



Martin Mayer

The Fed

The Inside Story of How the World's Most Powerful Financial Institution Drives the Markets

Free Press, New York, xiii + 350 p., 27,50 \$/41,95 \$Can (toilé)

AUX YEUX de Martin Mayer, la Réserve fédérale des États-Unis n'est pas sans rapport avec le magicien d'Oz : derrière l'imposante façade et les effets spéciaux spectaculaires se cache une institution bien maigre. La transformation du secteur financier ces dernières décennies a réduit le pouvoir de la banque centrale; en conséquence, la capacité du Fed à modeler le comportement des marchés financiers relève maintenant en grande partie de la psychologie. En réalité, l'influence du Fed s'exerce par la manière dont les marchés anticipent son action et y réagissent. Sans être un admirateur inconditionnel d'Alan Greenspan, Mayer reconnaît que l'une de ses forces est d'avoir saisi cet aspect fondamental du pouvoir du Fed sur la scène contemporaine.

Le livre de Mayer réunit essentiellement deux histoires en une. La première, et la meilleure partie de l'ouvrage, raconte l'histoire du Fed depuis cinquante ans du point de vue de ses présidents successifs. Mayer, vétéran du journalisme financier avec près de trente livres à son crédit, dispose d'excellentes sources et connaît personnellement un grand nombre des principaux acteurs. Même si le ton peut tourner à l'acide, Mayer raconte bien son histoire. Deux épisodes méritent d'être mentionnés : le premier est «l'accord» conclu en 1951 entre le Trésor américain et le Fed sur leur rôle

respectif dans la gestion de la dette et la politique monétaire. Comme Mayer le souligne, cet accord peu remarqué est le fondement de l'autonomie opérationnelle du Fed dans la politique monétaire et donc le point de départ d'une grande partie des récents débats sur l'indépendance de la banque centrale.

Le deuxième épisode est l'adoption de la loi Gramm-Leach-Bliley en 1999, qui a donné au Fed la responsabilité première de la régulation des conglomérats financiers. Cette mesure va à l'encontre d'une tendance internationale à réduire, au lieu d'accroître, le rôle régulateur des banques centrales et cela mérite une explication. Pour Mayer, elle est largement due au prestige du Président Greenspan et a été motivée par la nécessité qu'avait le Fed de se donner un nouveau rôle.

La deuxième partie de l'histoire de Mayer, qui est en fait la toile de fond de la première retrace l'évolution de la finance moderne et la réponse des autorités à l'essor des marchés des dérivés, des conglomérats financiers, de la désintermédiation — et de l'internationalisation. L'auteur pense que ces évolutions ont fondamentalement transformé — et réduit — les fonctions et pouvoirs de la banque centrale, mais il reconnaît qu'elles n'ont pas encore beaucoup d'impact en dehors des pays industrialisés. Dans cette partie, la capacité d'analyse de Mayer semble perdre de son acuité. Son récit rappelle cette célèbre caricature du monde vu des bureaux de la revue *New Yorker* : ce qui se passe à New York et à Washington occupe presque toute la place tandis que l'Europe, le Japon et les marchés émergents apparaissent en pointillé à l'horizon. Il est clair que Mayer n'a pas d'aussi bonnes sources en dehors des États-Unis et il donne l'impression de s'être largement appuyé sur une collection de coupures de journaux, ce qui l'induit souvent en erreur. Par exemple, son récit de l'effondrement de la Barings est erroné dans les faits. La Banque d'Angleterre a effectivement essayé au départ d'empêcher l'effondrement, mais elle n'a

pas pu organiser un consortium de banques pour reprendre les obligations sur dérivés de Barings. Pour finir, nécessité a fait loi.

Certes, la thèse de Mayer selon laquelle le rôle des banques centrales a été transformé a du vrai. Mais reste à savoir s'il s'agit d'une transformation fondamentale ou relative. Comme Walter Bagehot (1826–77) l'avait bien compris, la psychologie est un élément important du pouvoir de la banque centrale. Dans *Lombard Street*, compilation des articles de Bagehot parus dans *The Economist*, il évoque la petitesse des réserves de la Banque d'Angleterre sur lesquelles repose l'énorme structure du crédit, rappelant que le mot «crédit» vient de «croire» en latin. Tant que le marché croit que tout va bien, le crédit ne sera pas perturbé; la banque centrale a pour tâche primordiale d'entretenir cette croyance et de la ranimer quand les choses se gâtent. L'expansion des marchés des dérivés et les modèles mathématiques sophistiqués n'empêchent que ce principe garde toute sa validité, bien qu'il faille peut-être en modifier l'application en fonction du nouveau paysage de la finance. Cette question appelle un Bagehot des temps modernes. Mais, pour cela, il nous faudra encore attendre.

Michael Taylor

Couverture : Luisa Menjivar-Macdonald.

Photos : Padraic Hughes, couverture et page 2; Banque mondiale, pages 2, 3, 4, 6, 10, 14, 18, 26, 28, 31, 44 et 45; Michael Spilotro, couverture et photos des auteurs; Corbis, pages 22 et 60; Pedro Marquéz, livres; Denio Zara, page 64.

Illustration : Massoud Etemadi, page 56.

Annual Report • Annual Meetings • Article IV Consultations • Balance of Payments • Crisis Response • Data Standards • Directorates • Economic, Commodity and Development Organizations • Employment Opportunities • EMU • ESAF • Exchange Rates • Executive Director • External Relations • Finance • Financial Statements • Frequently Asked Questions • International Organizations • Monetary and Financial Policy • Policy and Operations • Publications • Regional Offices • Research • Technical Assistance • Training • World Bank • World Economic Outlook

Pour en savoir plus sur le FMI :

www.imf.org

Kenneth W. Dam

The Rules of the Global Game

A New Look at U.S. International Economic Policymaking

University of Chicago Press, Chicago, Illinois, 2001, xvi + 329 p., 32,50 \$ (toilé)

CET OUVRAGE réunit trois livres en un, portant respectivement sur l'économie politique, les fondamentaux de l'économie internationale et la nature des accords économiques internationaux. Les trois sont liés, bien sûr, mais chacun est intéressant en soi. Éminent théoricien et praticien de la politique économique, Kenneth Dam est singulièrement bien placé pour commenter la manière dont les politiques intérieures «dévoient» la politique économique internationale. Il montre du doigt les lobbyistes qui infléchissent le programme des autorités pour favoriser les intérêts spéciaux. À son avis, le niveau de vie aux États-Unis gagnerait à ce que le système commercial et financier international soit plus ouvert. À cet effet, il propose que les responsables de l'action publique se dotent des «outils de gouvernement» — de procédures législatives et exécutives qui neutralisent les pressions exercées par les groupes d'intérêts.

Pour chacun des 535 membres siégeant au Congrès des États-Unis, on compte 38 lobbyistes déclarés, dont les activités coûtent 2,7 millions de dollars par an. L'expansion continue du lobby est ancrée dans le système de prise de décisions caractérisé par l'équilibre des pouvoirs. Selon Dam, ce système encourage certains groupes d'intérêts à chercher à tirer profit du processus d'allocation des crédits budgétaires, créant une symbiose entre les «régulateurs» (le Congrès et les organes d'exécution) et ceux auxquels les règles s'appliquent (les divers groupes d'intérêts).

Les groupes d'intérêts les plus divers se sont multipliés au fil des ans et, à en croire Dam, ils ont plus d'influence sur la politique économique que le processus électoral. Il en donne pour preuve le solide appui qu'offrent ces groupes à tous les législateurs candidats à la réélection, quel que soit leur parti politique. Dam cite en particulier l'expansion des organisations non gouvernementales (ONG). Ces groupes de ci-

toyens sont apparus dans les années 70 et, en 1980, constituaient plus du cinquième de tous les groupes d'intérêts qui s'employaient à influencer les décisions du Congrès. Bien que représentant des intérêts sociaux ou environnementaux et ceux des consommateurs, par opposition aux intérêts des entreprises privées, ces groupes ne diffèrent nullement, dans leurs méthodes et opérations de financement, des lobbyistes traditionnels au service des entreprises.

Il en résulte que les forces qui défendent les intérêts de quelques-uns l'emportent sur celles qui cherchent à accroître l'efficacité des mouvements internationaux de marchandises, de personnes et de capitaux. Par exemple, l'érection de barrières commerciales qui favorisent certains groupes d'intérêts implique un renoncement aux bienfaits de la concurrence internationale. Dam cite comme exemple d'outil de gouvernement la procédure accélérée aux fins des négociations commerciales internationales, en vertu de laquelle le Congrès ne pouvait qu'approuver ou rejeter d'un bloc le train de mesures soumis par le Président des États-Unis au lieu de voter chacune des différentes mesures. Les présidents des États-Unis ont eu ce pouvoir de 1974 à 1994. Cependant, le succès même de ce dispositif a suscité l'opposition : après son expiration, ce pouvoir n'a pas été renouvelé, ce qui a retardé la poursuite de la réforme des échanges. Dam souligne que les outils de gouvernement peuvent aussi être pervertis : les procédures antidumping sont devenues de plus en plus des outils du protectionnisme.

Du commerce Dam passe à la finance internationale qui, est de plus en plus présente à l'esprit des responsables. Des règles qui régissent la politique monétaire internationale il dégage cette conclusion pessimiste : «Le problème est que, si les outils de gouvernement dans le domaine des échanges sont déjà peu solides et imparfaits, ils ne sont que plus primitifs dans le monde actuel où l'investissement et les finances internationales connaissent une véritable explosion».

Dans des propos dont on peut supposer qu'il les a formulés avant d'être lui-même nommé à un poste élevé au Trésor des États-Unis, Dam critique la conduite de la politique monétaire in-

ternationale par ses prédécesseurs. Il affirme que le Trésor, travaillant pour le compte de son principal supporter, la communauté financière des États-Unis, a encouragé la libéralisation prématurée des entrées de capitaux dans des pays qui n'étaient pas prêts à les recevoir, puis orchestré le sauvetage des créanciers privés incapables de recouvrer leurs créances. Dans pareil contexte, la panoplie du gouvernement doit comprendre des règles et institutions qui favorisent la transparence et la prudence en matière de finances, ce qui peut alourdir le coût des transactions financières mais qui est en dernier ressort le moyen d'action le plus rationnel.

Le maintien des restrictions sur l'IDE aux États-Unis reflète les intérêts de secteurs réglementés qui redoutent la concurrence. Dam fait ressortir les pressions exercées par les firmes multinationales qui répugnent souvent à s'exposer à un surcroît de concurrence dans les pays hôtes, ainsi que par les ONG, auxquelles il impute largement la responsabilité de l'échec de l'accord multilatéral sur l'investissement qu'a proposé l'OCDE. Les ONG s'y sont opposées au motif que l'investissement international peut avoir des effets nocifs sur le plan social, à savoir l'exploitation de l'environnement et de la main-d'œuvre bon marché, affirmation qui n'est guère étayée par les faits. Dam critique le gouvernement des États-Unis pour n'avoir pas réussi à neutraliser la pression des ONG.

On peut dire pour conclure que ce livre pourrait fort bien s'intituler «Manuel d'introduction à la politique internationale». Il présente une gamme étonnante de raisonnements économiques pour guider la prise de décisions. Focalisé essentiellement sur la politique des États-Unis et son élaboration, le seul terrain sur lequel Dam ne s'aventure pas concerne la façon d'évoluer vers un processus d'élaboration de la politique fondé sur la coopération internationale. Il approuve, certes, le système des obligations réciproques qui a été la pierre angulaire de la libéralisation des échanges internationaux. Mais il se pourrait que les événements du 11 septembre lui inspirent un nouvel ouvrage, reconnaissant que la nécessité de forger plus activement une coalition est aussi urgente dans la sphère économique que dans la sphère politique. **Ashoka Mody**