence des pays à bas coûts et aux gains de productivité de la nouvelle économie et à l'économie de réseaux, l'emportent structurellement sur les risques inflationnistes. Il avait donc compris que la lutte contre l'inflation ne mérite pas toute la focalisation que lui accorde par exemple Trichet (Président de la BCE) aujourd'hui, et que le challenge, c'est la stabilité financière.

MH : Une des sources du problème, c'est que l'afflux de liquidités ne s'investit pas dans la sphère productive, et est à la recherche d'une rentabilité maximale : cela a provoqué la bulle internet, puis celle de l'immobilier ; plus tard, ce sera autre chose. C'est un trait structurel du capitalisme, lié à deux choses : d'une part, la part des salaires dans la richesse produite diminue partout dans le monde – Greenspan s'en inquiétait d'ailleurs, et avouait ne pas très bien comprendre pourquoi – donc celle des profits augmente, mais ces profits ne s'accumulent pas sous forme de capital productif, le taux d'investissement n'a pas vraiment augmenté. Donc ces profits non investis cherchent une rentabilité en circulant grâce à la déréglementation. Le second facteur, ce sont les déséquilibres des balances de paiement : principalement, les Etats-Unis ont un déficit croissant, financé par l'excédent d'autres pays. On a donc, à partir de ces deux sources, une masse de capitaux à la recherche d'une rentabilité très élevée qui

nourrissent ces bulles successives, et qui, de plus, rétroagissent sur la sphère productive en exigeant des taux de rentabilité extrêmement élevés, en nourrissant la pression sur les salaires. Greenspan ne pouvait pas faire grand chose.

LS : La crise asiatique de 1997-98 a vraiment marqué une rupture dans la géographie des flux d'épargne internationaux. Depuis 2000, les pays émergents cherchant à limiter leur dépendance à l'égard du FMI et des politiques qui leur ont été imposées, se sont lancés dans une stratégie d'accumulation de réserves. La Chine, les pays pétroliers et d'autres pays émergents qui, il y a peu étaient encore des pays en développement, sont maintenant les créanciers du reste du monde et financent aujourd'hui les Etats-Unis. Cela passe notamment par les fameux fonds souverains qui sont devenus les anges gardiens des banques d'affaires américaines. On est désormais dans un monde vraiment multipolaire, et donc beaucoup plus instable d'un point de vue géopolitique, mais aussi économique et financier.

Quels peuvent être les clés de sortie de crise ?

MH : C'est une des questions clés des élections américaines : la croissance américaine ne peut plus être fondée comme avant sur une consommation très rapide alimentée par un afflux de capitaux étrangers. Ces capitaux ont maintenant des réticences à aller se placer là-bas. La croissance des pays à excédent pourrait alors devenir autocentrée, c'est-à-dire moins fondée sur des exportations, mais davantage sur des services, des infrastructures sociales ou des consommations qui ne sont pas directement aux prises avec la compétition internationale. Ce serait d'ailleurs une bonne chose pour eux, et leurs excédents se réduiraient, et l'équilibre instable mondial se trouverait durablement atténué.

LS : Il peut y avoir un atterrissage en douceur si le recentrage sur les investissements internes se fait progressivement, mais cela peut aussi être brutal, ce qui pourrait être le cas aujourd'hui si le dollar décrochait vraiment.

MH : Une grande inconnue dans la gestion de la crise, c'est ce que va faire la BCE dont la pratique est pour le moment centrée de manière monomaniaque sur l'inflation. Or, il faudrait aussi prendre en compte l'objectif de croissance, comme le fait la Fed. Mais va-t-elle prendre pour prétexte la remontée de l'inflation pour ne pas desserrer la vis ? Une autre question est celle de la politique de change : y aura-t-il des accords pour réguler le cours du dollar, notamment par rapport à l'euro ? En Europe, on a une monnaie unique qui n'est pas gérée, qui encaisse les mouvements du dollar sans réaction : c'est un trou institutionnel, il n'y a même pas de doctrine de ce qu'on devrait faire. Cela s'explique notamment par le fait que les pays d'Europe sont très inégalement placés du point de vue de la contrainte des taux de change : l'Allemagne n'y est par exemple pas très sensible, contrairement à la France.

LS : Je pense que l'absence de véritable budget européen est un autre élément essentiel dans le schéma économique qui bride les dirigeants de la BCE. Les pays européens sont dans des situations budgétaires très différentes : certains en excédent, d'autres ont une lourde dette publique pour laquelle il n'y a aucune mesure d'assainissement. La BCE pense qu'en baissant les taux, elle favorise les dérives budgétaires qu'elle considère comme inflationnistes. Si l'on avait un budget central, celui-ci jouerait le rôle d'amortisseur. C'est ce qui se passe aux Etats-Unis : quand un choc atteint un Etat, celui-ci reverse moins au budget fédéral, et bénéficie de plus de redistribution.

Les BC considèrent également trop souvent que dans le monde actuel, leur seul instrument est le taux d'intérêt. Mais en réalité, on pourrait réactiver d'autres instruments tombés en désuétude, à d'autres fins que leurs objectifs originels. Par exemple les réserves obligatoires ont partout beaucoup baissé, pour des questions de concurrence entre places financières. Mais on pourrait imaginer que lorsqu'il y a présomption de bulle par exemple immobilière, les BC augmentent de manière ciblée les réserves obligatoires non rémunérées sur les crédits immobiliers afin de tarir les financements qui alimentent la bulle et ainsi l'étouffer. Le développement d'investisseurs publics à long terme, ayant pour fonction de stabiliser les

marchés pourraient aussi faire partie de la palette des solutions. En France, la Caisse des Dépôts pourrait par exemple jouer ce rôle.

Mervyn King, gouverneur de la banque d'Angleterre, avait pronostiqué il y a quelques années la fin des BC: il annonçait que la monnaie électronique allait supplanter la base monétaire, celle-ci était si réduite au regard de la financiarisation de l'économie que les BC allaient perdre leur pouvoir. Mais aujourd'hui, bien que la monnaie centrale représente une très faible quantité par rapport à la masse des encours d'actifs, les BC ont au contraire une capacité d'action énorme : elles n'ont pas encore réussi à stabiliser le marché, mais elles ont quand même déjà beaucoup fluidifié les choses. On est au contraire dans l'ère de la toute puissance des BC. Mais la Fed a changé de modèle d'interprétation du monde, elle se révèle incroyablement plus novatrice et réactive que la BCE qui est restée sur un modèle du banquier conservateur. C'est en partie dû à son histoire : elle a été créée de rien, et a cherché à asseoir rapidement sa crédibilité par une politique monétaire rigide. Mais cela fait presque dix ans maintenant, il est temps de changer de modèle !

MH : Mais si la source du problème est la création permanente de liquidités à la recherche d'une rentabilité maximale, il y aura des bulles tant que cette source ne sera pas tarie, et la même pression sur le secteur productif pour dégager une hyper-rentabilité. Le problème de fond est celui du fonctionnement du capitalisme. Dans sa donne actuelle, il est difficilement maîtrisable par des dispositions institutionnelles. De plus, la conception même de l'Union Européenne pose problème, comme le souligne la campagne « Stop finance » qui cible deux articles du nouveau traité européen qui interdisent tout contrôle sur les capitaux.

LS : Mais si on rétablit le contrôle des capitaux aux frontières de l'Union, cela pose le problème de la délocalisation des activités financières et des emplois qui vont avec, vers des places *off shore* ou simplement adeptes du strict secret bancaire, problème qu'on a d'ailleurs au cœur même de l'Europe avec le Luxembourg, le Liechtenstein et la Suisse !

MH : C'est là qu'on mesure le pouvoir que s'est donné le capitalisme en se déréglementant ! Les mesures qui paraissent raisonnables ne sont pas cohérentes, parce qu'elles ne répondent pas à ce type d'objection. Il faudrait une remise en cause plus fondamentale du système. Une des fonctions critique sur ce sujet consiste à affirmer que les solutions « gentilles » avec un peu de contrôle ne sont pas fiables, parce que ces règles qu'on devrait mettre en place sont en contradiction totale avec la manière dont ça fonctionne aujourd'hui. On a par exemple le même problème sur la fiscalité. L'idée du SPAM par exemple de Frédéric Lordon est astucieuse : il s'agit d'une taxe sur les rendements financiers qui s'appuie sur le mode de calcul des gestionnaires eux-mêmes, qui définissent la valeur pour l'actionnaire par rapport à un taux de rendement de référence. Tout ce qui serait au-dessus de ce taux de profit serait donc prélevé. Mais si on le fait dans un pays, il est évident que les capitaux se déplaceront ailleurs.

LS : C'est le sable dans les rouages de la taxe Tobin, on butte toujours sur le même argument. Mais il faut être optimiste car il y a des crises suffisamment graves pour provoquer des électrochocs qui, sans pour autant révolutionner le système, changent peut être un peu sa trajectoire. Cela a été le cas de la crise de 1929. La pédagogie des crises fonctionne.