

UNE OPPORTUNITÉ À SAISIR POUR L'EUROPE

AXEL MILLER

Chief Executive Officer, Dexia

Si la crise a été jugée à sa juste gravité par les autorités en charge aux États-Unis et en Europe, il est clair que leurs approches pour son règlement ont été différentes. Les décisions en matière monétaire, budgétaire ou réglementaire n'ont été ni d'égale puissance ni inspirées par les mêmes priorités. Dès lors, on peut se demander si l'Europe sortira perdante ou gagnante. Dans le registre monétaire, la parité euro/dollar sort modifiée mais il n'est pas certain que le désavantage commercial instantané de la zone ne soit pas compensé par des avantages à plus long terme. En matière budgétaire, alors que les États-Unis ont pu user de l'arme de la relance, l'Europe de Maastricht, paralysée à court terme par sa propre discipline, sera sans doute incitée à lancer des grands chantiers, créateurs de richesse, mais à plus long terme. Enfin, en matière réglementaire, s'il est certain que la crise conduira à des réformes, il reste à espérer que l'Europe puisse en inspirer l'orientation pour atteindre un paradigme planétaire nouveau dont toutes les régions du monde pourront sortir gagnantes.

Devant l'ampleur de la crise et la sévérité de ses conséquences, on a vu les différents régulateurs, autorités monétaires et gouvernements locaux, réagir en ordre dispersé avec plus ou moins de promptitude, de clairvoyance et d'efficacité. En dépit des lourdes pertes et dépréciations d'actifs qui ont été essuyées par de très nombreux acteurs, le pire semble avoir été évité. Il faut évidemment se réjouir que l'implosion systémique ne se soit pas produite à ce jour. Ce que cette crise met en évidence, ce pourquoi elle dure si longtemps, et ce pourquoi la peur n'a toujours pas quitté les marchés, c'est qu'elle est d'un type tout à fait nouveau pour lequel les instruments habituels de règlement se sont révélés globalement inadaptés. Si la crise est en effet classiquement née d'une bulle spéculative (localisée cette fois aux États-Unis dans un

contexte de taux d'intérêt bas et d'une activité d'origination de créances hypothécaires mal régulée), son éclatement a été, en revanche, global et très fragmenté en raison de l'importance prise par le jeu de la titrisation. Celle-ci a introduit une très grande opacité quant à savoir où étaient localisés les risques et qui supporterait en définitive les pertes. Devant cette incertitude, la liquidité interbancaire s'est raréfiée et la question de la solvabilité, même des plus grands établissements, a surgi. Ces phénomènes ont été amplifiés par les réactions spéculatives des marchés, l'obscurité apportée par des normes comptables important la volatilité des marchés dans les bilans des banques, et la résorption brutale des effets de levier massifs injectés dans l'économie à l'occasion d'une période décidément bien trop longue d'euphorie financière, créée par un environnement de taux

d'intérêt bas entretenu par la Federal Reserve (Fed) de Greenspan.

Cette situation inédite a été gérée diversement par les différentes autorités en charge. Chacune d'elles a paré au plus pressé mais on a pu voir que les analyses économiques, le cadre institutionnel et doctrinal, les politiques et les outils à disposition variaient largement. Cette crise marque sans nul doute la prééminence de l'économie financière, son caractère global et le rôle décuplé de la composante spéculative qui est en son cœur. Les instruments traditionnels, qu'il s'agisse du levier monétaire, budgétaire ou réglementaire, ont révélé leur insuffisante efficacité, et même quelquefois leurs effets pervers. Alors que, au cours des vingt dernières années, c'est l'utilisation coordonnée de ces trois leviers qui a généralement permis de sortir des crises qui se sont déclenchées – et cela l'a été à la diligence quasi exclusive, rappelons-le, des autorités américaines –, cette fois-ci, cela n'a pas fonctionné ainsi. La crise étant globale, il eût fallu que ces trois leviers soient actionnés à l'échelle globale, concomitamment et en cohérence. Or, ce sont des politiques et dispositifs régionaux qui ont été mis en œuvre et la concertation des différentes autorités n'a été effective que pour éviter le risque de défaillance systémique. Ne nous en plaignons pas. Mais pour le reste, nous devons admettre que la cohésion a fait – et fait encore – défaut.

Dès lors que la gestion de la crise a été régionale et fragmentée, sa sortie est susceptible d'engendrer un nouvel ordre quant au rapport de forces entre les régions économiques de la planète. On peut se demander, dans cette hypothèse, si l'Europe en sortira perdante ou gagnante. Une chose est sûre, si la crise que nous venons de traverser est vue comme une opportunité pour le capitalisme pur et dur – fondé sur l'idéologie de l'infailibilité de l'économie de marché – d'imposer à l'ensemble du monde son paradigme en l'aménageant ici et là marginalement, alors il n'y aura que des perdants. L'Europe fera partie de ceux-ci car on continuera à aller d'une bulle spéculative à l'autre, et, d'ailleurs, les premiers signes d'un tel scénario sont vite apparus avec la hausse du cours des matières

premières. À l'inverse, si un ordre nouveau est recherché et mis en place dans un consensus planétaire, dans ce cas la crise aura servi à éviter les suivantes, en remettant en question les trois modalités habituellement employées jusqu'ici dans l'ordre monétaire, budgétaire et réglementaire, comme nous proposons de le voir. Alors il n'y aura que des gagnants et l'Europe, en saisissant l'opportunité de jouer un rôle central dans la mise en œuvre de cette approche, en sortira grandie et renforcée.

La gestion monétaire

La gestion monétaire est le domaine dans lequel la gestion de la crise a été la plus manifestement divergente entre les autorités de la zone dollar et celles de la zone euro sur la base de doctrines très différentes. Les baisses successives de taux d'intérêt par la Fed, non suivies par la Banque centrale européenne (BCE), ont montré que les priorités de part et d'autre de l'Atlantique n'étaient résolument pas les mêmes : éviter la récession d'un côté, lutter contre l'inflation de l'autre.

Ces deux obsessions sont légitimes quand on les place par rapport aux traumatismes vécus par les deux régions au cours du vingtième siècle. Mais cette gestion (au mieux non concertée, au pire compétitive) des deux monnaies a conduit à une dépréciation notable du dollar par rapport à l'euro. Aujourd'hui, la valeur relative des deux monnaies est, on le sait, très défavorable à la zone euro pour ce qui est de sa balance commerciale. Mais il serait faux de tirer la conclusion que l'Europe sortira perdante de ce nouveau niveau de parité monétaire car plusieurs facteurs évoluent dans un sens qui lui est favorable : d'une part, l'augmentation du prix du pétrole est largement atténuée par la baisse du dollar, d'autre part, le faible coût actuel des actifs libellés en dollars permettra aux Européens de faire des investissements à bon marché dans les pays dont la monnaie est le dollar – ou lui est étroitement liée. Rappelons que la baisse du dollar est très défavorable aux investisseurs détenteurs de dollars. Dans cette crise, la BCE, institution jeune et peu aguerrie jusqu'alors, aura montré son indépendance,

manifesté son opiniâtreté dans l'accomplissement de son mandat malgré la pression des gouvernements des pays membres. En définitive, elle aura acquis aux yeux des grands acteurs financiers de la planète un statut de gestionnaire très fiable d'une monnaie de stature globale – si elle n'est encore monnaie d'échange internationale. La répartition des réserves monétaires dans le monde pourrait donc s'en trouver très largement modifiée. De même, les émissions d'instruments de dette en euro gagneront manifestement en attractivité aux yeux des investisseurs car elles sont non seulement garanties par une économie vaste, robuste et diversifiée, mais elles le sont aussi par une banque centrale véritablement indépendante.

La gestion budgétaire

Du côté européen, la gestion budgétaire de la crise a été inexistante alors qu'elle a été particulièrement réactive du côté américain. L'absence d'outil décisionnel en matière de politique économique en Europe et les contraintes imposées aux budgets des pays signataires du traité de Maastricht ont mis en évidence la quasi-impuissance des gouvernements nationaux pour mettre en place des mesures du type de celles que l'administration Bush a prises pour éviter la récession, concomitamment avec les baisses de taux de la Fed. Pour autant, doit-on en conclure que la raison est outre-Atlantique et qu'il y aurait une carence de la part des Européens à laquelle il serait urgent de remédier ? Aurions-nous préféré qu'un super ministère de l'économie européenne dispose des moyens de décréter seul une rallonge budgétaire, corrélée à une baisse des taux que ce ministère aurait convenue avec la BCE ? De telles mesures auraient certes manifesté le volontarisme et la capacité de réaction des politiques mais elles auraient été, par nature, des actes de fuite en avant. Les Européens, à l'exception de quelques régions, sont par tempérament des épargnants. La garantie de l'épargne et sa juste rémunération y sont des valeurs essentielles, notre continent ayant chèrement payé par le passé ses dérives inflationnistes. Aussi, l'impossibilité des États membres à recourir à

l'impasse budgétaire est en réalité un bienfait car elle marque une rupture avec la pratique passée de bien des gouvernements ayant souvent opté pour la facilité. Le cadre institutionnel imposé en Europe force les gouvernements d'aujourd'hui à imaginer ensemble des solutions de croissance par nature vertueuses. L'Europe a déjà montré qu'elle était capable de lancer de grands projets communs et structurants, hier dans l'aéronautique, les télécommunications, l'espace et l'armement, demain dans la biotechnologie, les énergies nouvelles, l'environnement, la santé. Lancer un « *new deal* » comme Roosevelt au sortir de la crise de 1929, le faire à l'échelon de l'Europe des Vingt-sept en y associant les pays de la Méditerranée – toute une région dont la construction est loin d'être achevée –, voilà qui constituerait une politique au long cours pour créer de l'activité durable et de la richesse tangible sur la base de financements à long terme disponibles auprès d'investisseurs globaux qui present l'euro et en apprécient les vertus. Si c'est à cette relance budgétaire-là que doit nous conduire la crise, la sortie sera en effet gagnante pour l'Europe, et au-delà pour le monde entier.

Les insuffisances réglementaires

Les insuffisances réglementaires qui ont fait le terreau de la crise sont bien connues. On peut même s'étonner que les marchés aient aussi mal anticipé sa survenance et sa gravité. Il s'agit :

- des effets mal contrôlés de l'abolition du *Glass Steagall Act* aux États-Unis ;
- de l'incitation des banques à titriser des actifs financiers qu'elles portaient autrefois dans leurs bilans ;
- du contrôle inadéquat de certaines activités d'intermédiation financière – notamment des organismes de prêts hypothécaires « *subprimes* » – ;
- de l'absence d'obligations prudentielles sérieuses pour les *hedge funds* ;
- du recours aux « *conduits* » et autres structures *ad hoc* censées déporter le risque financier hors du

périmètre des banques ;

- d'une innovation financière débridée et difficilement déchiffrable qui a permis l'émergence et la diffusion à grande échelle de produits particulièrement toxiques tels que les CDO (*collateralised debt obligations*) d'ABS (*asset backed securities*) ;
- du recours massif à des modes de financement court terme pour financer des actifs long terme parfois avec effet de levier monstrueux ;
- de l'incompréhensible latitude laissée aux banques d'affecter leur capital normalement réservé pour absorber les pertes inhérentes à leur activité de base à des opérations dont la seule finalité est de flatter les résultats demandés à court terme par les marchés ;
- de l'absence totale d'observatoire permettant, dans des marchés globaux, d'identifier et de suivre les créations et concentrations de risques dans le système financier ;
- enfin, de l'asymétrie spectaculaire qui a été tolérée entre la rémunération des inventeurs de produits hautement sophistiqués – voire incompréhensibles – et de leur inaptitude à répondre des éventuelles pertes qui en découleraient.

Le secrétaire d'État au Trésor, Hank Paulson, s'est déjà exprimé sur la nécessité d'un plan ambitieux venant corriger toutes les imperfections incriminées ou au moins une partie d'entre elles. Cette intention, louable en soi, a déjà été critiquée à divers titres, notamment par les grandes banques d'investissement qui craignent de voir réduire leurs marges de manœuvre. Son calendrier a d'emblée été déclaré comme long et sa mise en œuvre probablement laborieuse. En apparence, cette réforme serait, en tout état de cause, largement *US centric*, et ne semble pas vouloir s'attaquer au fonctionnement global des marchés. Enfin, un grand défaut de cette initiative est qu'elle émane d'un ex-dirigeant de banque d'investissement américaine, dont on voit mal qu'il renie le système qui a fait le succès de sa carrière. Donc, si c'est là le chemin emprunté pour mettre de l'ordre dans le village financier global, on pourra dire que l'Europe n'est pas vraiment sortie gagnante de la crise et qu'elle n'a plus qu'à attendre la prochaine. À l'inverse, si l'on se dit que l'alerte a été suffisamment forte pour que le G8, le Comité de Bâle, l'IASB (*International accounting*

standards board) et les banquiers centraux entreprennent ensemble une véritable réforme, il y aurait une opportunité unique pour l'Europe de faire entendre sa voix. Au plan des normes comptables d'abord. Quelle folie que d'importer dans les bilans des banques la volatilité de marché ! Quelle impéritie que de les empêcher de mettre, par beau temps, les réserves nécessaires de côté qui leur permettraient de faire face aux inéluctables mauvais jours ! On sait que l'inspiration court terme des IFRS (*International financial reporting standards*) a exacerbé la crise financière, jouant le rôle d'accélérateur systémique, en imposant la comptabilisation en « juste » valeur des actifs financiers. Quantités d'actifs de qualité ont ainsi dû être dépréciés par des banques alors même que leur sort était de demeurer jusqu'à leur échéance contractuelle dans le bilan des institutions qui les ont acquis et n'ont ni l'intention ni l'obligation de les céder sur le marché. Revoir fondamentalement les règles de comptabilisation des actifs financiers sous IFRS est une initiative urgente et indispensable pour réduire la volatilité des résultats et des réserves des banques, et pour restaurer une confiance à leur égard. La genèse de ces règles, défendues farouchement par des intérêts particuliers issus de l'auto-cooptation ne répondant directement à aucun processus démocratique de responsabilisation, pose également des questions cruciales de gouvernance. De nombreuses institutions européennes l'ont dit avant la crise, sans être entendues, et il est grand temps que ce dossier soit réouvert. Concernant la solvabilité et la conformité des institutions financières, qu'il s'agisse des banques, des sociétés d'assurances, des intermédiaires financiers ou des *hedge funds*, il importe d'appliquer des règles que nul ne puisse contourner et d'envisager des sanctions applicables à tous, quelle que soit la localisation des acteurs.

Chacun doit en convenir : le temps est révolu où une gouvernance unique pouvait, depuis Washington et New York, créer les conditions de formation d'une (nouvelle) bulle spéculative, puis, après son éclatement, poser dans la même foulée tous les actes, qu'il s'agisse de mesures monétaires, budgétaires ou réglementaires, pour relancer la dynamique de la

confiance et de la croissance, et ce, jusqu'à la nouvelle crise. Ce propos ne relève pas d'une posture politique ou idéologique mais du simple constat que la limite du système a été atteinte. Si la crise que nous traversons devait, malgré sa gravité et le vertige qu'elle a occasionné à certains moments, être simplement « une autre crise » qui est venue des États-Unis et a été réglée par des mesures monétaires, budgétaires et réglementaires, conçues et édictées par ce seul pays, alors l'Europe en sera sortie largement perdante. À l'inverse, si les décideurs se mobilisent pour élaborer des dispositifs nouveaux de prévention et de règlement des crises fonctionnant à l'échelle globale et de façon concertée, si la vision de nos dirigeants les mène à renforcer le processus d'intégration européen en laissant leurs drapeaux nationaux et leurs intérêts partisans au placard d'une nostalgie révolue pour embrasser sans crainte – en la façonnant – la perspective d'un futur souhaitable, si la croissance est recherchée à travers la création de nouvelles richesses issues de grands projets d'infrastructure utiles à l'humanité toute entière, si l'on cesse d'encourager l'enrichissement spéculatif à court terme d'acteurs totalement déresponsabilisés, alors la crise aura servi à tous... et

l'Europe sera gagnante, mais pas contre les États-Unis et/ou le reste du monde... Elle sera gagnante avec tous ceux qui auront compris l'intérêt de s'engager dans un système unifié de régulation globale, privilégiant la responsabilité des acteurs, la solvabilité des institutions fiduciaires, la stabilité monétaire, l'esprit d'entreprise et l'engagement à long terme, enfin la création de richesses tangibles et leur juste partage entre tous. Elle sera gagnante avec tous ceux qui acceptent de sanctionner la création de richesse virtuelle, la spéculation stérile, l'innovation financière toxique et l'irresponsabilité, bref le transfert des risques et la mutualisation des pertes auprès de ceux qui ne l'ont pas demandé. Elle jouera son rôle dans le concert des nations qui auront commencé à élaborer une réponse aux populations qui réalisent aujourd'hui que la croissance ne peut être une fin en soi, pour répondre aux défis économiques et sociaux auxquels le troisième millénaire est confronté.

C'est ce nouveau paradigme que j'appelle de mes vœux, en tant que dirigeant d'une entreprise européenne, active à l'échelle globale, et pour laquelle le court terme n'a décidément pas d'avenir.

