

Jean-Pierre Ghelfi, économiste, président du Conseil d'administration de la Banque cantonale neuchâteloise (BCN)

Pourquoi la crise et comment en sortir?

L'économie a-t-elle perdu la raison?

L'explosion des marchés financiers a failli précipiter l'économie mondiale dans une profonde dépression. Pourquoi n'a-t-on rien vu venir? Les réactions des gouvernements et des banques centrales ont-elles été adéquates? Des plans considérables de relance ont été mis en place. Mais que se passera-t-il lorsqu'ils s'achèveront? La demande réelle des ménages et des entreprises sera-t-elle suffisante pour poursuivre le redressement de l'économie? Où faut-il s'attendre à une longue période de stagnation telle que l'a connue le Japon durant la dernière décennie.

Alors que je rédigeais l'exposé de ce soir, j'ai pris connaissance du compte rendu (par Mathieu Perona dans laviedesidees.fr) d'un livre rédigé par Richard Posner intitulé «*A failure of capitalism*» (*Un échec du capitalisme*).

Le point de vue de Richard Posner est particulièrement intéressant. L'auteur est en effet l'une des figures de proue des conservateurs américains. Le livre de Posner, selon ce compte rendu, «*cherche avant tout à démêler les responsabilités individuelles et collectives dans le déclenchement de la crise. Ce faisant, Posner lutte sur deux fronts à la fois. Sur sa gauche, il combat l'idée selon laquelle la bulle immobilière et la crise elle-même seraient imputables à une forme d'irrationalité des agents ou à une faillite morale (appétit pour le risque, appât du gain) du secteur de la finance. Il montre au contraire que l'existence de la bulle ainsi que les conséquences de son éclatement étaient notoires dans le secteur bancaire américain, mais que chaque acteur ne pouvait faire autrement que de tirer parti du mouvement, sous peine de subir de lourdes pertes par rapport à ses concurrents. Posner donne ainsi une bonne image du fonctionnement du risque systémique auquel est soumis le système financier. Sur sa droite, il cherche à convaincre les conservateurs américains, son auditoire naturel, que cette crise signe la faillite de la croyance dans la capacité autorégulatrice du marché, qu'une intervention publique massive est nécessaire pour en amortir les conséquences immédiates et que, à long terme, seule une régulation active et contraignante des marchés financiers permettrait d'empêcher la reproduction de ce phénomène*».

A peu près tous les thèmes que je me propose d'aborder figurent dans ce texte, avec la dose de provocation («sur sa gauche», «sur sa droite») indispensable pour susciter la réflexion et la controverse sans lesquelles le savoir ne progresse pas.

Comment mieux se plonger dans la thématique des crises financières qu'en passant en revue celles qui se sont produites antérieurement? Même en ne remontant pas plus loin que le 19^e siècle, on verra que la crise actuelle se trouve en très bonne compagnie (**voir Annexe 1**).

Pour tenter de prendre la mesure du phénomène économique auquel nous avons assisté, il est nécessaire de ne pas seulement prendre en considération ces deux dernières années de crise.

L'an 2000 marque en effet l'apogée d'un cycle long de croissance de l'économie des pays développés; 2001-2003 ont été des années de récession; 2004-2007 des années de croissance; 2007-2009 des années de crise. Le déroulement de la première décennie du 21^e siècle se présente donc de manière un peu chaotique.

Elargissons encore l'horizon, jusqu'aux années 80 et 90 du siècle passé. Ces décennies ont été marquées par un processus de plus en plus large de déréglementations des marchés financiers à l'échelle mondiale.

Cependant, pour comprendre le sens et la portée de ce processus de déréglementation, il est nécessaire de remonter encore plus dans le temps, jusqu'à la crise des années 30 et la 2^e guerre mondiale.

Si je vous invite à jeter un regard rétrospectif si loin dans le passé, ce n'est surtout pas pour noyer le poisson ou dévier du thème de cette soirée. C'est tout le contraire. Le passé sert à rendre intelligible le présent. On ne peut en effet comprendre le fonctionnement de l'économie actuelle qu'en la situant dans une perspective longue. Les concepts et les règles d'organisation et de fonctionnement de l'économie sont le produit, ou le sous-produit, de notre histoire. Et le problème – ou l'un des problèmes – auquel nous sommes confrontés, et qui explique que beaucoup de personnes sont aujourd'hui désarçonnées par ce qui nous arrive, est dû au fait que nous ignorons (ou avons oublié) en grande partie les événements qui se sont produits au cours des décennies précédentes.

On peut d'ailleurs noter en passant que ce manque de connaissances historiques est assez général et qu'il touche également les économistes eux-mêmes. L'histoire des faits économiques, de ce qu'ils signifient et de ce qu'ils ont pour conséquences, n'est pratiquement enseignée nulle part, en Suisse comme à l'étranger. Cette lacune est analogue à la situation dans laquelle se trouve une personne myope qui ne dispose pas de lunettes correctives. Elle peut voir ce qui est tout près d'elle, mais ne distingue que des images de plus en plus floues à mesure que la distance croît. Cette myopie n'aide assurément pas à comprendre le pourquoi du comment de la présente crise.

Ajustons donc des lunettes correctives et prenons un peu de recul!

De la crise des années 30 aux «trente glorieuses»

La crise des années 30 et les traumatismes qui y sont liés ont durablement influencé notre représentation de l'économie. L'idée qui prévalait très largement jusqu'à cette période était que le fonctionnement «naturel» de l'économie assurait un équilibre durable de plein emploi. La crise a mis à mal cette conception. John Maynard Keynes, en 1936 – donc lorsque la crise était largement dépassée, – a théorisé ces observations et montré que l'économie, en réalité, ne parvenait pas spontanément à un niveau d'équilibre de plein emploi. L'intervention de l'Etat était de ce fait

indispensable pour corriger des faiblesses ou des insuffisances propres à l'économie de marché.

Au sortir de la 2^e guerre mondiale, et pour la double raison de la crise et de la guerre, les Etats contrôlaient et dirigeaient des pans entiers de l'économie. Les échanges commerciaux étaient tombés à des niveaux très bas, l'accès aux matières premières et aux moyens de paiements étaient difficiles, restreints, contrôlés, contingentés.

Le redémarrage des économies nationales intervient ainsi dans un cadre assez dirigiste. Les restrictions aux échanges ne sont levées que très lentement. Les contrôles des capitaux et des devises subsistent dans la plupart des pays jusque dans les années 60, voire au-delà.

C'est pourtant durant cette période, qui va en gros de 1945 à 1975, que se produit la plus longue et la plus intense phase de croissance de l'économie, connue sous le nom des «*trente glorieuses*», selon l'appellation de Jean Fourastié.

Je me permets d'insister – en raison en particulier de la myopie évoquée précédemment: l'accumulation de richesses la plus importante de l'histoire s'est produite non pas dans le cadre de marchés libéralisés, mais de marchés plus ou moins contrôlés, réglementés, administrés (avec des variations assez importantes selon les pays).

L'autorégulation des marchés

En dépit de cette réussite spectaculaire, les tenants de l'économie libérale n'ont pas modifié leurs positions. Dès les années 70, au fur et à mesure que le souvenir de la crise des années 30 s'éloigne et que les blessures de la guerre sont pansées, les doctrines du libéralisme économique reviennent en force, aux Etats-Unis en premier lieu. Les écrits se multiplient qui défendent la supériorité du marché sur les interventions de l'Etat.

S'impose ainsi, à nouveau, progressivement, l'idée que les marchés fonctionnent d'autant mieux que l'Etat n'intervient pas et que s'il y a des ratés dans le fonctionnement de l'économie, c'est parce que l'Etat en fait encore trop. Autrement dit, moins l'Etat en fait, mieux c'est. C'est au cours de cette période que les «*prix Nobel d'économie*» récompensent presque systématiquement les auteurs qui traitent de l'efficacité des marchés! Ou ce qu'on appelle aussi l'autorégulation des marchés. Ces anciennes théories remises au goût du jour font florès d'abord et surtout dans le secteur financier qui sera de plus en plus déréglementé, libéralisé et ouvert sans restriction à la concurrence internationale. Il en résultera une créativité de plus en plus exubérante, incontrôlable et incontrôlée.

Il serait erroné de croire ou d'imaginer que les querelles de doctrines ou de théories économiques (pour simplifier entre le keynésianisme et le (néo)libéralisme) ne portent que sur les modalités de fonctionnement et de gestion de la sphère économique. Ces querelles expriment au moins autant sinon davantage des divergences politiques, voire philosophiques.

Les mesures prises aux Etats-Unis dans le cadre du New Deal de Roosevelt pour lutter contre la crise des années 30, la théorie de Keynes sur les équilibres de sous-emploi ainsi que l'économie administrée issue de la 2^e guerre mondiale ont toutes pour effet de légitimer l'intervention des pouvoirs publics dans l'économie. Cet interventionnisme n'a jamais été admis dans les cercles conservateurs des Etats-Unis qui assimilent interventionnisme à communisme. Sur le fond, rien n'a d'ailleurs changé. Voyez les critiques invraisemblables adressées aujourd'hui au Président Obama à l'encontre de ses projets de réforme de l'assurance-maladie, qui vont jusqu'à prétendre qu'il veut introduire le communisme aux Etats-Unis, alors que, au mieux, il tente d'instaurer un système d'assurance-maladie qui s'apparenterait à celui que nous avons chez nous!

Les concepts économiques qui s'affrontent relèvent d'enjeux fondamentalement idéologiques. Ce ne sont souvent pas les faits économiques, ni l'évaluation concrète des politiques économiques qui guident les attitudes et les comportements. Mais bien davantage les croyances ou les convictions.

Il est normal, nous dit-on depuis un certain nombre d'années, que les dirigeants des entreprises soient rémunérés en fonction des succès qu'ils obtiennent. On peut faire un bout de chemin dans cette direction. Mais il arrive un moment où l'application de ce principe dévie complètement. Des rémunérations complètement hallucinantes sont versées, qui n'ont plus aucun rapport avec le travail fourni. Même des dirigeants qui ont failli sont remerciés avec des parachutes dorés...

Cependant, la manière dont le système s'est mis à déraper va bien au-delà de salaires extravagants, de parachutes dorés ou de bonus à couper le souffle. Ces pratiques quasi prédatrices ont progressivement modifié en profondeur les équilibres de la société.

John Kenneth Galbraith a montré (*La république des satisfaits*) que dans les 300 plus grandes entreprises américaines, les écarts de salaires entre les ouvriers qualifiés et la direction étaient de 1 à 29 en 1980 et de 1 à 93 en 1990. L'écart a continué de s'accroître, pour atteindre 1 à 300 en 2007 (*Le Temps* du 24 octobre 2009, article consacré à un colloque de l'Observatoire de la finance).

Emmanuel Saez est le récent lauréat de la prestigieuse John Bates Clark Medal, attribuée aux Etats-Unis tous les 4 ans à un économiste de moins de 40 ans. E. Saez est devenu une référence pour l'étude de l'évolution des revenus en allant consulter les archives fiscales. Il a montré, entre autres, que le 1% des revenus les plus élevés aux Etats-Unis, a obtenu le 45% de l'ensemble de la croissance des revenus sous la présidence Clinton, et le 65% sous la présidence de Bush junior.

Lorsqu'il n'y a plus ni frein ni retenue, il n'y a plus de limite. Nous sommes bien aux origines de la crise.

Le déroulement de la crise

Film (incomplet) des événements: **voir Annexe 2**

Endettement, désendettement

Le film des événements est par nature descriptif. Il n'explique ni le comment ni le pourquoi de cette descente aux enfers qui a amené le secteur financier mondial au bord du gouffre.

L'économie, au niveau global, a enregistré une longue période de croissance quasi ininterrompue. Les cours des actions sur le marché boursier helvétique ont pratiquement décuplé entre 1980 et 2000. L'immobilier dans de nombreux pays a connu un boom de longue durée.

Qu'est-ce que cela signifie? Fondamentalement, cela signifie que les revenus des gens et des ménages, la profitabilité des entreprises et des établissements financiers s'est accrue. En bref, davantage de richesses ont été créées.

Etant plus riches, ou ayant le sentiment de l'être, les ménages dépensent plus. Ils s'endettent en particulier, mais pas seulement, pour devenir propriétaire immobilier. Les entreprises s'endettent pour développer leurs activités et engager des investissements qui leur permettront de faire face à l'augmentation attendue de la demande. Les Etats augmentent leurs dépenses pour renouveler leurs infrastructures et répondre aux demandes sociales.

Pour approcher l'ampleur du phénomène, il faut se situer à l'échelle mondiale. Ces dépenses d'investissements des ménages, des entreprises, des Etats concernent peu ou prou tous les pays de la planète. Donc 200 Etats, des dizaines de millions d'entreprises, des milliards de ménages. La plupart ont soif de prospérité, ou simplement de moins de pauvreté. Penser aux pays d'Europe de l'Est, à ceux d'Asie, à ceux d'Amérique latine, à ceux d'Afrique. Ce qui représente des investissements gigantesques, publics et privés, pour sortir de la pauvreté et de la pénurie. La soif d'emprunts est énorme.

Depuis les années 80, le système financier n'a cessé d'innover et de créer des instruments les plus variés pour faire face à cette demande quasi infinie. Ces innovations financières, couplées avec la foi dans les capacités autorégulatrices des marchés et l'idée que les banques centrales disposaient des instruments nécessaires pour éviter de nouvelles crises sérieuses, ont conduit à un empilement considérable de l'endettement. Empilement de dettes favorisé par des taux d'intérêt situés à des niveaux avantageux, par des possibilités de crédits abondantes et par un risque d'inflation considéré comme limité.

Nous sommes là au cœur du processus qui a conduit à la crise actuelle. Quand tout va bien pendant de nombreuses années, quand on pense que tout va continuer de bien aller, quand on part de l'idée que les emprunts seront honorés, quand on considère que ces emprunts permettront de créer de nouvelles richesses, l'appréciation du risque inhérent à toute opération commerciale et financière s'érode. C'est évidemment à ce moment-là que le risque réel redevient le plus grand et que la mécanique peut exploser.

On ne saura probablement jamais à combien se sont montés les crédits qui ont été consentis aux Etats, aux ménages et aux entreprises. Probablement à plusieurs

dizaines de milliers de milliards de francs. Estimation que j'infère des milliers de milliards de francs dont les Etats et les banques centrales ont eu besoin pour secourir les établissements financiers dont la solvabilité était compromise.

Mes propos jonglent avec les milliers de milliards. Ce sont des sommes si énormes qu'on a beaucoup de peine à se les représenter. Pourtant, il le faudrait! Je vous donne quelques indications pour établir des points de comparaison. Le PNB mondial est de l'ordre de 70'000 milliards de francs. La chute de la valeur des actions sur les bourses mondiales de début 2008 à mars 2009 est estimée à 30'000 milliards de francs. On peut aussi prendre en compte la chute des prix dans l'immobilier qui a présenté quelques 11'000 milliards de francs de moins-value (calculs de la banque GoldmanSachs). Ensemble, ces pertes excèdent largement la moitié du PNB mondial. Il n'y a jamais eu auparavant une destruction aussi considérable de valeur.

Ces pertes de valeur ont des effets ravageurs car l'acquisition des actifs en question (titres boursiers, immeubles) a été largement financée par des emprunts. La situation normale est que la valeur des actifs excède celle des passifs (les dettes). Or lorsque les prix des actifs s'effondrent, le montant des dettes reste, lui, inchangé. La relation s'inverse: les actifs ne couvrent plus les passifs. Les ménages et les entreprises doivent donc restreindre leurs dépenses pour rembourser progressivement leurs créanciers. A lui seul, ce processus de désendettement peut prendre des années; il pèse forcément sur la conjoncture économique.

Pourquoi personne (ou presque) n'a rien vu venir?

La question suivante qui est (ou a été) sur toutes les lèvres est celle que la Reine d'Angleterre a résumé ainsi en novembre 2008 lorsqu'elle s'est rendue à la célèbre London School of Economics: «*Pourriez-vous m'expliquer pourquoi des gens aussi savants que vous n'ont pas été capables de prévoir ce qui allait se passer?*» C'est évidemment la question qui tue!

Si la Reine d'Angleterre avait lu régulièrement, comme je le fais, l'hebdomadaire britannique *The Economist*, elle aurait vu que les dangers liés au boom de l'immobilier dans son pays, mais aussi aux Etats-Unis, en Irlande, en Espagne, et dans quelques autres pays, y étaient dénoncés depuis plusieurs années. Cet hebdomadaire avait, à plusieurs reprises, suggéré aux banques centrales des pays concernés de relever leur taux d'intérêt pour faire baisser la pression. Quelques autres grands noms de l'économie avaient aussi fait part d'une évolution qui leur paraissait inquiétante.

Ces quelques voix ont cependant été de peu de poids à côté des prises de positions répétées de la banque centrale des Etats-Unis (la Fed) qui a rejeté explicitement toute modification de sa politique monétaire pour freiner la spéculation. La Fed a également refusé l'idée de soumettre à surveillance le développement des produits dérivés, les considérant au contraire comme des instruments contribuant à la stabilité des marchés financiers. Et lorsque le président d'alors de la Fed, Alan Greenspan, s'exprimait de cette manière, ses propos étaient considérés comme paroles d'évangile.

Il ne faut pas chercher midi à quatorze heures pour comprendre les causes et les raisons de cette attitude. Au plan technique de la surveillance bancaire, les autorités qui en sont chargées ont des compétences nationales. Elles se concertent pour élaborer des règles communes de surveillance. Mais aucune d'entre elles ne dispose d'une vue d'ensemble de tout ce qui passe dans la finance mondiale. En particulier, le risque systémique ne fait pas l'objet d'une appréciation organisée. Par risque systémique, on entend les risques que la défaillance d'une ou de plusieurs grandes banques actives à l'échelle internationale peuvent faire courir à l'ensemble du système financier. UBS, par exemple, constitue un risque systémique pour le secteur financier helvétique, et c'est pour cette raison que le Conseil fédéral et la Banque nationale ont volé à son secours il y a une année.

Plus profondément, il est évident qu'aussi longtemps que tout va bien, c'est-à-dire que tout un chacun peut gagner davantage, investir davantage, qui pourrait prendre le risque de dire: «*attention, la machine s'emballe, il y a danger*». Quels dirigeants ou dirigeantes, à supposer qu'il ou elle dispose des informations adéquates, pourraient proposer de freiner, voire stopper, une mécanique qui crée des richesses? Celui ou celle qui le ferait passerait probablement pour un fou ou une folle, et compromettrait très sérieusement ses chances de réélection!

Les êtres humains ont manifestement des difficultés à être collectivement raisonnables. Et la longue histoire des crises financières montre qu'il est probablement vain d'imaginer qu'elles pourront être empêchées à l'avenir. Même si, évidemment, il importe de tirer les leçons d'une crise pour éviter qu'elle ne se reproduise à l'identique – je vais y venir tantôt.

La (triste) réalité est qu'il faut qu'une crise éclate pour que tout un chacun prenne la mesure de l'étendue des excès passés et de l'hécatombe que ces excès produisent.

La gestion de la crise

Observons que les dirigeants des banques centrales et des gouvernements ont su réagir correctement lorsqu'ils ont vu qu'une crise de grande ampleur éclatait. Les leçons de la crise des années 30 n'ont pas été oubliées. Leurs prédécesseurs d'il y a presque 80 ans avaient réagi en augmentant les taux d'intérêt, en réduisant le crédit, en coupant dans les dépenses publiques et en majorant les taxes douanières pour freiner les importations et protéger leurs marchés nationaux. Ce faisant, ils avaient très sérieusement aggravé l'ampleur de la crise en acculant à la faillite nombre de banques et d'entreprises, et en propulsant ainsi le chômage à des niveaux dramatiques (jusqu'à 25% de la population active aux Etats-Unis).

Les responsables actuels ont fait pratiquement l'inverse. Les banques centrales ont abaissé les taux d'intérêt; elles ont ouvert toutes grandes les vannes du crédit; les parlements et les banques centrales ont engagé des soutiens aux établissements financiers et à la relance de l'économie qui, à l'échelle mondiale, approchent les 10'000 milliards de francs. Quelques mesures protectionnistes ont néanmoins été prises, mais, pour l'instant, leurs portées sont restées suffisamment limitées et circonscrites pour n'avoir pas d'effets significatifs sur les échanges internationaux.

Ces potions semblent fonctionner puisque tout le monde, ou presque, paraît aujourd'hui d'accord pour dire que le plus dur de la crise est derrière nous. Les seules divergences que je vois portent sur la sortie de la crise. On nous l'annonce généralement frileuse ou timide, avec un chômage qui devrait continuer de croître l'année prochaine.

Ce dernier constat conduit à se demander quels sont les critères pris en compte pour parler de «*sortie de la crise*». En Europe, on se contente généralement d'une référence à la croissance du PIB. Si le PIB augmente, ne fût-ce que d'une fraction de pourcentage, on considère que la reprise est en marche. Aux Etats-Unis, le National Bureau of Economic Research prend en considération plusieurs éléments pour dater les entrées et sorties de récession, parmi lesquels l'évolution de l'emploi. Ainsi, cet organisme a indiqué en 2008 que les Etats-Unis étaient en récession depuis décembre 2007, quand bien même le PIB avait encore augmenté à cette date. L'emploi, en revanche, avait commencé de reculer. Ce critère avait été jugé déterminant pour retenir la date de décembre 2007. Cette approche me paraît plus judicieuse. J'ai personnellement un peu de peine à dire que la crise est passée alors que le chômage continue d'augmenter.

Une deuxième interrogation est liée aux effets des plans de relance. J'ai lu quelque part un texte dont l'auteur utilisait une image qui me paraît judicieuse. Il disait que nos économies sont comme un vélo qui a un pneu crevé. On ne cesse de le regonfler pour que le vélo puisse continuer de rouler, mais le trou n'est pas pour autant colmaté.

Avec les milliers de milliards de francs mis dans les plans de relance, ce serait un comble si les économies continuaient de régresser. Le problème décisif est toutefois de savoir comment se comporteront les économies lorsque les plans de relance seront épuisés dans le courant de l'année prochaine. Les demandes émanant des ménages et des entreprises seront-elles suffisantes pour maintenir la tendance? Autrement dit, le trou dans le pneu aura-t-il été réparé d'ici là?

On ne peut pas trop compter sur de nouveaux plans de relance. L'endettement des Etats a atteint des niveaux considérables qui limitent sérieusement leur capacité à emprunter davantage pour continuer de suppléer à une demande qui resterait en panne. Ce qui amène à se demander si, en fait, nous ne sommes pas en train de manger notre pain blanc. Dans cette hypothèse, la sortie de la crise pourrait avorter, et de nouvelles difficultés seraient devant nous. On peut rappeler que la crise des années 30 n'a pas été un processus linéaire. Il y a eu des périodes de rémission, suivies de périodes de rechute. C'est assez précisément ce qui s'est produit au Japon durant les années 90, à la suite de l'éclatement de la bulle financière et immobilière en 1990. Ce même scénario ne peut être pas exclu au cours des prochaines années.

Durant la crise des années 30, il y a eu aussi ce qu'on appelle des «*dévaluations compétitives*». Les baisses actuelles de la £ et du \$ vont dans ce sens. Si le recul du \$ se poursuit, des pays dont la croissance dépend largement de leurs exportations (en particulier de très nombreux pays d'Asie et d'Amérique latine) pourraient être amenés à modifier leur taux de change pour rétablir la compétitivité de leurs industries d'exportation. Par ailleurs, la baisse du \$ se traduit aussi par une hausse

de l'€. La hausse de la monnaie européenne pourrait peser sur la reprise chez nos voisins, ce qui se répercuterait sur les exportations helvétiques puisque l'Union européenne en absorbe près des deux tiers.

Vous aurez compris que je suis assez circonspect sur la réalité de cette sortie de crise, et surtout sur son caractère durable. Cependant, tout circonspect que je sois, je ne demande pas mieux que de me tromper!

Quelles mesures prendre pour qu'une telle crise ne se reproduise plus?

De nombreuses mesures techniques ont été annoncées, et encore davantage ont été proposées. Je vous ferai grâce de la plupart d'entre elles car leur technicité nous obligerait à des développements qui n'ont pas leur place dans le cadre d'une telle soirée. J'en retiendrai trois dont l'impact serait loin d'être négligeable pour autant qu'elles soient adoptées à l'échelle internationale.

La 1^e concerne la part de fonds propres (capital et réserves) dont les banques doivent disposer en regard des crédits qu'elles accordent et des activités qu'elles déploient. Il faudrait que ces fonds propres soient nettement augmentés par rapport aux normes actuelles, et qu'ils soient en quelque sorte indexés sur le risque systémique propre à chaque établissement. Ce qui signifie que plus un établissement est important et plus il est actif au niveau international, plus la proportion de fonds propres devrait être élevée.

Le corollaire de cette proposition est que le niveau d'endettement des établissements financiers devrait être plafonné. Il ne devrait jamais excéder le 95% du total du bilan. Autrement dit, les fonds propres devraient représenter au moins 5% du total du bilan (au début de la crise, les fonds propres d'UBS SA ne s'élevaient qu'à 2% du total de son bilan!)

La 3^e mesure porte sur une hausse substantielle de la liquidité des établissements financiers. Par liquidité on entend la disponibilité d'actifs liquides immédiatement ou aisément négociables pour permettre aux établissements de faire face à leurs engagements même (et en fait surtout) lorsque le marché interbancaire pourrait connaître des ratés plus ou moins sérieux.

Si ces trois mesures avaient été en vigueur lorsque la crise a éclaté, les banques centrales ont calculé que les établissements financiers auraient pu faire face à l'effondrement du marché immobilier et à la paralysie du marché interbancaire. Sinon la crise, du moins son ampleur et sa généralisation, auraient pu être évitées, et les banques centrales n'auraient probablement pas eu à intervenir de manière aussi massive et prolongée qu'elles l'ont fait – et le font encore en partie.

Les gouvernements et les autorités de surveillance financière iront-ils plus loin? Je pense qu'ils le devraient, mais je crains qu'ils ne parviennent même pas à obtenir des parlements les modifications législatives nécessaires pour mettre en vigueur les trois mesures que j'ai mentionnées.

Il faut savoir, en effet, que les lobbies financiers sont d'une puissance redoutable qu'on imagine mal vu d'ici. Ces lobbies font valoir à New York, à Londres, à Berne,

ailleurs, que cette réglementation serait excessive, qu'elle réduirait leur capacité concurrentielle et leur rentabilité, donc les emplois qui sont liés au secteur financier, donc les impôts que ce secteur verse aux caisses publiques, donc, en fin de compte, la prospérité commune. De tels arguments laissent rarement indifférents l'opinion publique et les parlements! Illustration de ce lobbying: à la fin de semaine passée, les médias se sont fait l'écho d'une conférence de presse de l'Association suisse des banquiers qui faisait connaître son opposition à la plupart des propositions examinées actuellement par la BNS et la Finma. Et l'ASB, sans surprise, argumentait en disant qu'il faut préserver «*la compétitivité de la place financière suisse*»!

Pourquoi, néanmoins, à mon avis, faut-il aller plus loin?

La crise a mis en évidence une caractéristique tout à fait spéciale du secteur bancaire et financier. L'un des principes fondamentaux de l'économie de marché est qu'une entreprise qui ne parvient pas à faire face à ses engagements est déclarée en faillite. Cette sanction ultime et définitive a la vertu de rappeler en permanence à la direction de chaque entreprise qu'elle est seule responsable de sa gestion et que les pouvoirs publics ne voleront pas à son secours si elle faillit à ses responsabilités (je sais qu'il peut y avoir des exceptions à ce principe, par exemple le sauvetage de Swissair en Suisse, celui de General Motors aux Etats-Unis ou celui d'Opel en Allemagne. Mais il s'agit bien là d'exceptions, et non d'une règle).

Aurait-il fallu laisser tomber les grands établissements financiers? La réponse est évidemment négative parce que cette option aurait eu pour conséquence l'effondrement de tout le système financier. Les entreprises n'auraient plus eu accès au crédit. Même les comptes des particuliers auraient dû être bloqués. C'est donc l'ensemble du système économique qui aurait été paralysé.

Ne croyez pas que j'exagère pour les besoins de la démonstration. Au cours du week-end du 12 octobre 2008, les autorités anglaises ont dû mettre en place un plan de sauvetage de deux grandes banques britanniques (Royal Bank of Scotland et Halifax Bank of Scotland), de manière à ce qu'elles soient autorisées à ouvrir leurs guichets le lundi matin. Il suffit d'évoquer la perspective d'une éventuelle fermeture pour imaginer la panique qui se serait vraisemblablement emparée des clients des banques du Royaume-Uni. Et, par contagion, ailleurs?

On fait souvent une comparaison entre le système sanguin et le système financier. Si le sang cesse de circuler et d'alimenter toutes les cellules du corps, on sait ce qui arrive. C'est un peu la même chose pour le système financier. Si l'argent arrête de circuler, les cartes de crédit ne valent plus rien. La paralysie est immédiate. Et c'est bien parce que cette situation est impensable que les autorités gouvernementales et monétaires ne peuvent laisser un tel événement se produire.

Qu'est-ce que cela signifie? Lorsque les autorités ne peuvent pas laisser tomber un secteur parce que son bon fonctionnement est vital pour l'ensemble du pays, des entreprises, des particuliers, les économistes disent que nous sommes en présence d'un bien public ou d'un bien collectif. Tout comme pour la production et la distribution de l'électricité ou de l'eau par exemple.

La question subséquente est de savoir si la gestion d'un bien collectif peut être remise en mains privées? Manifestement, la réponse la plus fréquente, en ce qui concerne le secteur financier, est affirmative. Mais alors comment concilier bien public et gestion privée? La réponse réside dans l'existence d'une réglementation très rigoureuse qui doit (devrait) éviter tout dérapage d'ampleur significative. Cette réglementation doit partir de l'idée que le secteur financier est non seulement incapable d'autorégulation, mais aussi qu'il comporte une instabilité congénitale. Ce sont là les enseignements principaux de John Maynard Keynes (*Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*) et, puis ultérieurement de Hyman Minsky (*Stabilizing an unstable economy*), dont la crise actuelle confirme tragiquement la pertinence des analyses.

Une réglementation qui se voudrait effectivement efficace devrait faire un pas supplémentaire décisif. Elle devrait introduire les dispositions nécessaires pour pouvoir nationaliser tout établissement qui faillirait à ses responsabilités en étant menacé d'insolvabilité. (Le professeur honoraire Hans Geiger, de l'Institut des questions bancaires de l'Université de Zurich, a émis une proposition qui va dans le même sens, cf. *Tages Anzeiger* du 15 septembre 2009). Il faudrait réintroduire en quelque sorte la sanction définitive sur laquelle fonctionne l'économie de marché. Sauf que la faillite étant exclue, il conviendrait que les actionnaires puissent perdre jusqu'à l'entier de leur mise. C'est à cette seule condition que les actionnaires veilleront à préserver leurs droits patrimoniaux et seront donc attentifs à la politique commerciale menée par les établissements financiers. Une nationalisation éventuelle n'aurait pas besoin d'être durable. Après assainissement, l'établissement pourrait être revendu. C'est de cette manière que le gouvernement suédois avait agi lors d'une crise financière en 1991-1992. Et l'Etat suédois avait même réalisé un bénéfice dans l'opération!

Devenir raisonnable?

Tout au long de cet exposé, j'ai veillé à toujours préciser que je parlais d'affaires financières, d'établissements financiers, de crise financière. Ce propos exclut consciemment ce qu'on appelle quelquefois «*l'économie réelle*», c'est-à-dire, pour faire court, les entreprises industrielles. Il me semble qu'elles sont, de par la nature même de leurs activités, largement immunisées contre les excès spéculatifs que nous avons pu observer dans les comportements de la finance internationale. Et si, dans le sous-titre de mon exposé, figure la question de savoir si l'économie a cessé d'être raisonnable, ladite question concerne bien, prioritairement, «*la grande finance*». Et les doutes certains que je vais maintenant exprimer quant à la capacité de l'économie à devenir raisonnable, s'adressent très spécifiquement au secteur financier.

Je ne crois pas en effet que les êtres humains deviendront demain plus raisonnables qu'ils ne l'étaient hier. Il ne faut pas se leurrer. La longue liste des crises financières montre que l'appât du gain joue un rôle tellement décisif, fondamental, dans les motivations humaines que d'autres crises se produiront à l'avenir.

Pour revenir au livre de Richard Posner évoqué en début de soirée, on peut même envisager une situation limite. En faisant l'hypothèse que les acteurs se comportent individuellement de manière raisonnable, le fonctionnement même du système

financier les empêcherait de rester raisonnable: *«l'existence de la bulle ainsi que les conséquences de son éclatement étaient notoires dans le secteur bancaire américain, mais chaque acteur ne pouvait faire autrement que de tirer parti du mouvement, sous peine de subir de lourdes pertes par rapport à ses concurrents»*.

La seule chose qu'on peut espérer est de limiter la fréquence, l'ampleur et les conséquences des crises. Et, pour cela, seuls des lois et des règlements contraignants peuvent obliger les établissements financiers à ne pas prendre de risques excessifs.

Je termine en exprimant une dernière crainte, peut-être un peu paradoxale. La crise des années 30 a eu des conséquences sociales et économiques si graves qu'elle a durablement marqué les consciences. Il se pourrait que celle de 2007-2009 n'ait pas le même impact sur les opinions publiques. Elle a été bien mieux gérée et n'a pas eu, heureusement, de conséquences aussi dramatiques que celle des années 30. Mais précisément pour cette raison, on risque d'en minimiser l'ampleur et de la trop vite oublier.

Pourtant, tout est encore en place pour qu'une nouvelle crise se reproduise. Avec même deux risques supplémentaires non négligeables:

- 1^{er} risque: plusieurs établissements financiers qui ont survécu sont aujourd'hui plus grands qu'ils ne l'étaient hier, du fait qu'ils ont repris, avec l'aide des gouvernements et des banques centrales, des établissements menacés d'insolvabilité. Ces établissements, encore plus mammoths, comportent donc un risque systémique aggravé.
- 2^e risque: ces établissements savent que désormais, quoi qu'ils fassent, les autorités ne les laisseront pas tomber. C'est une invitation au crime, c'est-à-dire à des prises de risques encore plus grandes qu'auparavant. Nous avons la bombe A, nous aurons la bombe H. On ne peut pas dire que ce soit vraiment un progrès.

C'est là que nous en sommes. Et c'est là que j'en termine.

Jean-Pierre Ghelfi
21 octobre 2009

Annexe 1

Aperçu des crises financières (extrait de Charles Kindleberger, <i>Histoire mondiale de la spéculation financière</i>)			
Années	Pays	Spéculation dans...	Expansion monétaire provenant de...
1819	Angleterre	marchandises, titres	ensemble des banques
	Etats-Unis	biens manufacturés	Bank of the United States
1825	Angleterre	obligations latino-américaines, mines, coton	obligations vendues à crédit, country banks
1828	France	canaux, coton, terrains à vendre	banques parisiennes
1836	Angleterre	coton, chemins de fer	banques par actions
1837	Etats-Unis	coton, terrains	banques «sauvages», rétention de l'argent-métal
1838	France	coton, terrains à construire	banques régionales
1847	Angleterre	chemins de fer, blé	vente à crédit de titres de compagnies de chemins de fer
1847	Continent	chemins de fer, blé construction (Cologne)	banques régionales
1848	Etats-Unis	chemins de fer, terrains publics	découvertes d'or, clearing house
1857	Continent	chemins de fer, blé, industrie lourde	crédit mobilier, nouvelles banques allemandes
1864	France	coton, compagnies maritimes	crédit mobilier
1866	Angleterre/ Italie	coton, compagnies maritimes	maison d'escompte par actions
1873	Allemagne/ Autriche	terrains, chemins de fer, titres, marchandises	nouvelles banques industrielles prêts courtiers et construction
	Etats-Unis	chemins de fer, construction à Chicago	crédits à court terme, entrée de capitaux européens
1882	France	actions des nouvelles banques, Lyon	titres achetés sur marge
1890	Angleterre	titres argentins, privatisation	
1893	Etats-Unis	argent, or	contraction
	Australie	terrains	afflux de capitaux

Années	Pays	Spéculation dans...	Expansion monétaire provenant de...
1907	Etats-Unis	café, Union pacific	les Trusts
	France/Italie	prêts des banques à l'industrie	Societa Bancaria Italiana
1920	Angleterre/ Etats-Unis	titres, bateaux, marchandises	banques
1929	Etats-Unis	terrains jusqu'en 1925, titres en 1928-1929	actions achetées sur marges
1931/ 1933	Europe		prêts américains
années 50 et 60	monde entier	marchés des changes	spéculation sur France (58), Canada (62), Italie (63), Angleterre (64), France (68), Etats-Unis (73)
1974/ 1975	Etats-Unis/ monde entier	fonds d'investissements, action, construction de bureaux, pétrole	flottement du marché de l'euro-dollar
1979/ 1982	Etats-Unis/ monde entier	consortiums de prêts au tiers monde, crise du pétrole de 1979, immobilier et terrains agricoles aux Etats-Unis, dollar	
1982/ 1987	Etats-Unis	marché boursier, logements de luxe, construction de bureaux, dollar	entrées de capitaux
1990	Japon	bourse, immobilier	détente des taux d'intérêts
1994/ 1995	Mexique	déréglementation, entrées sorties de capitaux, boom domestique	prêts bancaires, nouvelles banques domestiques, privatisation de banques
1997/ 1998	Thaïlande, Indonésie, Malaisie, Corée, Russie et Brésil	Déréglementation, entrées et sorties de capitaux, emprunts à l'étranger	boom construction, prêts bancaires, « capitalisme de compères »

Ajout personnel			
2001/ 2002	monde entier	internet et "nouvelle économie"	prêts bancaires, entrées en bourse (IPO)
2007/ 2009	monde entier	subprime et produits dérivés	prêts secteur bancaire et para-bancaire

Annexe 2

2007

- Les prémisses de la crise apparaissent en février 2007, avec l'annonce de problèmes de solvabilité de New Century Financial, un établissement spécialisé dans le financement hypothécaire.
- En juin 2007, deux hedge funds de la banque d'affaires Bear Sterns, spécialisés dans les crédits hypothécaires subprime, sont fermés. Cet événement amène à se poser des questions sur l'ensemble du financement des crédits subprime.
- Le 9 août 2007, la banque française BNP-Paribas gèle trois de ses fonds d'investissements exposés aux subprime. Cette décision déclenche un premier vent de panique sur les marchés internationaux. Début de la «*crise du crédit*»; les banques internationales commencent de se regarder en chiens de faïence, c'est-à-dire se mettent à douter de leur solvabilité respective.
- En septembre 2007, le marché interbancaire (c'est-à-dire le marché sur lequel les banques prêtent et empruntent à court terme pour placer leurs surplus de liquidités et faire face à leurs échéances) se détériore au point que l'on s'interroge sur la survie des banques hypothécaires. La Banque centrale d'Angleterre vole au secours de l'un de ces établissements, la Northern Rock, qui sera finalement nationalisée en février 2008.
- A partir de cette date, les banques centrales ouvriront très largement les vannes du crédit pour permettre aux banques commerciales de pouvoir emprunter les montants dont elles ont besoin pour faire face à leurs engagements, et éviter ainsi l'implosion du système financier mondial.
- Dès l'automne, les prix de l'immobilier commencent de s'effondrer dans tous les pays qui avaient connu une spéculation intense au cours des années précédentes (Etats-Unis, Angleterre, Irlande, Espagne en particulier).
- Le 1^{er} octobre, l'Union de banques suisses SA annonce qu'elle provisionne 4 milliards de francs pour couvrir des pertes. En fin de compte, les pertes sur 2007 et 2008 dépasseront 55 milliards de francs.
- Le 24 octobre, la banque d'affaires américaine Merrill Lynch annonce des pertes pour 8 milliards de \$. Pour l'ensemble des banques américaines, on parle de pertes potentielles de 100 à 200 milliards de \$. Le chiffre actuel tourne autour de 2000 milliards de \$.

2008

- En mars 2008, de nouveaux établissements spécialisés dans le financement hypothécaire annoncent des pertes importantes. La cinquième banque d'affaires américaines, Bear Sterns est sauvée de la faillite le 16 mars par la Fed, et reprise par la banque d'affaire américaine Morgan Stanley.
- Le 9 juin, LehmanBrothers annonce un perte de 3 milliards de \$.

- La détérioration du marché hypothécaire conduit le Trésor américain à mettre sous tutelle les deux agences fédérales de financement hypothécaire Freddie Mac et Fannie Mae, détentrices ou garantes de 5400 milliards de crédits hypothécaires.
- Le 14 septembre, la banque LehmanBrothers, vieille de 158 ans, est mise en faillite. Le lendemain, MerrillLynch est reprise par Bank of America. Dix-huit mois plus tôt, en février 2007, le cours de l'action de LehmanBrothers avait atteint son plus haut niveau historique!
- Les 16-17 septembre, le gouvernement américain nationalise l'assureur AIG. Il lui fournira plusieurs avances qui finiront par totaliser près de 200 milliards de \$.
- Le 21 septembre, le Trésor américain annonce un plan de rachat des créances douteuses des banques pour plusieurs centaines de milliards de \$.
- Le 28 septembre, les gouvernements belge, néerlandais et luxembourgeois sauvent la banque Fortis de la faillite.
- Le 12 octobre, les gouvernements des pays de l'Union européenne annoncent un plan en trois volets pour stabiliser le système financier : injections de liquidités, garantie de l'Etat pour les prêts interbancaires, recapitalisation de nombreuses banques.
- Le 16 octobre, le Conseil fédéral et la Banque nationale suisse annoncent qu'ils apportent un soutien de près de 70 milliards de francs pour recapitaliser l'UBS et pour reprendre des créances douteuses.
- Les 14-15 novembre, les pays du G20 font part de leur intention de renforcer la surveillance bancaire.
- Le 24 novembre, le trésor américain avance 326 milliards de \$ à Citigroup pour éviter sa faillite.

2009

- Le 19 janvier, la Royal Bank of Scotland annonce une perte de 28 milliards de £ pour 2008. Le gouvernement britannique entre dans le capital de la banque à hauteur de 70%.
- Le 10 février, le Secrétaire au Trésor américain annonce un plan de sauvetage du secteur financier.
- Le 27 février, le gouvernement américain entre dans le capital de Citigroup à hauteur de 36%.
- Le 7 mars, le gouvernement britannique engage une nationalisation partielle de Lloyds Banking Group, la première banque de détail du pays.
- Le 28 mars, le gouvernement allemand engage la nationalisation de Hypo Real Estate.