

Crise financière :

à la recherche de nouveaux équilibres

Des progrès technologiques, économiques et financiers considérables ont été réalisés aux cours des vingt-cinq dernières années. On ne s'émerveille plus d'internet, du GSM, du développement de la Chine et de l'Inde, du passage de la moitié orientale de l'Europe à l'économie de marché, du succès de la monnaie européenne, de l'accès d'un nombre croissant de gens de tous pays aux services financiers, et par là, à la propriété et à l'entrepreneuriat.



*Alain de Crombrughe,
Professeur d'Economie aux Facultés
Universitaires Notre-Dame de la Paix à
Namur, Doyen de la Faculté des Sciences
Economiques, Sociales et de Gestion.*

Toutes ces inventions ou réorganisations contribuent à la satisfaction de besoins humains, ce qui est l'objectif fondamental de la vie économique. Pourtant, chaque fois qu'on surestime le potentiel de satisfaction de besoins par une activité ou une innovation, on s'expose à des rappels à la réalité souvent douloureux. Le crash boursier des actions technologiques entre 2001 et 2003 a rappelé les limites de croissance de ce secteur. Plus net encore est le message de la crise financière qui se fait particulièrement violente depuis septembre 2008, mais qui a commencé avec les premières baisses du marché immobilier américain en 2006.

■ *Equilibre ou démesure ?*

D'un excès de confiance dans les prouesses technologiques ou

financières, on passe aujourd'hui, probablement, à un excès de défiance. Au risque de décevoir les amateurs de solutions simples ou innovantes, cet article prendra le point de vue que la relance économique passe par deux axes : un meilleur équilibrage de la gestion des innovations passées et un effort pour mieux satisfaire l'ensemble des besoins plutôt que de porter une attention excessive à certains secteurs. Un double équilibre, en fait : mieux maîtriser ce qu'on connaît déjà et ne pas le laisser prendre toute la place dans notre activité et notre esprit.

Une bulle est précisément quelque chose qui gonfle au point de s'attirer toutes les ressources disponibles et qui finit par éclater. Tout le monde sait que la bulle va éclater, mais personne ne sait quand elle va éclater. Ce n'est qu'ainsi que la bulle peut tant absorber les investisseurs : ils espèrent en sortir à temps, mais

ils y entrent de crainte de manquer une occasion de faire des profits. Le même mécanisme joue d'ailleurs à la baisse : vendre pour acheter moins cher suppose une bonne gestion du moment de vente et d'achat et de la psychologie du marché.

Faut-il à tout prix empêcher les bulles d'apparaître ? Non, pas à tout prix, justement. Mais, dans la mesure où les bulles absorbent et détruisent indûment des ressources, elles représentent un coût. Il peut alors y avoir un prix raisonnable à payer pour en limiter l'ampleur ou même les terrains de développement. Si l'intervention de l'Etat est aujourd'hui justifiée en faveur des banques, c'est précisément pour éviter une panique auto-réalisatrice des déposants alors qu'un rétablissement de la confiance permet que personne ne sorte et que personne ne perde. Pour les

actionnaires aussi, s'il est vrai que les marchés sur-réagissent aujourd'hui, l'intervention de l'Etat se justifie pour éviter une inutile destruction de valeur. Certes les banques sont en feu, mais une précipitation vers la sortie tuera beaucoup de monde alors qu'une évacuation bien ordonnée limitera les dégâts. Les garanties et prises de participation publiques temporaires diluent, à juste titre, les profits des actionnaires sans éliminer tout espoir de reprise.

En éclatant, la bulle financière a mis en lumière un certain nombre de faiblesses du système bancaire et plus généralement du système économique que les autorités publiques comme les acteurs de marché ont laissé se développer. Le coût et la durée des crises de confiance et de crédit méritent qu'on rééquilibre les règles du jeu. Au-delà d'un équilibre de forces à laisser fonctionner aussi doucement que possible, il ne serait pas inutile de rendre plus de place à la raison, aux questions de sens de l'esprit humain toujours soucieux de réorienter les activités vers leur but ultime de satisfaction des besoins individuels et collectifs en société.

■ *Le métier de banquier*

Commençons par le métier de banquier. Ce métier n'est pas simple, car il se déploie autour de trois pôles : gestion de l'information, gestion du risque et gestion de la liquidité. C'est précisément l'équilibre entre ces trois pôles qui fait l'originalité et la qualité de la banque. Or, cet équilibre a progressivement été rompu. A force de chercher à offrir toujours de nouveaux crédits, les banques ont prêté à des clients de plus en plus risqués. Elles ont pris des risques croissants, presque comparables au fait d'acheter des actions à revenu par définition incertain en se finançant par des emprunts à intérêts certains eux. Cet effet de levier est parfaitement acceptable tant qu'il est couvert par un capital à risque suffisant. Ce n'était pas le cas. Les banques ont essayé de revendre ces prêts à d'autres banques, déplaçant et occultant le risque dans des produits dits « structurés » ou « dérivés », alors

que le rôle essentiel d'une banque est d'obtenir et d'exploiter une information sur les débiteurs que le marché ne peut pas obtenir avec la même compétence. Quand l'ampleur et l'enchevêtrement des risques sont enfin apparus, les banques n'ont même plus pu assurer la liquidité des paiements entre elles.

■ *L'actionnaire*

L'actionnaire a appris à ses dépens l'importance de la vigilance dans le recueil d'informations sur l'entreprise et dans les nominations d'administrateurs. Il devra chercher des modes de rémunération qui alignent mieux le comportement des administrateurs et



“ Le coût et la durée des crises de confiance et de crédit méritent qu'on rééquilibre les règles du jeu ”

Le métier de banquier commercial ou de dépôt doit redevenir ce qu'il est : transformation de dépôts à revenus fixes en prêts à revenus fixes et garantis par des actifs réalisables, par une connaissance du débiteur et par une capacité d'intervention sur celui-ci en cas de difficulté de paiement, tout en assurant la couverture des inévitables risques de cette transformation par un capital suffisant. Les autres métiers appartiennent à d'autres entreprises : la spéculation aux fonds spéculatifs et l'assurance aux compagnies d'assurance. Si on peut discuter de la nécessité de séparer les activités, il a toujours été clair – mais pas toujours acquis – qu'il fallait séparer les comptes et le financement.

directeurs sur la performance de long terme de l'action et des bénéficiaires plutôt que sur une vaine recherche de la croissance à tout prix du chiffre d'affaires ou sur des pics tout-à-fait occasionnels du cours de l'action. Mais la théorie économique des incitants n'offre pas encore de solutions parfaites.

Le contrôle des autorités publiques se justifie pour suppléer ce que l'actionnaire, le déposant et l'obligataire ne peuvent pas obtenir comme information d'une entreprise, en particulier d'une banque qui est une entreprise dont l'actif principal est la propriété d'information sur ses débiteurs. Ce



“ Les chercheurs universitaires participent-ils aujourd’hui assez au débat public ou à la mise en œuvre de politiques ? ”

contrôle s’est avéré déficient à deux niveaux, tant au niveau de l’application des règles de prudence et de publicité qu’au niveau de la formulation des règles elles-mêmes.

■ Les lobbies

Dans la formulation des règles aujourd’hui, la diversité et la complexité de l’économie et de la société en général ont abouti à donner un pouvoir extraordinaire aux groupes de pression, et en particulier aux lobbies professionnels. En caricaturant à peine, on peut dire qu’avec les règles dites de « Bâle II », le secteur bancaire a obtenu, au niveau international, de fixer lui-même le niveau de capitalisation approprié d’une banque. En effet, ce capital est fonction d’un calcul de risque des actifs de la banque que chaque banque fait elle-même, pour autant qu’elle puisse le faire approuver par les agences publiques de contrôle. En 2008, le marché boursier s’est bien rendu compte que ce calcul de risque ne tenait pas assez compte des situations extrêmes de crise, crise que les banques avaient elles-mêmes créées en créant de nouveaux produits dont elles ne maîtrisaient ou n’avaient pas le risque. Le caractère pro-cyclique des normes comptables IAS-IFRS produites par des professionnels du secteur et des notations de titres produites par des agences de *rating* rémunérées par l’émetteur n’a rien arrangé, puisqu’il amena à dévaluer

très rapidement des titres qui avaient été initialement surévalués.

Les défenseurs du lobbying comme source d’inspiration de la législation affirment que l’équilibre entre lobbies assurera une législation appropriée si nécessaire et même beaucoup d’auto-régulation sans recours à une législation. C’est oublier un peu vite les acquis de l’analyse de l’action collective qui montrent que toutes les parties prenantes à une situation n’ont pas du tout la même capacité de s’organiser, ni *a fortiori* de réunir les compétences nécessaires. Il y a un risque que les lobbies les mieux organisés protègent des monopoles, or les pouvoirs de monopole sont parmi les plus nuisibles au bien-être collectif. Le modèle de base du monopole qui consiste à limiter la quantité pour augmenter les prix montre bien la destruction de ressources ou perte nette de gains de l’échange qu’opère le monopole. La mondialisation ne réduit pas toujours les pouvoirs de monopole quand elle favorise fortement les détenteurs de marques universelles ou de larges réseaux.

Au-delà de ses biais inévitables et insuffisamment contrebalancés pour réaliser l’intérêt collectif, il est peu courant que le lobbying s’oriente vers des vues prospectives globales. Celles-ci émergeront occasionnellement dans des groupes de réflexion plus ou moins idéologiques ou – on l’espère – dans les universités. Ces dernières peuvent offrir l’avantage

d’être à la fois lieu de création et de questionnement de savoirs et de compétences, et donc lieu d’émergence de sagesse dans le débat raisonné. Les chercheurs universitaires participent-ils aujourd’hui assez au débat public ou à la mise en œuvre de politiques ? Même les « think-tanks », qui font partie du paysage intellectuel des Etats-Unis, ne sont pas actuellement au sommet de leur influence ni de leur collaboration avec les universités.

■ Les leçons de la crise actuelle

Parmi les leçons de la crise actuelle, il apparaîtra probablement qu’un recours accru de l’Etat et des actionnaires à des experts vraiment indépendants s’imposera si on veut améliorer la performance des entreprises et la qualité des réglementations et de leur mise en œuvre. Un renforcement des capacités professionnelles spécialisées peut s’imposer dans un certain nombre d’entreprises, d’agences gouvernementales, voire dans les partis politiques. Les universitaires seront-ils capables d’être partie prenante à cet apport d’expertise et de prospective tout en gardant leur indépendance ?

La dimension mondiale de la crise bancaire pose la question du niveau approprié de réglementation et de contrôle. Les autorités nationales ne suffisent plus et sont encore souvent sujettes au réflexe protectionniste en faveur des entreprises locales. La

Banque Centrale Européenne (BCE) a fait des efforts en matière de fourniture de liquidité et de baisse des taux, mais elle semble étrangement absente de deux débats dans lesquels elle pourrait jouer un rôle central : l'organisation des marchés et la réglementation des institutions. La BCE a pourtant des atouts en main.

La BCE est la seule institution à avoir une compétence au niveau européen. La monnaie unique a déjà facilité l'intervention de la plupart des Etats sollicités par la crise bancaire. Un meilleur contrôle préventif des bilans des banques, et un meilleur fonctionnement des marchés interbancaires, auraient peut-être permis de moins solliciter l'apport en capital et en garantie des Etats.

La BCE, fournisseur de liquidité en euros, dispose de moyens importants, elle couvre une zone géographique et financière essentielle, elle a des relais dans chaque pays membre via les banques nationales de chaque pays. Elle peut fixer les conditions de fourniture de liquidité et donc imposer des règles aux banques qui recourent à elle. Elle peut privilégier certains actifs qu'elle accepte en garantie et donc influencer le portefeuille des banques et la qualité des actifs. Elle peut organiser un marché interbancaire centralisé, anonyme et garanti pour assurer la liquidité à court terme. Elle peut négocier avec les responsables des plus grandes zones financières. L'acquisition de certains pouvoirs de réglementation et de contrôle demande une modification des traités. Mais la dynamique européenne a toujours été dans ce sens, et quelqu'un comme Jacques Delors a très bien pu saisir, en son temps, les occasions tant pour le marché unique que pour la monnaie unique.

En matière de formation des prix sur les marchés, la crise devrait rappeler à tout investisseur que le prix d'un actif dépend fondamentalement des revenus futurs qu'il peut générer. Ces revenus futurs doivent être actualisés et comparés aux autres revenus en tenant compte d'une prime de risque. Des revenus futurs anormalement élevés cachent un risque. Le

seul risque qui est vraiment rémunéré est le risque non-diversifiable. Curieusement, le portefeuille d'actifs dits « toxiques » détenus par chaque banque s'est avéré en fait très peu diversifié dès sa création et non parce qu'une crise devenue mondiale touche tous les titres. Ces placements ont donc plutôt résulté de la recherche d'un effet de levier que d'une diversification. Or, l'effet de levier accroît le risque et introduit même explicitement une possibilité de faillite. Ce risque est propre à toute entreprise, mais il doit être particulièrement limité dans une banque de dépôt.

Faut-il, enfin, s'inquiéter que l'emploi diminue dans les banques ? Pour les individus concernés, les difficultés ne sont pas à sous-estimer. Pour les pays les plus avancés, il n'est pas inimaginable que certaines réorientations de l'emploi conduisent à une meilleure satisfaction des besoins. Tous les produits bancaires répondaient-ils vraiment aux besoins des clients ? Plus d'un employé de banque se l'est

des années 1970 et la crise de dette de l'Amérique latine des années 1980. Le problème d'organisation de réponses aux besoins des habitants de nombreux pays est réel, même s'il n'excuse pas les bulles qui se créent dans d'autres pays.

La crise aura utilement rappelé la complémentarité naturelle entre le marché et l'Etat, tant au niveau du contrôle des décisions qu'au niveau de l'offre de services. Un consensus se réaffirme sur la nécessité que l'Etat contrôle les marchés imparfaits (monopoles, information asymétrique, pollution, ...) et on constate que les marchés sanctionnent les contrôles publics imparfaits (dépréciation de titres de banques ou d'Etats excessivement endettés par exemple). Parmi les biens publics que l'Etat est seul capable de fournir efficacement, celui de la stabilisation des marchés, déjà bien analysé par Keynes, revient en force, mais la souplesse du marché reste essentielle pour répondre aux demandes nouvelles.

La liberté de penser et d'entreprendre inclut la possibilité de prendre des risques et de se tromper

quelques fois secrètement demandé. Chaque spéculation orchestrée par les services centraux ou via les salles des marchés ajoutait-elle vraiment de la valeur ? Des questions posées parfois sur l'emploi public ne seraient-elles pas transférables à certaines activités bancaires ? Le défi sera que les banques ne sur-réagissent pas en matière de réduction d'emploi et ne pressent pas excessivement le personnel qu'elles garderont, mais il faudra surtout trouver les gisements d'emploi bancaires – y compris de contrôle – et non bancaires qui répondent aux vrais besoins.

Considérant les réponses aux besoins de la planète, les milieux financiers se sont parfois excusés de la bulle qu'ils ont créée aux Etats-Unis et en Europe en pointant la difficulté qu'il y a à investir dans d'autres parties du monde. Cet argument rappelle celui du lien entre les dollars du pétrole

■ La liberté de penser

A défaut de conclure cette recherche toujours mouvante d'équilibres, un mot d'enfant peut être éclairant. Présentant un conte qui se passe à New-York, le lecteur demande à des enfants s'ils connaissent New-York, s'ils savent ce qu'on peut y trouver. Alors, un gamin de 7 ans répond « New-York, c'est là qu'il y a la statue de la Liberté ».

La liberté de penser et d'entreprendre inclut la possibilité de prendre des risques – même sans diversification ni assurance – et de se tromper. La raison fondamentale en est la possibilité de créer. Puissent ces créations satisfaire vraiment leur auteur et trouver reconnaissance durable chez ses contemporains – parmi d'autres créations attendues avec impatience...

Pb