

IHEST.NET : Institut des Hautes Etudes pour la Science et la Technologie

- Activités - Université européenne d'été -

Christian de Boissieu

Actualités de la crise

Première université d'été de l'IHEST



Date de mise en ligne : samedi 5 septembre 2009

Institut des Hautes Etudes pour la Science et la Technologie

5 septembre 2009

Question simple et brutale : comment se porte la crise ?

« Elle n'est toujours pas finie. Une telle question en appelle d'autres : quelle est la nature de cette crise ? En quoi est-elle différente des autres ? Combien de temps va-t-elle durer ? Comment va-t-on en sortir ? Dans quel état ? Mort ou vif ? Une telle question devrait être aussi l'occasion de faire preuve d'honnêteté. Aussi, j'avoue ne pas avoir vu en 2007 arriver - comme beaucoup - la crise des subprimes.

Cela étant dit, j'articulerai mon propos autour de trois questions : Un, que dire de cette crise ? Deux, va-t-elle nous faire changer de monde ? Trois, comment préparer la sortie de crise ? Je reviendrai bien sûr sur le passé, mais je suis, par nature, plus intéressé par l'avenir. Etant membre de la commission du grand emprunt, le sujet d'aujourd'hui me donne donc envie de réfléchir à la préparation de l'après-crise.

Premièrement, donc, que dire de cette crise ? Cette crise, disais-je, je ne l'ai pas vu arriver. Je suis parti en vacances au début du mois d'août 2007 et me souviens bien ne rien avoir anticipé. Cette crise peut pourtant être datée précisément au 9 août 2007, date à partir de laquelle les relations entre les banques se sont grippées. Au fond, tout a vraiment démarré par une crise de confiance entre les banques, une crise de liquidité sur le marché interbancaire, une situation qui aura duré un an et demi et dont on vient à peine de sortir. Encore les banques n'ont-elles pas totalement retrouvé la situation qui prévalait entre elles avant août 2007. On observe toujours un résidu de méfiance réciproque, qui est le résultat d'un manque de transparence. Depuis août 2007 - situation assez nouvelle - chaque banque a pensé que les autres avaient la vérole, c'est-à-dire abritaient des produits toxiques. Pourquoi, sinon parce qu'elles savent elles-mêmes qu'elles en portent peut-être aussi ?

La crise de confiance et de liquidité entre les banques cache donc une affaire de non transparence et le problème - central - de la difficile traçabilité des risques. Ce n'est pas la première fois, notez-le bien, que nous sommes confrontés à cette question. Souvenez-vous du krach de 1987. A cette occasion, on s'était déjà posé la question des avantages et des inconvénients de la sophistication ou de l'innovation financière. A la suite de ce krach, la commission Brady, pour les Etats-Unis, la commission Deguen, pour la France, avaient rédigé un rapport dans lequel elles s'interrogeaient sur le rôle des instruments dérivés. On commençait déjà à s'interroger sur les avantages, mais aussi à certains effets latéraux, pas nécessairement désirés, de la sophistication financière. D'ailleurs, les conclusions étaient totalement incertaines.

Bref, on se repose aujourd'hui de telles questions à la lumière de cette crise qui n'est pas terminée. On rouvre le procès de l'innovation financière, sans doute un peu vite en ne mettant en lumière que les inconvénients de la complexité financière, qu'il s'agisse de la titrisation, des instruments dérivés en général, des dérivés de crédits ou d'autres inventions du marché. Or on oublie que ces innovations financières, dont on dénonce les inconvénients, servent à se refiler le mistigri, comme dans le jeu de carte. On oublie aussi - et c'est un défi posé par cette crise, qu'il sera difficile de régler - qu'on a beaucoup de mal à évaluer et à localiser les risques, qu'ils soient de marché ou de crédit.

Je suis donc parti en vacances début 2007, sans avoir vu venir le choc. Mais je n'ai pas été le seul à partir en vacances à cette date, sans prévoir ce qui allait se passer huit jours après. Rétrospectivement, on a appris qu'une ou deux personnes avaient vu arriver la crise en particulier Nouriel Roubini, professeur à New York University, dans des articles publiés en 2006. On sentait bien qu'il y avait une bulle immobilière américaine, et l'on sait d'expérience qu'une bulle finit toujours par exploser. Mais il faut bien comprendre la difficulté de la prévision dans cette affaire. Si je vous dis aujourd'hui qu'il y aura un krach à Shanghai, j'aurai forcément raison un jour. Si je vous dis que ce krach

aura lieu dans les six mois, j'aurai probablement tort.



Autrement dit, il ne suffit pas d'identifier une bulle, qui finira toujours par exploser, quel que soit son support, quelle soit immobilière, sur les marchés d'actions, sur l'Internet ou le pétrole. Prévoir, que je sache, ne consiste pas seulement à dire qu'une explosion aura lieu tôt ou tard, mais à dire aussi que l'explosion sera proche ou lointaine. On cite toujours Nouriel Roubini comme étant un de ceux qui ont affirmé qu'il se passerait quelque chose rapidement. Sans doute est-ce la raison pour laquelle ses travaux sont survalorisés. Je n'ai pour ma part jamais été l'élève de Maurice Allais, à la différence de Bertrand Collomb. Mais comme jeune professeur, j'ai eu l'occasion de travailler avec lui. J'ai même participé aux Mélanges en son honneur, publiés avant qu'il ne reçoive le prix Nobel. Maurice Allais, je m'en souviens bien, était plutôt pessimiste et a toujours dit que le système finirait par exploser. Il avait vu venir le krach de 1987 comme les difficultés actuelles. Revenons à une remarque plus générale, si vous répétez pendant dix ans qu'il y a une bulle et trop de spéculation, et que tout finira par déborder, un jour ou l'autre, vous finirez par avoir raison. Imaginez maintenant être conseiller de banques ou de ses clients. Pendant quinze ans, vous aurez prévu une crise qui interviendra la quinzième année. Autant dire que pendant quatorze ans, vous aurez fait perdre de l'argent à vos clients...

Prévoir ne consiste donc pas uniquement à mettre en avant une discontinuité, mais d'essayer de se mouiller sur des calendriers. C'est sur ce point que les économistes ne sont pas bons. Ils ne sont du reste pas les seuls. Mais lorsqu'on se penche sur les phénomènes de bulles, de spéculation excessive et de décrochage de la finance par rapport à l'économie réelle, on ne sait pas pourquoi, à un moment donné, le système explose même si l'on sait le rôle de la psychologie et des anticipations. Je pense, pour ma part, - mais j'ai du mal à appliquer mon analyse à cette crise - qu'une crise est généralement la rencontre de déséquilibres structurels et d'éléments de circonstance.

J'applique volontiers une telle analyse au krach de 1987, qui était la conséquence de déséquilibres internationaux. Et je suis persuadé que la crise actuelle a aussi à voir avec les déficits américains, et les excédents chinois qu'il ne s'agit pas uniquement d'une crise de la complexité financière, d'une crise des subprimes ou la conséquence d'une bulle immobilière. Cette crise est également liée au fonctionnement de l'économie mondiale, aux déséquilibres internationaux et aux déficits américains, présents depuis quarante ans, aux excédents japonais, chinois, et peut-être aussi à des phénomènes d'asymétrie monétaire en faveur du dollar.

Jacques Rueff évoquait, voilà cinquante ans, les privilèges du dollar et la possibilité pour un pays de financer ses déficits dans sa monnaie. Les Etats-Unis, ne l'oubliez pas, sont les seuls à disposer d'un tel privilège, les seuls à financer leur déficit dans leur monnaie, couvrant pas moins de 95 % de leur déficit en dollars. Ce faisant, vous n'êtes pas confrontés aux mêmes types de contraintes extérieures que ceux qui doivent financer leur déficit dans une autre monnaie. Je suis ainsi persuadé - mais il est difficile de le montrer par $a + b$, étant entendu qu'il est encore trop tôt pour élaborer vraiment la théorie de la crise, puisqu'on est encore dedans - qu'il n'y pas une et une seule explication

de la crise actuelle. Elle a bien sûr démarré en 2007 ; elle est beaucoup plus grave que le krack de 1987, qui avait duré un mois. A cette époque, reconnaissons que les économistes se sont trompés. La plupart étaient sûrs qu'il y aurait une récession mondiale en 1988. Or dans les faits, une des meilleures années de croissance de l'économie mondiale de la décennie a eu lieu cette année-là. Que s'est-il passé ? Nous avons sous-estimé la réaction de la Réserve fédérale à la crise, qui est intervenue massivement comme prêteur en dernier ressort. Le 20 octobre, soit le lendemain du krack, Greenspan était en place, pour injecter massivement des liquidités. D'aucuns ont pensé qu'une telle démarche provoquerait de l'inflation. On le dit aussi pour la crise actuelle, oubliant que la situation est bien plus complexe, même s'il y aura des prix coûts à payer pour la gestion de cette crise.

On tirera de cette crise des leçons pour améliorer le système de gouvernance du monde, de l'Europe et de la France - gouvernance macro-économique, mais aussi des entreprises - mais rien ne supprimera les crises.

Quoi qu'il en soit, il n'y a pas eu d'inflation en 1988, mais une croissance forte. Conclusion : les économistes - dont moi - se sont trompés. Tout cela pour dire que la crise actuelle est beaucoup plus grave que le krack de 1987, mais aussi que d'autres crises que la profession n'a pas vu arriver. Je parle de profession, car si les économistes se sont trompés, les autres n'ont pas été meilleurs. Voyez la crise asiatique de 1997. Elle a commencé en Thaïlande début juillet, avec l'attaque contre le bath, qui a contaminé toute une partie de l'Asie puis s'est répercutée sur la Russie, qui a connu une crise en août 1998. Qui a vu arriver la crise asiatique ? Personne... Les économistes ne sont donc sans doute pas très bons, mais ils ne sont pas plus mauvais que les autres. Ils sont payés pour faire de la prévision, me direz-vous. Est-ce vrai ? Je n'en suis pas sûr, pensant qu'ils sont davantage payés pour produire de l'interprétation, laquelle doit sans doute dans certains cas déboucher sur de la prévision.

Les agences de notation ont-elles été meilleures que les économistes ? Non... Or, elles sont payées pour analyser le risque de crédit. Elles n'ont pas vu arriver la crise asiatique de 1997, ni Enron, ni la crise des subprimes. Les organismes internationaux ? Pas plus. Voyez le FMI, qui compte 3 000 personnes, plusieurs centaines de Ph.D. Il n'a pas vu arriver la crise asiatique de 1997. Enron n'était pas son sujet. La crise des subprimes, qui était davantage son sujet ? Pas plus...

Les banques ? Elles n'ont pas été meilleures que les économistes. Nous sommes donc en bonne compagnie dans notre difficulté de prévoir. Cela posé, pourquoi la prévision est-elle difficile dans une telle matière ? La difficulté de la prévision est-elle due à la nature même des crises ? Question très difficile, à laquelle je ne prétends pas répondre. Premier élément de réponse. Si l'on arrivait à prévoir correctement les crises, elles n'existeraient pas, du moins seraient-elles beaucoup moins marquées. Car on pourrait les prévenir, faire de la prévention par des mesures prudentielles et de réglementation. Permettez-moi une comparaison, que d'aucuns jugeront osée, entre crises et maladies. Le jour où nous saurons éradiquer le Sida, une nouvelle maladie surviendra. Cette observation vaut pour la crise. On sait aujourd'hui, rétrospectivement, ce qu'il aurait fallu faire pour éviter la crise asiatique de 1997 et l'on prend des mesures pour éviter les crises du passé. Ce faisant, on colmate des brèches. Mais la crise, par définition, vient forcément de là où on ne l'attend pas. Et la crise que nous vivons, qui, je l'espère, prendra fin dans les mois qui viennent, sera forcément suivie par d'autres crises. On tirera de cette crise des leçons pour améliorer le système de gouvernance du monde, de l'Europe et de la France - gouvernance macro-économique, mais aussi des entreprises - mais rien ne supprimera les crises. Elles sont dans la nature des choses, de la même façon que la maladie fait partie de la vie, même s'il est fondamental d'en atténuer les effets.

Je ne crois donc pas du tout à un monde sans crise. Il faut bien voir aussi que si la crise est un drame, en particulier pour ceux qui perdent leur emploi ou vont le perdre - et ce n'est pas fini - la crise sert de force de rappel, à travers nombre d'ajustements douloureux. Cette interprétation de la crise est certes partielle, mais a aussi sa part de vérité. Aussi voit-elle dans cette crise une manière de corriger les excès de la finance virtuelle. Les instruments dérivés rendent des services, et si de telles innovations financières ont été utilisées, c'est qu'elles ont répondu à des besoins. Elles ne sont pas tombées du ciel. D'aucuns ouvrent le débat de l'innovation financière à la lumière de cette crise en affirmant qu'il faut en finir avec la complexité financière. Pourquoi pas... Encore faut-il bien avoir à l'esprit que la demande de simplicité durera quelque temps. Mais une fois qu'on sera sorti de cette crise, le système se complexifiera à nouveau, du fait de la gestion des risques et de l'inventivité sans limites;

Pourquoi la plupart de ces innovations financières se sont-elles développées à partir des années 70 ? Parce que les instruments dérivés répondaient à des demandes, à un vrai besoin. Avec la mort du système de Bretton Woods - 1971-1973 - on a assisté à une augmentation du risque de change, à une demande des entreprises, des banques et de tous les opérateurs d'instruments de couverture. Si certains se couvrent, d'autres s'exposent, tant il est vrai que l'on ne saurait séparer sur un marché couverture, spéculation et arbitrage. La spéculation est devenue un gros mot. A l'origine, pourtant, elle a un sens purement technique. Pour que des marchés fonctionnent, il faut un minimum de spéculation. Tout le monde ne peut se couvrir. Si certains se couvrent en refilant le mistigri par des instruments dérivés, d'autres doivent prendre la carte. Dans cette affaire, le débat éthique émerge très vite. En France, la spéculation est une pratique jugée mauvaise. Or, le débat n'est pas là. Encore une fois, il faut de la spéculation pour que les marchés fonctionnent. Par contre, il s'agit de savoir à partir de quand la finance tourne sur elle-même. A partir de quand la spéculation devient-elle excessive et non nécessaire ? Or, les économistes ou les financiers ont bien du mal à tracer la frontière, ne disposant pas de nombreux indicateurs qui les éclaireraient.

Un chiffre - qui n'est pas une preuve. En matière de contrats sur instruments dérivés dans le monde, la meilleure source statistique se trouve dans les chiffres de la Banque des règlements internationaux - BRI. Tous les trimestres, celle-ci publie des statistiques sur les encours, à la fois sur les marchés organisés et les marchés de gré à gré - OTC. Les chiffres de la BRI valent pour le monde entier. Aussi apprend-on qu'en termes de valeur des contrats, les marchés de gré à gré ont beaucoup plus de succès que les marchés organisés - 600 000 milliards dollars sur les marchés OTC contre 100 000 milliards de dollars sur les marchés organisés. Pourquoi les marchés de gré à gré ont-ils beaucoup plus de succès, me demanderez-vous, alors que ce sont les plus dangereux ? Si vous faites un swap, une opération en bilatéral et que votre contrepartie fait défaut, vous l'avez dans l'os; En bilatéral, vous prenez tous les risques. Lorsque vous intervenez sur un marché organisé, par contre, vous prenez un risque de marché, mais pas de risque de défaut, qui est assumé par la chambre de compensation. Malgré cette conscience qu'on peut avoir des différences de risque, on vit dans un monde où les marchés de gré à gré ont beaucoup plus de succès que les marchés organisés. Moralité ? C'est bien la preuve qu'il y a une très forte demande en finance pour le sur mesure. Le prêt à porter ? Vous le trouvez sur les marchés organisés, des contrats qui se rapprochent de ce dont vous avez besoin, mais qui ne font que s'en rapprocher. Sur l'OTC, vous pouvez façonner des produits qui correspondent à votre attente, à condition de trouver des contreparties qui soient d'accord. Imaginez un swap entre deux banques ou entre une banque et un hedge fund : vous pourrez façonner un contrat sur mesure, dès lors que les deux parties sont d'accord, étant entendu que les risques seront intégraux.



Tel est le monde actuel... Additionnez la valeur des contrats sur dérivés dans le monde, et vous arriverez au chiffre de 700 000 milliards de dollars, à comparer au PIB mondial, qui s'élève à 60 000 milliards de dollars. D'aucuns s'interrogeront sur un monde où le total des contrats sur instruments dérivés est dix fois plus important que le PIB mondial. Très bien ! Encore ne s'agit-il que d'une information, non d'une preuve. C'est une indication que la finance bourgeoise sur elle-même. Mais encore une fois, ce n'est pas une preuve. Et nous ne disposons pas de très bons indicateurs le découplage entre la situation de la finance et l'économie réelle. Le PIB mondial est un assez bon indicateur de l'économie réelle, comme la croissance mondiale. Mais en finance, rien ne dit que la valeur des contrats sur instruments dérivés soit un bon indicateur des dérives de la finance. D'autant que ces 700 000 milliards de dollars de valeurs des contrats sur instruments dérivés ne sont en rien un élément de la bonne mesure du risque. Ce dernier n'en est qu'une partie. Le dixième ? Le vingtième ? Je ne sais... Car le risque résulte de variations à la marge, des taux de change, des taux d'intérêt et d'autres facteurs. Je n'ai donc pas vu arriver la crise d'une ampleur exceptionnelle. Pour la comprendre, on arrivera à rien en pensant qu'on peut l'expliquer par une cause et une seule. Il faut, au contraire, en accepter une explication plurielle. Plusieurs facteurs se sont ainsi conjugués : la bulle immobilière américaine qui devait exploser un jour ou l'autre, l'abondance de liquidités dans le monde, qui est liée à l'ampleur des déséquilibres internationaux, la complexité financière et la traçabilité des risques... Cette crise met aussi en évidence des défaillances à la fois du système de régulation et de supervision, et du système de gouvernance des banques. Il y a aussi des explications micro-économiques à la crise. Si les conseils d'administration et les comités spécialisés des banques, en partie des banques américaines, avaient fait leur travail, on n'en serait sûrement pas là.

Bref, il faut cumuler au moins cinq ou six approches pour décortiquer cette crise, même si je pense qu'il est trop tôt pour comprendre ce qu'on vit depuis deux ans. Que reste-t-il encore à vivre de cette crise ? Je pense, pour ma part, qu'une bonne quantité de produits financiers toxiques n'ont pas encore été digérés par les banques - les banques du monde entier, j'entends. Aussi je reproche au FMI son positionnement depuis deux ans, malgré la présence de Dominique Strauss-Kahn à sa tête. Depuis que la crise a éclaté, force est de constater que le FMI n'a pas eu une idée intéressante sur la crise. Les idées intéressantes ? Elles sont venues de l'Europe, en particulier de la Grande-Bretagne, de la France et de l'Allemagne en octobre dernier, à la suite de la faillite de Lehman Brothers. Mais peut-être faut-il attendre le mois qui vient pour voir le FMI présenter des idées intéressantes et tirer les premières leçons de cette crise.

Que fait pourtant cette institution depuis deux ans ? Elle court après la récession, qu'elle n'a pas prévue, pas plus que moi. Et elle essaie de chiffrer le coût de la crise pour les institutions financières. Cet exercice n'est pas inintéressant, mais n'a pas grand sens, dans la mesure où des problèmes considérables de valorisation des engagements se posent, d'ordre comptable. En avril 2009, le FMI a calculé que la crise allait coûter 4 054 milliards de dollars pour les institutions financières, dont 2 700 pour les banques. L'écart ? Les compagnies d'assurance vont perdre de l'argent, de même que les hedge funds. En prenant connaissance de ce chiffre, je me suis dit que sa précision était pour le moins étonnante, qu'elle était à la hauteur de l'imprécision du calcul. Tout cela n'a pas de sens

! D'autant que l'évolution se poursuit, tant que les prix de l'immobilier américain continuent à baisser. Le phénomène alimente de nouveaux crédits subprimes et des problèmes supplémentaires. Le FMI ? Il a été à la remorque de la crise, et pas du tout à l'avant-garde. Je lui reproche aussi d'avoir prétendu établir un chiffrage de la crise, chiffrage forcément douteux au coeur de la crise.

Aussi l'un des problèmes centraux de cette crise est-il, pour moi, le problème de l'embauche des jeunes diplômés en 2009 et 2010, y compris ceux qui sortent des meilleures écoles ou des meilleures universités

Affirmer qu'il existe encore 50 % de produits financiers toxiques à faire émerger par un certain nombre de banques à travers le monde ? Je ne suis pas sûr, mais ce serait une hypothèse sur laquelle je travaillerais volontiers. Quoi qu'il en soit, du côté de la banque et de la finance, la crise n'est pas finie, ni du côté économique et social. Les chiffres publiés au deuxième trimestre en France, en Allemagne et au Japon ? Je ne les extrapole pas. Ils tendraient peut-être à montrer qu'on est en train de s'acheminer vers un début de plateau, un début de stabilisation du côté de l'activité, avant une reprise forcément modérée l'an prochain. Certains facteurs sont positifs, d'autres négatifs. Les facteurs positifs ? A court terme, l'abondance de liquidités, déjà présente avant la crise, a été augmentée par la gestion même de la crise, à telle enseigne que les bilans des banques centrales sont en explosion à la suite de leurs interventions massives. A court terme, donc, il y a de l'essence dans le moteur, même si la confiance n'est pas encore au rendez-vous. Pour redémarrer, il reste à retrouver la clé qui permette le contact.

Autre facteur positif : le phénomène de désinflation des derniers mois, facteur positif, à condition qu'il ne vire pas à la déflation. Si l'inflation est négative dans la plupart des pays développés, encore faut-il qu'elle ne le soit pas trop. Je pense cependant qu'on tend plutôt vers le zéro, et que l'inflation va redevenir légèrement positive d'ici la fin 2009. Le problème central demeure cependant le chômage. En la matière, on entre dans une période très compliquée, qui peut durer jusqu'à la fin de l'année 2010, avec une montée du chômage qui va se poursuivre, notamment des jeunes, diplômés ou non.

Aussi l'un des problèmes centraux de cette crise est-il, pour moi, le problème de l'embauche des jeunes diplômés en 2009 et 2010, y compris ceux qui sortent des meilleures écoles ou des meilleures universités - a fortiori, celui des jeunes non diplômés. Or, on n'est pas habitué à une telle situation, source de fragilité sociale. Du point de vue théorique mais aussi des politiques publiques, force est de constater qu'on est démuni pour affronter ce sujet. On utilise les remèdes habituels, qui consistent à supprimer les charges sociales sur l'embauche des jeunes - ce qu'on pratique depuis vingt ans. De telles mesures donnent des résultats, mais ont leurs limites. D'aucuns - et ils ont raison - mettent en avant des problèmes considérables d'éducation et de formation, sous-estimant qu'il n'y a pas espoir d'en tirer des bénéfices rapides.

Cela étant dit, et ce sera mon deuxième point, allons-nous changer de monde ? Non... J'espère cependant encore, même si rien n'est gagné, qu'on parviendra ensemble à tirer un certain nombre de leçons de cette crise qui n'est pas finie. C'est pour cela que je m'accroche au G 20, croyant que des mesures concrètes seront décidées à Pittsburgh, les 24 et 25 septembre prochains. Le sommet du G 20 de Londres, le 2 avril dernier, a certes posé des bases. Le seul sujet qui a un peu progressé ? Ce sont les paradis fiscaux, l'ouverture de la brèche suisse constituant un élément important dans ce débat. Mais nous sommes loin des objectifs qu'on pouvait se fixer. A Londres, notez le bien, on a aussi progressé sur une décision pas seulement financière, mais aussi politique. Le grand gagnant de l'affaire - alors qu'il n'a pas été spécialement brillant - c'est le FMI. Il s'agit en effet de la seule institution qui a

bénéficié de décisions concrètes, puisqu'on a décidé de tripler ses ressources, qui vont passer de 250 milliards à 750 milliards de dollars. On marque à la culotte le FMI - ce n'est pas nécessairement un cadeau - en y plaçant à ses côtés un Conseil de stabilité financière. Dans les faits, il s'agit de transformer le Forum de stabilité financière, à Bâle, appuyé sur le back office de la BRI, élargi à des pays émergents. Ce n'est pas nécessairement un cadeau, car lorsqu'on lit le communiqué du G 20 du 2 avril, on apprend qu'on confie à ce Conseil une mission de prévention des crises financières futures, mission qui relève aussi du FMI. Il pourrait donc y avoir une redondance, plus que de la concurrence, entre les deux institutions, même si le FMI a politiquement le pouvoir, le Conseil de stabilité financière n'étant pas un organisme vraiment décisionnel. J'espère que le sommet de Pittsburgh nous permettra d'avancer sur quelques sujets. Vous suivez comme moi l'actualité : je n'ai donc pas besoin de vous dire ce qui s'y prépare. S'agissant de la question des rémunérations, le couple franco-allemand est en pointe. J'ai entendu il y a quelques jours une déclaration pour le moins étonnante du patron de la FSA britannique. La Grande-Bretagne, vous le savez, compte un seul régulateur : la Financial Services Authority - FSA. Or, le patron de la FSA, Lord Turner, a fait une intervention il y a une dizaine de jours, que je perçois comme une provocation britannique - mais peut-être n'en est-ce pas une. Peut-être s'agit-il plutôt d'un message fort envoyé à la City ? Cette crise, a-t-il dit, signifie que la banque et la finance ont pris trop d'importance par rapport à l'économie réelle. Cela justifie de prendre des mesures pour freiner l'essor de la finance et de la banque, donc de taxer les opérations financières. D'aucuns ont évoqué un retour à la taxe Tobin, oubliant qu'une telle taxe portait à l'origine sur les seules opérations de change. Lord Turner, lui, visait toutes les opérations financières.

Quelle est mon interprétation de sa déclaration ? Le 12 août, la FSA a publié un code de bonne conduite, proposé à la City, qui mettait en avant des propositions sur les bonus et les rémunérations, propositions dont se sont fait l'écho M. Sarkozy côté français, et Mme Merkel côté allemand. Ces propositions ont été très mal reçues par la City. Je pense - mais je ne suis pas britannique - que le patron de la FSA, énervé par ce qu'il perçoit comme une irresponsabilité des opérateurs de Londres, qui ne pensent qu'à la compétitivité de cette place, a voulu aller plus loin que le code de bonne conduite initial.

Tout cela fera partie du G 20 de Pittsburgh. J'y vois, pour ma part, la dernière chance de tirer ensemble un certain nombre de leçons de cette crise. Le débat ne porte pas pour moi sur la quantité de la réglementation bancaire et financière, mais sur sa qualité. Il ne s'agit pas d'ajouter des milliers de pages à celles déjà existantes, mais de tirer ensemble un certain nombre de leçons de cette crise au sujet de la régulation bancaire et financière.

Ce faisant, il existe trois manières d'améliorer les choses. Ou vous comptez sur l'autorégulation et l'autodiscipline, en invitant les conseils d'administration à faire correctement leur travail. A l'autre extrémité, la régulation passe par de la réglementation, laquelle est une voie, mais pas la seule, de la régulation. La réglementation ? Elle passe par des lois, comme la loi Sarbanes-Oxley en 2002 ou la loi de sécurité financière française de 2003, qu'il faudra sans doute améliorer à la lumière de la crise actuelle. Entre les deux, il y a la voie intermédiaire des codes de bonne conduite. Elle consiste à proposer un code, dont l'application n'est pas obligatoire, mais recommandée. J'estime, que les trois voies sont nécessaires et complémentaires. Choisir une seule parmi les trois ? Ce serait absurde. Compte tenu du monde tel qu'il est, face aux défis qui sont posés, qu'il s'agisse des normes comptables, des problèmes de conflit d'intérêt, des agences de rating, du fonctionnement des organes sociaux des banques ou des entreprises, il me paraît indispensable de pondérer les trois voies. Mais je crois aussi que la pondération n'est pas la même selon les sujets traités. Pour certains, des textes s'imposent et exigent de la réglementation et des lois. Pour d'autres, ce sont des codes de bonne conduite qui devraient prévaloir, la réglementation étant impossible. Un exemple : les fonds souverains. Aucun organisme au plan mondial n'est habilité aujourd'hui à prendre de la réglementation sur ces fonds, ni le FMI, ni l'ONU, ni la BRI. Un code de bonne conduite, par contre, doit permettre d'améliorer la transparence, la gouvernance et la réciprocité en la matière. Autre exemple : les agences de notation. Sur ce sujet, un débat s'est ouvert depuis le G 20 de Londres. Pour l'instant, j'observe que la voie prise pour obliger les agences de notation à mieux fonctionner est celle du code de bonne conduite. Si elle ne suffit pas, il est question d'aller plus loin, du moins en Europe. La feuille de route du G 20 est donc là, le problème étant que les Etats membres ne sont pas d'accord entre eux pour savoir comment pondérer autorégulation, soft regulation, et celle qui passe par des textes. Pourquoi le sommet de Pittsburgh est-il selon moi celui de la dernière chance ? Parce que si, l'an prochain, la croissance

repart, même modérément, l'appétit de réforme disparaîtra, à telle enseigne qu'on a déjà pu observer les banques américaines revenir aux errements du passé.

Le problème pour les analystes, les économistes, les banques centrales, les politiques est donc d'essayer de savoir où sera la prochaine bulle.

Troisième et dernier sujet : la sortie de crise. Nous ne savons pas quand on en sort, mais nous savons qu'on en sortira. Toute la question est de réfléchir dès maintenant au problème de la sortie et de l'après-crise. Les problèmes de la sortie ? Ce seront le chômage et la question des finances publiques. Nous allons tous sortir de cette crise avec des déficits et des dettes publiques colossales. Comment fera-t-on pour rentrer dans les clous - et je ne parle pas de ceux de Maastricht ? Comment se pose le problème de la non soutenabilité de nos finances publiques ? C'est un sujet auquel on est obligé de réfléchir maintenant, même si on continue à creuser les déficits et les dettes.

Deuxième sujet de la sortie : la question monétaire. Va-t-on sortir de la crise par une relance de l'inflation, comme le disent certains économistes ? Les politiques monétaires vont-elles réussir à reprendre la main qu'elles ont dû lâcher à cause de la crise ? Voyez les taux zéro des banques centrales dans beaucoup de pays développés. Comment une banque centrale reprend-elle la main sur le système ? Comment reprend-elle le contrôle des liquidités, sans casser la reprise, étant entendu que si elle se précipite pour remonter ses taux directeurs, ce ne sera pas bon pour l'emploi.

Ce sont des questions auxquelles il faut commencer à réfléchir, même si je pense que les taux directeurs des banques centrales, en 2010, resteront proches de zéro aux Etats-Unis, au Japon et en Europe. Je ne prévois pas de remontée, étant entendu qu'il n'y a pas de menace d'inflation. Sans doute faudra-t-il revenir sur ce sujet, car observez bien qu'il y a beaucoup de liquidités. Si vous êtes monétariste pur et dur (ce qui n'a jamais été mon cas), la crise va se terminer en eau de boudin, avec de l'inflation sur les biens et services. Or on sait que l'inflation est souvent un moyen de corriger des surendettements. Et aujourd'hui, ceux-ci sont essentiellement publics. Qu'est-ce que la crise actuelle sinon une situation dans laquelle la dette publique remplace la dette privée ? Mais qu'il s'agisse de l'une ou de l'autre, il y a des phénomènes de surendettement. La manière la plus indolore de le corriger ? C'est l'inflation. De nombreux économistes affirment ainsi qu'il ne faut pas s'inquiéter, qu'il faut laisser filer les dettes publiques, qui seront corrigées par une bonne dose d'inflation. Or, je ne suis pas du tout sûr que les choses se passeront ainsi. Tout laisse au contraire à penser qu'on va continuer à vivre dans un monde où l'on passera d'une bulle à l'autre. Tel est le monde dans lequel on vit depuis quinze ans, où bulles Internet, immobilière et énergétique se sont succédé. Quelle est la bulle qui se profile aujourd'hui ? Celle des bons du Trésor américains et des titres de certains Etats. Cette bulle, comme les autres, finira par exploser.



Pour de multiples raisons, donc - mondialisation, montée du chômage dans les deux ans qui viennent - l'inflation, à l'horizon des trois ou quatre ans à venir, et peut-être au-delà, restera plutôt sous contrôle. Elle continuera à se loger d'abord sur les marchés d'actifs. On continuera à passer d'une bulle à l'autre. Le problème pour les analystes, les économistes, les banques centrales, les politiques est donc d'essayer de savoir où sera la prochaine bulle. Tel est le problème de la prévision : savoir où la prochaine bulle sera et quand elle explosera, de même qu'il s'agira de prévoir les phénomènes de report dans les portefeuilles.

Dernier mot sur le grand emprunt. La question qui nous est posée n'est pas la relance, ni de faciliter la sortie de crise mais de relever et de « verdir » la croissance française de l'après-crise. Peut-on flécher quelques dizaines de milliards d'euros vers des emplois, des investissements qui permettront, dans l'après crise, que la croissance ne se traîne pas à 1 ou 1,5 % par an, mais essaie d'aller au-dessus ? Telle est notre feuille de route : ce n'est pas de travailler sur les deux prochaines années et la relance, mais sur le long terme. Mais je m'arrête, pour laisser la place au débat. "

Christian de Boissieu, 5 septembre 2009, Arc-et-Senans

[Revenir au sommaire des comptes rendus de l'Université d'été](#)

photos ©IHEST/O. Dargouge