

QUAND L'ÉCON

En vendant au plus grand nombre des hypothèques de mauvaise qualité, les institutions financières espéraient répartir le risque. Cela a été un échec. Explications avec Rajna Gibson Brandon

Malgré les apparences, il y a davantage de différences que de similitudes entre le krach de 1929 et celui de 2008. La perspective d'un nouveau scénario catastrophe semble donc peu probable aux yeux des spécialistes de l'histoire économique

Comprendre de quelle manière les émotions peuvent influencer le comportement des investisseurs permettrait de faire coller un peu mieux les modèles économiques à la réalité du terrain

Dossier réalisé par Vincent Monnet et Anton Vos

Dessins de Patrick Chappatte, parus dans «Le Temps» et «International Herald Tribune», www.globecartoon.com

J'AI
FAIT
SAUTER
LA
BANQUE!



OMIE DEVIENT MYOPE



«AU LIEU DE SE DILUER, LES RISQ

En vendant au plus grand nombre des dettes hypothécaires de mauvaise qualité, les institutions financières espéraient répartir le risque dans l'économie globale. En réalité, ces titres sont restés concentrés dans le secteur financier. Explications de Rajna Gibson Brandon, professeure de finance aux hautes études commerciales



Rajna Gibson

CLAUDIA KOPITZ

Avez-vous vu venir la crise actuelle?

Rajna Gibson Brandon: Il faut être humble: la réponse est non. Et c'est le cas de la plupart des experts financiers. De la même manière, je ne peux pas prévoir l'issue de cette crise. La finance est certes une science

qui utilise beaucoup de modèles mathématiques, mais elle n'est pas une science exacte.

Quelles sont les causes de la crise?

La première est le fait que les taux d'intérêt – c'est-à-dire le loyer de l'argent – sont restés longtemps très bas aux Etats-Unis. L'objectif, louable à première vue, de l'administration américaine dans les années 1990 était de per-

mettre au plus grand nombre d'accéder au crédit hypothécaire et donc de devenir propriétaire de son logement. De nombreuses personnes ayant peu de moyens se sont ainsi endettées. Certaines d'entre elles avaient une situation si précaire que, dans les milieux financiers, elles étaient qualifiées de NINJA (*no income, no job, no assets*: pas de revenus, pas de travail, pas d'actifs). Ce qui ne les empêchait pas de recevoir une hypothèque appelée *subprime*. De leur côté, les banques disposaient d'outils qu'elles pensaient capables de limiter les risques liés à ce genre d'hypothèques de «mauvaise qualité». Au lieu de garder ces dettes contractuelles sur leur bilan, elles les ont «titrisées» et les ont vendues aux plus offrants. Se débarrasser des crédits hypothécaires est aussi une manière de réduire le coût de la réglementation

RAJNA GIBSON BRANDON, professeure à la Section des hautes études commerciales, Faculté des sciences économiques et sociales

bancaire qui impose aux banques de provisionner davantage de fonds propres lorsqu'elles inscrivent plus de risques de crédit au bilan.

Que signifie «titriser»?

Dans le cas des *subprime*, l'idée consiste à mélanger des dettes de mauvaise qualité avec d'autres hypothèques, moins risquées, afin de compenser les éventuels défauts de paiement. Ces assortiments sont alors «structurés» dans un portefeuille sur la base duquel sont émis des titres. Ces derniers sont alors vendus sur les marchés financiers sous le nom de CMO (*Collateralised mortgage obligations*). On peut pousser ce mécanisme à l'extrême en émettant des produits plus complexes encore, appelés CDO (*Collateralized debt obligations*), qui sont adossés à des portefeuilles contenant des titres très divers

Une recherche alimentée par la crise

Vous avez rejoint l'Université de Genève en juillet 2008. Quels sont vos domaines de recherche privilégiés?

Je travaille depuis le début de ma carrière sur les produits dérivés, notamment sur les contrats d'options. Ces derniers, qui sont apparus dans les années 1970, octroient le droit d'acheter des actions précises à un certain moment dans le futur et à un prix déterminé. Je me suis particulièrement intéressée à la théorie des options. Ensuite, je me suis intéressée à la gestion des risques. J'ai travaillé entre autres sur le «risque de modèle» ou, en d'autres termes, le risque lié au fait que l'on utilise un mauvais modèle pour évaluer la valeur d'un produit financier,

par exemple. Plus récemment, j'ai étudié la problématique de la rémunération des managers. Dans le cas de dirigeants malhonnêtes, par exemple, vaut-il mieux les rémunérer en leur offrant des actions ou plutôt des options sur ces actions? Quelle est la stratégie qui incitera le manager à mieux se comporter? Je travaille également en collaboration avec une professeure de psychologie et un autre professeur de finance de l'Université de Zurich sur un projet en finance expérimentale qui étudie un principe psychologique appelé les valeurs sacrées et son impact sur les décisions financières. Une valeur sacrée peut être le respect des droits humains, le refus de l'avortement,

la sauvegarde de l'environnement, bref une valeur qui ne devrait être trahie pour rien au monde. Notre étude se concentre sur la valeur sacrée de l'honnêteté. Est-il possible de distinguer les individus qui la possèdent et l'impact qu'elle peut avoir sur les décisions financières prises dans les entreprises, la politique de recrutement et la gouvernance d'entreprise en général.

La crise actuelle a-t-elle alimenté vos travaux? Oui. Avant le déclenchement de la crise des *subprime*, j'avais mené une étude portant sur le rôle du collatéral dans des situations de stress au sein du secteur bancaire. Le collatéral est une forme de caution que l'on doit déposer avant une vente de titres à découvert ou dans le cas d'une opération sur les marchés de produits dérivés. A priori, on peut penser que plus

UES SE SONT CONCENTRÉS»

tant du point de vue du rendement que des risques (prêts, obligations...). Certains fabriquent même des CDO carrés, c'est-à-dire des CDO de CDO. Avant de les émettre sur le marché, ces produits sont coupés en tranches dont chacune est associée à un profil de risque différent. En bref, ces CDO sont devenus tellement compliqués que même les spécialistes ont de la peine à en estimer la valeur et les risques. Les investisseurs pensaient que les CDO comportaient un risque similaire à celui des titres échangés sur les marchés de dettes classiques (dont le rendement est nettement inférieur). Ils se sont lourdement trompés.

Le marché des CDO a donc fleuri...

Au-delà de toute espérance. L'appât du gain a créé une demande importante de la part des investisseurs, ce qui a, à son tour, encouragé la titrisation d'hypothèques de type NINJA. L'incitation à s'endetter, au cours de

cette période, a probablement frôlé les limites de l'honnêteté. Les particuliers n'étaient certainement pas toujours mis au courant des risques qu'il y avait à contracter de telles hypothèques, notamment celui de voir un jour remonter les taux hypothécaires, entraînant une hausse brutale de leurs traitements. Les banques, quant à elles, pensant avoir dilué les risques, ont relâché leur surveillance. A l'époque, tout le monde pensait que la valeur des actifs sous-jacents, autrement dit des biens immobiliers aux Etats-Unis, allait augmenter indéfiniment. Il faut dire que l'on était en pleine euphorie. Le hic, c'est que les titres comme les CDO se sont multipliés très rapidement et sont devenus de simples objets d'échange rapportant gros. Seulement, la solidité de ces produits dépendait de la capacité des emprunteurs à rembourser leurs dettes et, in fine, de la valeur de la maison hypothéquée. Quand les défauts de paiement ont commencé à apparaître en masse et que les maisons ont été saisies, ces titres sont devenus toxiques. Il était trop tard. Il y en avait partout.

La dilution du risque dans l'économie globale n'a donc pas fonctionné?

Curieusement, ce sont surtout les institutions financières, spéculant sur le fait que certains de ces produits financiers allaient générer des plus-values, qui les ont achetés. Du coup, au lieu de se diluer dans l'économie, les risques de crédit sont restés concentrés dans les milieux financiers. C'est pourquoi la crise des *subprime* a entraîné une profonde crise du système bancaire. Après quelques faillites retentissantes à Wall Street, la suspicion s'est installée. Les institutions n'ont plus voulu se prêter de l'argent et le marché a soudainement perdu toute liquidité. Tout le monde était méfiant, en attente. La liquidité d'un marché, c'est-à-dire la capacité à pouvoir réaliser rapidement et sans perte majeure une

transaction financière, est un des paramètres les plus difficiles à prévoir et à gérer. Il dépend notamment des réactions émotives des uns et des autres.

«L'incitation à s'endetter, au cours de cette période, a probablement frôlé les limites de l'honnêteté»

transaction financière, est un des paramètres les plus difficiles à prévoir et à gérer. Il dépend notamment des réactions émotives des uns et des autres.

Peut-on raisonnablement penser que la valeur d'un actif financier, quel qu'il soit, peut augmenter indéfiniment?

Non, bien sûr. Mais l'être humain, et donc le financier, a souvent la mémoire courte. La psychologie nous enseigne que l'on garde un souvenir plus marquant des événements récents. Si, dans le passé, les marchés financiers ont baissé durant quelques années avant de subir une hausse importante durant trois ans, ce n'est que ce dernier épisode qui reste en mémoire et qui servira de base au raisonnement, à l'anticipation et à l'action future du financier. Certes, l'histoire de l'économie nous démontre que les marchés subissent des corrections plus ou moins brutales lorsqu'ils s'emballent. Mais les leçons du passé peinent à passer les générations. ►

Va-t-on abandonner les produits structurés comme les CDO?

Non. Il faut admettre que la titrisation des dettes hypothécaires sous sa forme actuelle a été un échec. Cependant, le fait qu'une banque se déleste d'une partie des risques de crédit qu'elle encourt et qu'elle essaye de les répartir dans l'économie au sens large demeure positif. Cela permet aux agents financiers de courir moins de risques, de mieux se couvrir, d'offrir plus de crédits et ainsi d'accroître l'efficacité d'un marché financier.

Que faut-il faire pour que des crises comme celle d'aujourd'hui ne se répètent plus?

La demande sera grande de la part des régulateurs et des organes de supervision d'instaurer des mécanismes qui assurent une transparence des marchés et une meilleure diffusion de l'information. Les marchés de certains de ces produits structurés étaient en effet très opaques et destinés aux seuls spécialistes. Cela dit, on peut réglementer d'autres paramètres, comme le ratio d'endettement, c'est-à-dire la dette divisée par les fonds propres. Dans l'euphorie générale créée par la bulle des *subprime* et pour profiter des opportunités qui se sont présentées au cours de ces vingt dernières années, les banques ont fait exploser ce chiffre en s'endettant à des niveaux colossaux. Cela peut fonctionner dans une économie prospère. Mais pas lorsque celle-ci tourne au ralenti.

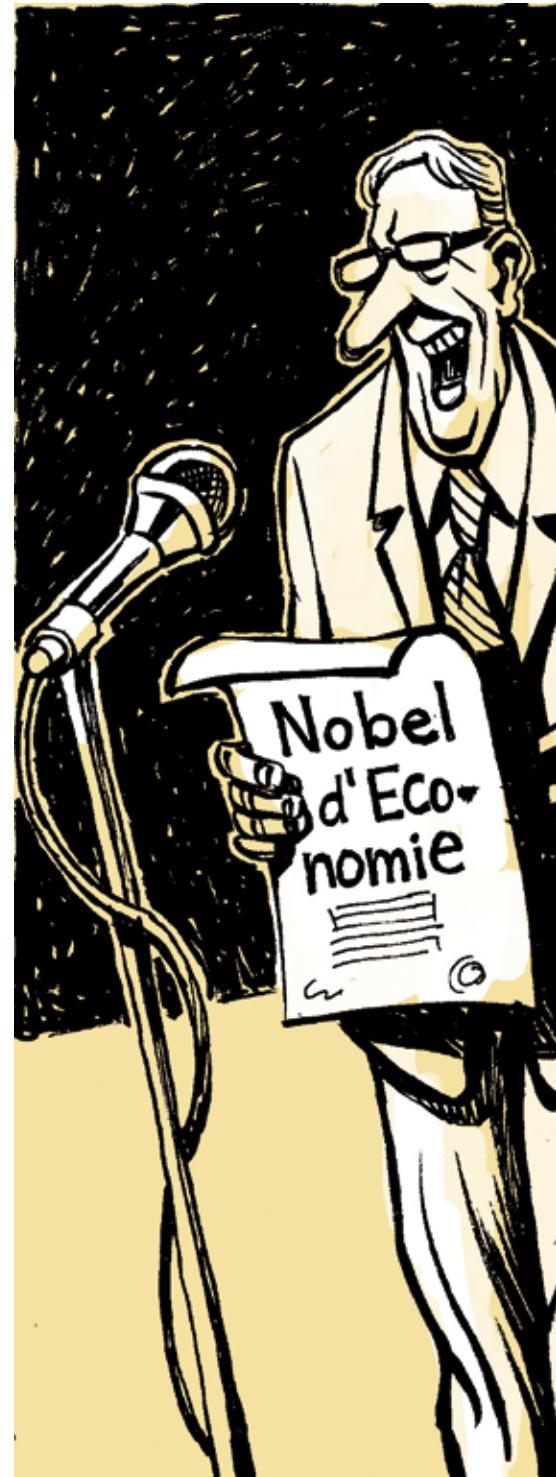
Par ailleurs, la vision du gain à court terme a favorisé la maximisation d'un indicateur de profit qu'on appelle le rendement sur les fonds propres. Il s'agit cette fois-ci du ratio entre le bénéfice net de l'entreprise et le niveau de ses fonds propres. Les analystes, quand ils veulent recommander l'achat d'un titre, se basent sur une valeur élevée de cet indicateur. Mises sous pression, les banques

«On ne devrait pas évaluer une entreprise sur ses seuls profits. Sa valeur devrait être pondérée par les risques qu'elle a accepté de prendre»

auront là encore tendance à s'endetter pour améliorer leurs performances. En effet, augmenter la dette entraîne une diminution des fonds propres et, par conséquent, une augmentation de ce ratio.

Et la rémunération des dirigeants?

Rémunérés en fonction de l'évolution du cours de l'action, les managers ont en effet intérêt à ce que celui-ci progresse sur le court terme. Vouloir un maximum de profit dans un minimum de temps est malheureusement humain. Comme les règles du jeu le permettent, une énorme pression s'exerce sur les entreprises. Ces dernières publient leurs résultats tous les trimestres et il n'est pas rare qu'elles «arrangent» leurs bénéfices pour qu'ils paraissent plus reluisants et poussent le cours de leurs actions à la hausse. Une



façon de remédier à cela est de lier les primes des chefs d'entreprise non pas au travail accompli sur un trimestre, mais sur plusieurs années. En gros, il faut retourner vers des principes de valorisation sur le long terme. Un autre point important est de modifier la manière dont on juge la performance d'une entreprise. On ne devrait pas l'évaluer sur ses seuls profits. La valeur de la firme doit aussi tenir compte des risques qu'elle a encourus et qui accompagnent ses performances. Ainsi les profits gigantesques de certaines sociétés



spécialisées dans la finance pourraient été sérieusement pondérés par les risques énormes qu'elles ont accepté de prendre. Mais ce genre de démarche exige de la transparence. Et il est difficile de quantifier tous les risques, surtout lorsqu'ils sont cachés dans des produits aussi sophistiqués que les CDO.

Qu'est-ce qui changera dans le monde de la finance?

Il y a toujours eu des tenants des deux bords: ceux qui croient que les marchés sont ef-

ficients et parviennent à s'autoréguler et ceux qui estiment au contraire qu'il faut les réglementer. Il est évident qu'en ce moment, les seconds auront davantage l'oreille des décideurs politiques que les premiers. Cela dit, le système financier, qui était en surcapacité, va probablement se contracter durant une période et l'on assistera à une remise en cause de certaines activités risquées comme celles pratiquées par les banques d'affaires. Ces dernières risquent de migrer dans des structures de type «boutique» qui ne sont

pas ou peu réglementées. Au bout d'un certain temps, il se peut que les banques rachètent ces structures génératrices de profit. Le paysage bancaire d'avant 2008 pourrait alors se reproduire tout en ayant évolué et, je l'espère, retenu les leçons de cette crise. ■

L'IMMOBILIER, COLOSSE AUX PIED

Souvent présentée comme une valeur refuge, la pierre n'est pas à l'abri des soubresauts de l'économie. Dans son dernier livre, Martin Hoesli propose quelques outils pour limiter les risques

Les actifs liés à l'immobilier concentrent un tiers de la richesse mondiale. D'où l'idée largement répandue selon laquelle quand le bâtiment va, tout va. Baromètre de la santé économique, le secteur de la construction est cependant un géant fragile. Loin d'être insensibles aux fluctuations du marché, les prix de l'immobilier peuvent en effet connaître de soudaines envolées et de brutales retombées. C'est ce qui s'est passé dans le cas des «subprime» américains, mais c'est également arrivé dans de nombreux pays au début des années 1990, avec des chutes de prix allant jusqu'à 50%. Souvent sous-estimée, cette relative volatilité n'est pas sans risques pour la conjoncture générale, de nombreuses études

ayant montré une relation directe entre le niveau du prix des logements et la consommation des ménages. Il existe toutefois des moyens de limiter les dégâts. Des méthodes scientifiques, souvent inspirées par le bon sens, auxquelles Martin Hoesli consacre une large place dans son dernier ouvrage*.

LIMITER L'ARBITRAIRE

Avant d'investir, et c'est vrai autant pour les acteurs institutionnels que pour les ménages, la première précaution consiste à évaluer correctement la valeur du bien concerné. La chose paraît aller de soi, mais dans les faits, l'opération est souvent complexe et elle a une part aléatoire. «Fixer le prix d'un bâtiment est un processus qui laisse une large place à l'arbitraire, car il n'y a pas de vérité absolue en la matière, confirme Martin Hoesli. D'où la

nécessité de disposer d'indicateurs fiables. Or, lorsque le marché devient euphorique, l'utilisation des méthodes d'estimation traditionnelles (approche par comparaison, méthode du coût déprécié, méthode par capitalisation, approche par actualisation des cash-flows futurs) débouche fréquemment sur des valeurs artificiellement élevées.»

Le recours à la méthode dite hédoniste, qui s'est répandue dans de nombreux pays dont la Suisse depuis quelques années, permet de réduire considérablement ce risque. Cette façon de procéder repose sur des modèles économétriques qui font correspondre un prix à chacune des caractéristiques contribuant à la valeur d'un bâtiment: surface, âge du

bâtiment, état d'entretien, situation, exposition au bruit... «La méthode hédoniste n'est pas une panacée, complète Martin Hoesli. Elle ne convient en effet ni aux locaux commerciaux ni aux constructions atypiques, comme les objets de luxe par exemple. En revanche, elle permet de réduire sensiblement la subjectivité de l'évaluation.»

SURVEILLER LES PRIX

Afin d'éviter l'apparition de bulles spéculatives, Martin Hoesli insiste également sur l'utilité d'indices immobiliers capables de restituer une image fidèle de l'évolution des prix sur le marché. «Sur le long terme, une situation dans laquelle les prix de l'immobilier augmentent beaucoup plus



S D'ARGILE

rapidement que les revenus des ménages n'est pas tenable, explique l'économiste. *Il faut surveiller de près cet écart pour éviter le genre de surprise que l'on a eu récemment aux Etats-Unis.»*

Depuis une quinzaine d'années, de nombreux développements sont apparus dans ce domaine, mais aussi en matière d'indicateurs concernant le marché de l'immobilier commercial. Au début des années 1990, seuls quelques pays anglo-saxons disposaient d'indicateurs fiables de l'évolution des prix et des performances de l'immobilier commercial. A l'heure actuelle, une vingtaine de pays, en Europe et dans le reste du monde, disposent de ce type de données qui leur sont fournies par des organismes indépendants.

«*Cette évolution est consécutive au krach immobilier du début des années 1990. La crise a généré parmi les établissements bancaires une forte demande d'indicateurs permettant une meilleure gestion des risques et une plus grande transparence des marchés», poursuit Martin Hoesli.*

En matière de contrôle des prix, l'Etat a également sa carte à jouer. C'est à lui qu'il revient de veiller à ce que les banques fassent correctement leur travail. Mais il peut aussi intervenir sur la fixation des taux d'intérêt et il a un rôle de premier plan dans le domaine de l'aménagement du territoire. Une des spécificités de l'immobilier tient en effet à l'existence d'un décalage entre l'offre et la demande, ne serait-ce que par le temps que demande la réalisation d'un bâtiment. Réduire ce délai par des décisions politiques permet d'éviter que les prix ne s'emballent.

MARTIN HOESLI,
professeur de gestion financière de l'immobilier à la Section des hautes études commerciales, Faculté des sciences économiques et sociales

«*Tout le monde a mordu à l'hameçon et lorsque le marché s'est emballé personne n'a réagi, comme si une sorte de myopie collective s'était installée»*

les moyens de se protéger en diversifiant leur portefeuille, mais ce n'est en général pas le cas des ménages, pour qui l'acquisition d'un logement est l'acte de toute une vie. Il est donc crucial pour eux d'analyser correctement la qualité de la construction, les évolutions potentielles de l'environnement du bien, l'évolution possible de la région, mais aussi l'ampleur du risque financier encouru.

C'est précisément ce qui a fait défaut aux Etats-Unis où l'on a vu quantité de gens investir dans l'immobilier sans posséder la moindre fortune. Les dettes qui en ont découlé ont été transformées en produits financiers, qui ont fait l'objet d'une véritable ruée. «*Ces produits étaient soi disant peu risqués et susceptibles d'apporter d'importantes rémunérations, explique le chercheur. Tout le monde a mordu à l'hameçon et lorsque le marché s'est emballé personne n'a réagi, comme si une sorte de myopie collective s'était installée. Résultat: plus personne n'a pris en compte les risques encourus. Ne voyant plus que les années de hausse des prix, la plupart des acteurs ont continué à investir sans anticiper le moment où le marché s'écroulerait. Le drame c'est qu'une partie des gens qui ont perdu leur logement n'auraient pas dû être*

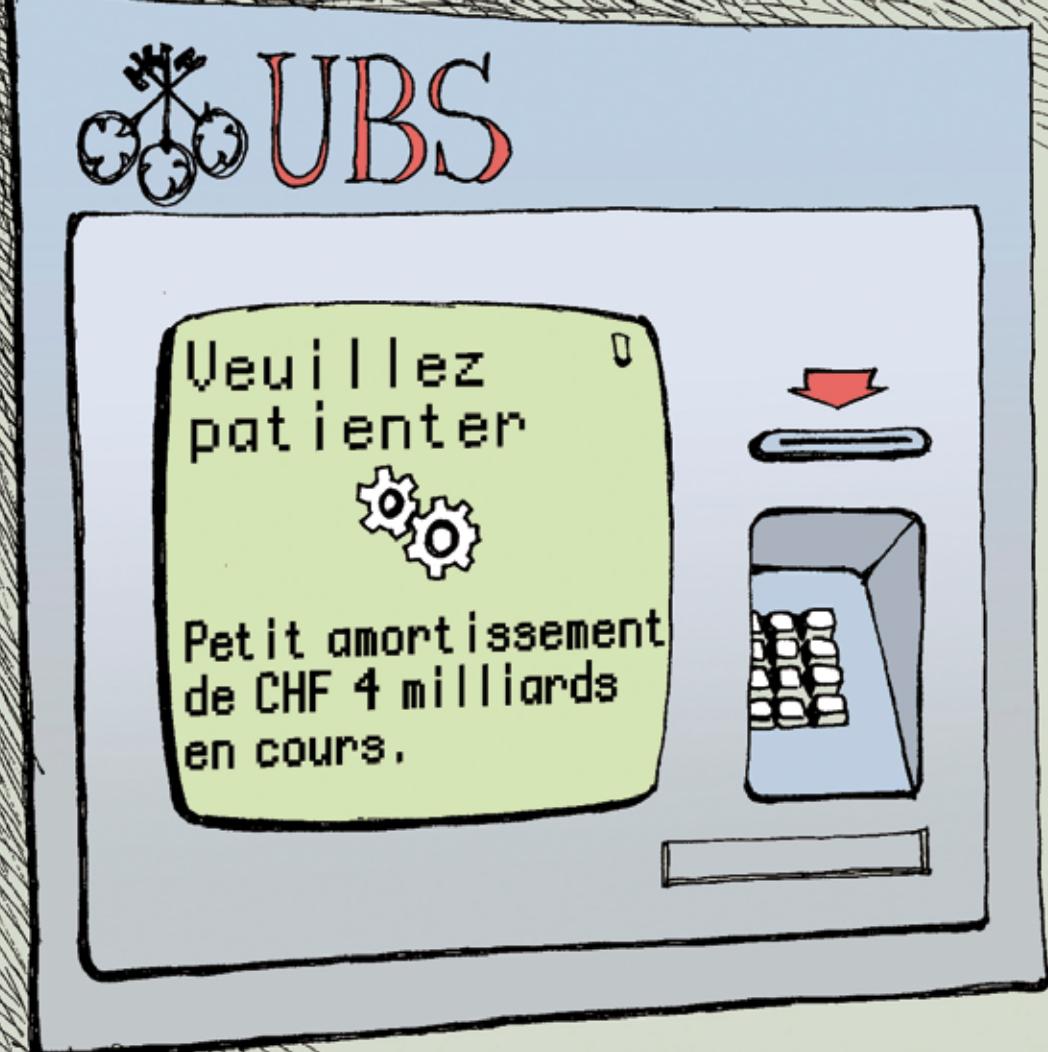
autorisés à entrer dans le jeu car ils n'en avaient pas les moyens. C'est d'autant plus vrai que ces emprunts étaient à taux variable. Après deux ou trois ans, lorsque les intérêts ont brusquement augmenté, les gens n'ont pas pu faire face et tout s'est effondré comme un château de cartes.»

ÉVITER LES BULLES

Selon Martin Hoesli, la Suisse est actuellement peu exposée à ce genre d'effet domino. Contrairement aux Etats-Unis, où les banques ont accordé des prêts sans garanties (alors que la règle était d'exiger au moins 5% de fonds propres), les critères nationaux permettant d'accéder au crédit sont en effet restés relativement stricts: les institutions bancaires ont continué à exiger que leurs débiteurs apportent 20% de fonds propres sans que les charges liées à l'emprunt dépassent le tiers du revenu. Elles ont ainsi évité la création de bulles immobilières, ce qui n'est pas le cas de pays comme la France, l'Espagne ou la Grande-Bretagne. Le hic, comme le démontrent les difficultés traversées par UBS, c'est qu'elles n'ont pas toujours fait preuve de la même prudence sur les marchés étrangers.

Le dernier point développé par Martin Hoesli dans son ouvrage concerne le rôle de l'investissement immobilier dans un portefeuille. Selon l'auteur, les acteurs institutionnels investissent moins dans ce domaine que ce que suggèrent les études empiriques sur le sujet. Cette frilosité s'explique en partie par une connaissance imparfaite des spécificités de ce secteur. Elle tient également à la rareté des opportunités de placement, ainsi qu'aux difficultés liées à la mise en place d'une stratégie d'investissement internationale. «*Un des rares points positifs de la crise actuelle est la prise de conscience de la nécessité d'agir sur un plan qui dépasse les frontières nationales, conclut Martin Hoesli. Aujourd'hui, un nombre croissant d'observateurs insiste sur le besoin d'une réglementation collective.»*

* «*Investissement immobilier. Décision et gestion du risque*», par Martin Hoesli, éd Economia, 225 p.



UBS: UN SAUVETAGE À LA MANIÈRE SUISSE

Les mesures prises pour relever la plus grande banque privée du pays allient courage et esprit d'innovation, selon le professeur Luc Thévenoz. Elles traduisent par ailleurs un profond changement de mentalité qui devrait notamment se traduire par une surveillance plus étroite du secteur financier



Le 16 octobre dernier, le Conseil fédéral, la Banque nationale suisse (BNS) et la Commission fédérale des banques rompaient trois semaines de silence pour voler au secours de la plus grande banque privée du pays. Ce plan de sauvetage historique annoncé au cours d'une opération médiatique savamment minutée repose sur deux grands axes. D'une part, une recapitalisation d'UBS par la Confédération à hauteur de 6 milliards de francs au moyen d'un emprunt obligatoirement convertible. D'autre part, la création d'un fonds de délestage principalement financé par la BNS à hauteur de 54 milliards de dollars et destiné à absorber les actifs toxiques accumulés par l'UBS. Dans l'esprit des autorités helvétiques, cette double intervention vise à donner un nouveau souffle à UBS, et au système finan-

cier suisse dans son ensemble, en espérant que cela suffise à traverser la crise. Selon le professeur Luc Thévenoz, elle devrait également se traduire par un profond changement de mentalité en matière de contrôle du secteur financier ou de politiques de rémunérations. Explications.

Impensable il y a quelques mois encore, l'intervention de la Confédération apparaît aujourd'hui pour beaucoup comme un moindre mal, même si elle a suscité la grogne d'une partie de l'opinion qui y a vu une façon de faire payer au contribuable les erreurs commises par des dirigeants aux revenus astronomiques. Agir était de toutes les façons indispensable, selon Luc Thévenoz: «*La place financière suisse se trouve dans une situation à la fois insolite et fragile: deux établissements dont la santé dépend presque exclusivement de leurs activités internationales, Credit Suisse et UBS, détiennent (en chiffres très ronds) la moitié du marché bancaire domestique. Le public et l'économie suisses sont donc exposés, plus que dans aucun autre pays industrialisé, aux aléas des marchés financiers mondiaux.*»

UNE SOLUTION ORIGINALE

A ce problème spécifique, la Confédération a choisi de répondre avec des moyens qui le sont tout autant. Alors que la plupart des pays de l'Union européenne (France et Allemagne en tête) ont mis l'accent sur le relèvement de la protection des dépôts du public, la recapitalisation des banques les plus sévèrement touchées et la garantie des refinancements à court et moyen terme de ces banques, le Conseil fédéral combine recapitalisation et fonds de délestage, renonce (pour le moment) à garantir les refinancements et propose ►

Secret bancaire: le prix de l'égoïsme

La faillite de la finance mondiale aura-t-elle raison du secret bancaire? Depuis l'éclatement de la crise, de nombreuses voix s'élèvent en effet à l'étranger pour réclamer la suppression de cette spécificité nationale. La Suisse ne semble cependant pas prête à lâcher son os quitte à devoir payer un jour le prix de son obstination.

«Ce nouvel assaut contre le manque de transparence du système bancaire suisse n'est pas directement lié à la crise actuelle, explique Luc Thévenoz. C'est un sujet qui réapparaît de manière récurrente depuis les années 1930 au moins.» Régulièrement mises sous pression, les autorités suisses se sont jusqu'ici efforcées de gagner du temps. L'idée étant de lâcher du lest le plus tard possible afin de maintenir autant que faire se peut notre avantage comparatif par rapport aux autres nations. Une stratégie qui doit permettre de développer d'autres atouts compétitifs afin de rendre la transition moins brutale le jour où celle-ci deviendra inévitable. «Aujourd'hui, l'attrait de la gestion de fortune en Suisse repose encore trop largement sur le secret bancaire, poursuit le juriste. Mais dans un futur pas si lointain, ce ne pourra plus être le cas, du moins dans nos relations avec les Etats-Unis et avec l'Union européenne. Le danger dans la gestion de cette transition, c'est que nous nous trouvons assez isolés dans la défense de notre position. Comme on l'a vu pendant l'épisode des fonds en déshérence de la période nazie, il n'y a pas grand monde pour voler au secours d'un petit pays qui, aujourd'hui encore, a l'image de tirer profit de sa situation favorable sans accepter de participer pleinement à la solidarité internationale.»

Credit Suisse limite la casse

A l'heure où la Confédération présentait les mesures arrêtées pour soutenir UBS, Credit Suisse, deuxième plus grande banque du pays, annonçait une recapitalisation à hauteur de 10 milliards de francs uniquement grâce à des fonds privés internationaux. Mieux: la banque se mettait ainsi au diapason des exigences que l'autorité de surveillance suisse compte instaurer à l'horizon 2013.

Le tour de force destiné à rassurer les investisseurs contraste fortement avec la situation de sa consœur. Il s'explique par une série de facteurs qui tiennent aux différents choix opérés par les deux géants de la finance helvétique au cours des dernières années.

En premier lieu, il faut rappeler qu'à la veille de la crise, les deux entreprises n'arborraient pas tout à fait le même passif. Alors qu'UBS avait déjà subi deux recapitalisations importantes, Credit Suisse n'en avait pas eu besoin jusqu'à et paraissait dans une situation moins précaire.

Deuxième élément important: alors qu'UBS a mis très longtemps à s'apercevoir qu'elle avait acquis une énorme quantité d'actifs toxiques, le Crédit suisse a repéré le problème beaucoup plus rapidement, ce qui lui a permis de se délester à temps et donc de limiter considérablement les pertes.

Cette différence d'appréciation n'est pas le fruit du hasard. Elle reflète deux stratégies de développement assez éloignées. Accusant un certain retard dans le domaine de la banque d'investissement, l'UBS s'est en effet lancée dans ce secteur à marche forcée. Débloquant des moyens considérables, la banque s'est fixé des objectifs très ambitieux. Pour parvenir à les réaliser rapidement, elle a accepté une prise de risques qui paraît aujourd'hui exagérée. Cela n'a pas été le cas à Credit Suisse, qui disposait d'une position mieux reconnue dans la banque d'investissement et qui n'a donc pas été contrainte à de tels excès.

«Ce phénomène a sans doute été accentué par le fait que Credit Suisse est depuis longtemps dirigé par des spécialistes de la banque d'investissement, explique Luc Thévenoz. UBS en revanche a eu à sa tête des banquiers suisses plus versés dans la gestion de fortune et donc moins à même de surveiller le développement et les risques de la banque d'investissement, à Londres et surtout à New York.»

au parlement d'augmenter la garantie des dépôts sans prétendre qu'il s'agit d'une mesure de gestion de la crise financière.

La recapitalisation d'UBS se distingue aussi par la méthode employée. Le gouvernement suisse ne devient pas immédiatement actionnaire d'UBS: il ne le deviendra que dans trente mois, lors de la conversion obligatoire de son prêt, et espère bien entre-temps avoir réussi à revendre cette créance à des investisseurs privés si le marché revient à une certaine normalité.

«La Suisse a sans doute profité de ce qui s'est passé à l'étranger, commente Luc Thévenoz. En agissant avec un petit temps de retard, elle a pu tirer un certain nombre de leçons des plans annoncés par d'autres gouvernements et pas toujours bien accueillis. Il est encore trop tôt pour savoir dans quelle mesure l'opération réussira, mais les autorités responsables ont fait des choix innovants et courageux qui semblent être à même de redonner un peu de stabilité au système financier.»

LIMITER LA PRISE DE RISQUE

Sans devenir actionnaire d'UBS, du moins pour l'instant, la Confédération s'est par ailleurs réservé un droit de regard sur l'élément sans doute le plus symbolique de cette crise: les rémunérations. Très sensible aux yeux de l'opinion, scandalisée par les salaires de certains dirigeants responsables de pertes, la question n'est pas simple à régler. Fixer un plafond paraît illusoire faute de critères pertinents. Il s'agirait donc plutôt de fixer de nouvelles règles sur la structure des rémunérations. «Le système actuel allie un salaire de base relativement bas à des primes liées aux performances, explique Luc Thévenoz. En cas de profit, les collaborateurs bénéficient de bonus très considérables. En cas de pertes, ces bonus sont réduits, supprimés dans le pire des cas, mais le salaire de base est maintenu. Mal conçu, ce mode de fonctionnement amène les collaborateurs à maximiser les gains à court terme, en acceptant la possibilité de pertes financières à plus long terme, voire de perte d'emploi. C'est un système qui encourage la prise de risques et qui n'est pas vraiment

compatible avec l'idée d'une économie durable. Pour changer cela, on doit imaginer un système de bonus qui ne soit plus basé sur la performance mesurée chaque année, mais sur la valeur ajoutée à moyen terme.»

UN MÉTIER CHAMBOULÉ

Quant à la possibilité que certains dirigeants qui n'auraient pas jugé bon de prendre les devants se voient contraints de restituer des gains qui, aux yeux de beaucoup, ne sont plus légitimes, la marge de manœuvre existe. Le code des obligations prévoit en effet la possibilité de réclamer en justice le remboursement de prestations fournies aux dirigeants pour autant qu'elles soient «en disproportion évidente avec leur contre-prestation et la situation économique de la société». «Ces dispositions n'ont encore jamais été utilisées devant un tribunal, complète Luc Thévenoz. C'est l'occasion idéale pour les tester si les personnes concernées ne jugent pas nécessaire de prendre les devants.»

La question des bonus n'est pas le seul domaine dans lequel la crise aura fait bouger les lignes. A terme, c'est en effet la façon même de pratiquer les métiers de la finance qui devrait se trouver chamboulée. «Jusqu'en 2007, dans le monde de la finance, le mot d'ordre était la confiance dans les mécanismes du marché, explique Luc Thévenoz. En Suisse, la culture politique et les pratiques de surveillance avaient évolué dans le sens d'une confiance excessive dans l'autorégulation, sous le regard plutôt bienveillant de la Commission fédérale des banques. Aujourd'hui, on voit émerger une forte demande de reprise en main sur un certain nombre de sujets. C'est évident pour le relèvement des fonds propres ou le ratio d'endettement, mais ça l'est aussi dans des domaines plus complexes où l'on sent que les pratiques financières sont devenues trop laxistes.»

LE SPECTRE DE LA «GRANDE DÉPRESSION» S'ÉLOIGNE

Malgré les apparences, il y a davantage de différences que de similitudes entre le krach de 1929 et celui de 2008. La perspective d'un nouveau scénario catastrophe semble donc peu probable aux yeux des spécialistes de l'économie

L'apparition de nouveaux produits financiers, une spéculation excessive, des niveaux d'emprunts record, les Bourses qui s'effondrent comme dans un jeu de domino: les similitudes qui existent entre le krach boursier d'octobre 1929 et la crise issue des *subprime* ont fait redouter à beaucoup un nouveau scénario catastrophe, avec des années de profonde récession, la perte de millions d'emplois, la dégradation du climat politique, etc. Selon la plupart des analystes, cette hypothèse est cependant peu probable tant il est vrai que le contexte a changé. Un avis que partagent Youssef Cassis et Patrick Verley.

«La Grande Dépression a eu des conséquences réellement catastrophiques pour le monde entier, commente Youssef Cassis. Aux Etats-Unis ou en Allemagne, le chômage a grimpé jusqu'à 30 ou 40%. La crise a jeté des millions de gens à la rue, mais elle a aussi largement contribué à la montée du nazisme et au déclenchement de la Seconde Guerre mondiale. Au final, il aura fallu près de trente ans pour sortir du chaos.»

UN SYSTÈME GLOBALEMENT INSTABLE

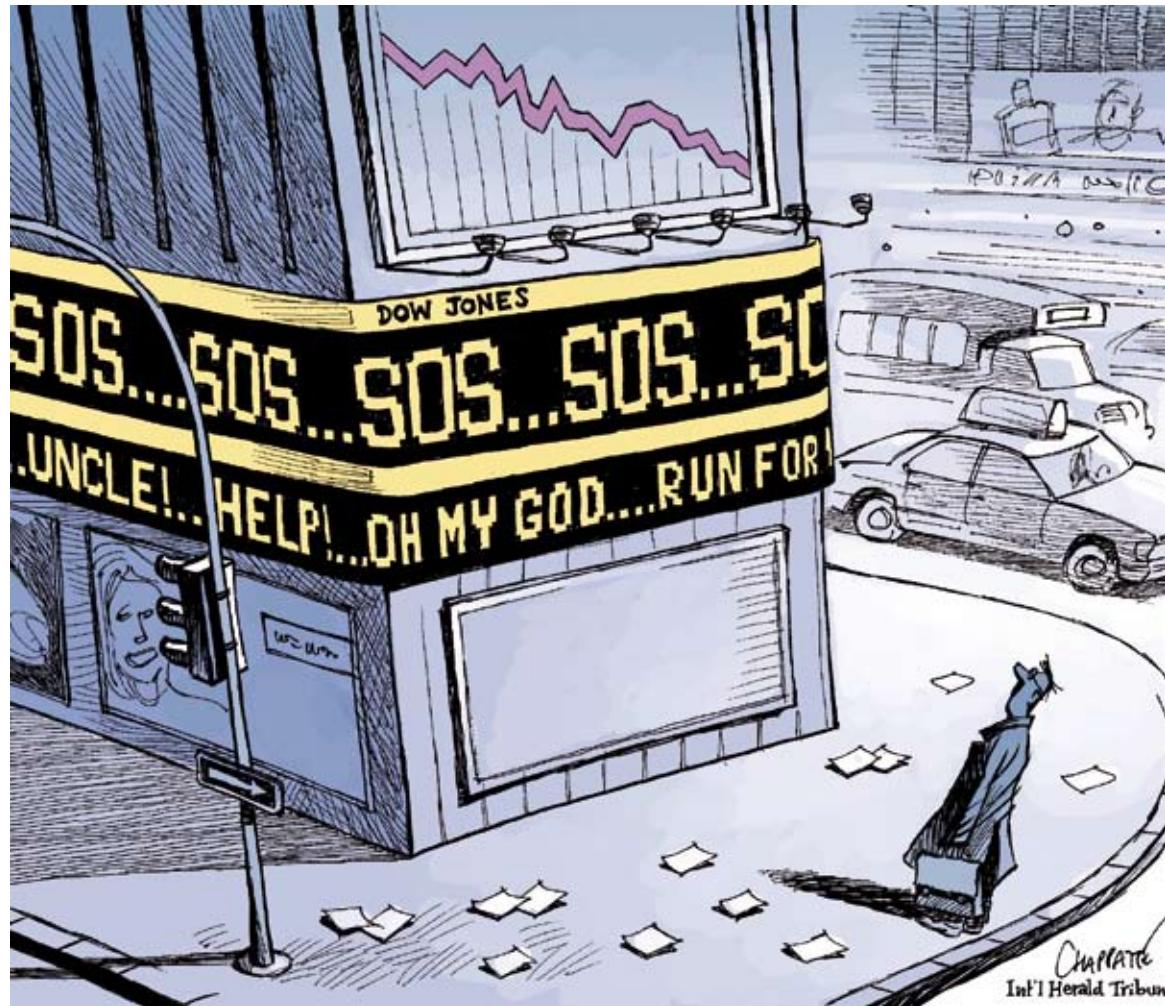
L'ampleur du choc causé par le jeudi noir d'octobre 1929 doit beaucoup aux ravages causés par la Première Guerre mondiale. Outre les 9 millions de soldats tombés dans les tranchées, la Grande Guerre a en effet provoqué de graves séquelles économiques. Pour faire

face aux lourds déficits auxquels ils sont confrontés, les Etats appliquent des méthodes diverses: l'emprunt public, l'augmentation des impôts directs, l'augmentation de la circulation monétaire. Mais rien ne parvient à juguler une inflation devenue endémique.

«Avant 1914, les choses fonctionnaient tant bien que mal parce que les économies étaient relativement stables les unes par rapport aux autres,

explique Patrick Verley. *On pensait que le fait que les monnaies nationales soient garanties sur l'or constituait une précaution suffisante. La Première Guerre mondiale a complètement bousculé ces équilibres et le système est devenu globalement instable malgré un retour à l'étalon-or.»*

Deux facteurs accentuent cette vulnérabilité: le fait qu'il existe alors plusieurs places financières concurrentes entre lesquelles ►



les capitaux peuvent bouger (New York, Londres, Paris, Berlin, Amsterdam) et l'absence quasi totale de réglementation.

A la veille des années 1930, l'économie est en effet beaucoup moins organisée qu'elle ne l'est aujourd'hui. Créée en 1913, la ban-

que centrale américaine ne dispose pas de moyens suffisants pour assurer un refinancement en cas de coup dur majeur. En France, il faut attendre 1940 pour que la loi définisse ce qu'est une banque. En Suisse, le métier de banquier n'est pas codifié jusqu'en 1934.

La donne politique est, elle aussi, très différente de celle qui prévaut aujourd'hui. La montée des extrémismes, à gauche comme à droite, et la question des réparations dues par l'Allemagne empoisonnent le climat dans des proportions sans commune mesure avec l'impact actuel de la lutte contre le terrorisme international. Dans les années 1930, l'heure est à la priorité nationale et non à la globalisation des marchés. Plutôt que d'injecter des liquidités dans le système, comme c'est le cas aujourd'hui, la plupart des Etats adoptent une politique déflationniste qui va contribuer à aggraver la situation.

**YOUSSEF
CASSIS et
PATRICK
VERLEY,**
professeurs
au Département
d'histoire
économique,
Faculté des
sciences éco-
nomiques
et sociales

«Les mécanismes que nous voyons à l'œuvre aujourd'hui sont propres au monde de la finance»

«Ce qui distingue également ces deux moments historiques de façon essentielle, c'est l'autonomisation de la crise financière actuelle, dont les liens avec l'économie réelle sont beaucoup moins forts qu'ils ne l'étaient en 1929», ajoute Patrick Verley. Les mécanismes que nous voyons à l'œuvre aujourd'hui sont propres au monde de la finance. Ils reposent en grande partie sur une pratique ap-

parue suite à la crise de 1987: la titrisation d'hyphothèques.»

La titrisation n'est pas un instrument complètement neuf. Cette technique, qui consiste à transférer à des investisseurs des créances (par exemple des factures émises non soldées, ou des prêts en cours), en les transformant en titres financiers émis sur le marché des capitaux, a notamment permis de résorber une partie de la dette de certains Etats latino-américains à la fin des années 1980. Elle a été pensée pour éviter les accidents en diluant les risques. «Ce qui a changé ces dernières années, c'est l'apparition progressive sur le marché des produits financiers neufs, extrêmement compliqués, élaborés par des mathématiciens et que beaucoup de banquiers ordinaires ne comprenaient que dans les grandes lignes», explique Youssef Cassis. Dans le cas des «subprime», la valeur de ces titres n'a pas été évaluée correctement, les banques ont pris d'énormes risques en jouant l'effet de levier de façon irresponsable. Elles se sont endettées à un niveau incroyable, ce qui a nécessité leur recapitalisation. De grosses erreurs ont certes été commises. On peut s'attendre à une flambée du chômage comparable à celle des années 1980 et à une période de récession. Mais il me semble tout de même que l'économie est globalement beaucoup plus saine aujourd'hui qu'elle ne l'était à la veille de la Grande Dépression.» ■

De krach en crise

De la tulipomanie, qui frappa les Pays-Bas au milieu du XVII^e siècle à la récente crise des *subprime*, l'histoire de l'économie est marquée par de régulières convulsions. Des chocs dont la nature et l'ampleur sont très divers. Bref survol historique.

1637: La première bulle spéculative de l'histoire moderne est causée par la hausse vertigineuse du prix de certaines variétés de bulbes de tulipe sur le marché hollandais, qui passe de 1000 florins en 1625 à 5500 en

1637, soit la valeur de deux maisons. L'effondrement soudain des cours ruine de nombreux spéculateurs.

1720: En Angleterre, l'augmentation rapide du cours de l'action de la Compagnie des mers du sud entraîne une frénésie spéculative avant que la tendance ne se renverse brutalement. La crise entraîne de nombreuses faillites et se propage aux banques. Elle entraîne la dissolution du parlement. Isaac Newton, qui a perdu 20 000 livres

dans l'aventure, déclare: «Je peux prévoir le mouvement des corps célestes, mais pas la folie des gens.» En France, les actions de la Banque royale, créée en 1718 par le financier écossais John Law, montent en flèche jusqu'à ce que le public exige leur remboursement en or et en argent. Les actionnaires de la banque perdent tous leurs investissements. Law prend la fuite.

1873: Le 9 mai, la Bourse de Vienne s'effondre provoquant la faillite de plusieurs banques locales endettées par des emprunts hypothécaires. L'Allemagne et les Etats-Unis sont rapidement touchés. C'est le dé-

but d'une période de récession qui durera jusqu'en 1896. Le terme de «krach» apparaît pour la première fois à cette occasion.

1845: La bulle spéculative créée par le développement des chemins de fer en Angleterre éclate. Le secteur, qui concentrat des actions dont la valeur était supérieure au PIB du pays, s'écroule. En deux ans, les actions chutent de 85%.

1882: La faillite de l'Union générale, une banque catholique française, ébranle les Bourses de Lyon et de Paris. Elle provoque une crise durable dans le secteur de la métallurgie.

UNE CAPITALE CHASSE L'AUTRE

Les villes qui peuvent se vanter d'avoir exercé une influence sur la marche internationale des affaires se comptent sur le bout des doigts. C'est l'histoire de ces «capitales du capital» que retrace Youssef Cassis dans un ouvrage qui constitue la première étude historique d'ensemble sur le sujet



Youssef Cassis

effet une féroce concurrence afin de figurer dans le peloton de tête des places financières internationales. C'est l'histoire de ces «capitales du capital» que retrace Youssef Cassis dans un ouvrage qui constitue la première étude historique d'ensemble sur le sujet.

Rares sont les cités qui peuvent se vanter d'avoir exercé une influence sur la marche internationale des affaires. En Europe, elles se comptent sur le bout des doigts: Londres, tout d'abord, mais aussi Paris, Amsterdam, Berlin et Francfort, puis, dans une moindre mesure Zurich, Genève, Bruxelles ou Luxembourg.

À New York que se prend aujourd'hui le pouls de l'économie mondiale. Et lorsque Wall Street tousse, c'est toute la planète qui s'enrhume. Mais il n'en a pas toujours été ainsi. Depuis le début de l'ère industrielle, un petit club de villes se livrent en

A l'échelle de la planète, il faut y ajouter Tokyo, Hongkong, Singapour et naturellement New York.

Au sein de ce club très fermé, rien n'est définitivement acquis et la hiérarchie est en mouvement constant. Comme le démontre Youssef Cassis, l'essor d'une place financière majeure est intimement lié à la puissance économique du pays qui l'abrite. Pour s'imposer durablement, elle doit pouvoir s'appuyer sur un environnement économique, social et politique stable. Elle doit également être en mesure d'intégrer des énergies nouvelles afin de renouveler ses capacités d'innovation. Et cette conquête prend du temps. Ainsi, l'Angleterre a déjà dépassé la Hollande lorsque Londres supplante Amsterdam comme centre financier mondial au tournant du XIX^e siècle. De même, les Etats-Unis devancent déjà largement la Grande-Bretagne quand New York dépasse la City au début des années 1920.

A l'inverse, le déclin peut être abrupt. Comme le relève Youssef Cassis, il est souvent causé par une guerre, qu'elle soit gagnée ou perdue. C'est le cas pour Amsterdam à la fin

du XVIII^e siècle, pour Paris après la défaite de 1870, la guerre de 1914 et la débâcle de 1940. C'est également vrai pour Berlin en 1945 et pour la City, qui sort affaiblie de la Première Guerre mondiale et dont le recul paraîtra irréversible à partir de 1945.

Dans ce paysage, la Suisse fait figure d'exception. Figurant dans le trio de tête des places financières les plus importantes au monde entre 1950 et 1990, le pays était en effet loin de pouvoir se reposer sur une économie justifiant un tel rang. Une position que Youssef Cassis explique par des circonstances exceptionnelles liées à la neutralité, à l'afflux de capitaux, au rôle de monnaie refuge joué par le franc suisse, ainsi qu'à la faible activité internationale dont ont fait preuve les autres places financières d'Europe continentale – Paris et Francfort en particulier – jusqu'au début des années 1980. ■

«LES CAPITALES DU CAPITAL. HISTOIRE DES PLACES FINANCIÈRES INTERNATIONALES 1780-2005»,
par Youssef Cassis, éd Champion classiques, 453 p.

1929: Le jeudi 24 octobre, à New York, l'indice Dow Jones perd plus de 22% en début de séance avant de se rétablir en fin de journée. Le lundi 28 octobre, il replonge de 13% et perd encore 12% le lendemain entraînant l'effondrement de la Bourse. Plus de 700 banques américaines sont en faillite. La perte est estimée à 30 milliards de dollars, soit dix fois le budget de l'Etat fédéral américain. C'est le début de la Grande Dépression, généralement considérée comme la plus grande crise économique du XX^e siècle. Il faudra attendre 1954 pour que la Bourse américaine retrouve son niveau d'avant 1929.

1987: Le 19 octobre, le Dow Jones perd 22,6% en une journée, ce qui représente la plus importante baisse jamais enregistrée en un jour sur un marché d'actions. Dans la foulée, les autres places boursières chutent également. Il s'agit du premier krach de l'ère informatique.

1997: La perte de confiance dans les monnaies des pays émergents asiatiques conduit à l'insolvabilité de nombreuses banques. L'activité économique s'effondre et les Bourses plongent. Les effets sur l'économie mondiale restent cependant relativement limités.

1998: Alors que la Russie connaît un taux d'inflation annuel de 84%, le rouble perd 60% de sa valeur en onze jours. Détenant une part massive des bons du Trésor émis par le gouvernement russe (GKO), LTCM, qui est alors le fonds d'investissement le plus prestigieux des Etats-Unis se retrouve au bord de la faillite. La banque centrale américaine injecte 3,6 milliards de dollars pour sauver le fleuron de Wall Street.

2000: La bulle spéculative autour des valeurs boursières liées à Internet et aux nouvelles technologies se dégonfle. Après avoir atteint des

valeurs record en mars, l'indice Nasdaq recule de 27 % durant les deux premières semaines d'avril et de près de 40% sur un an. Les marchés liés à la «nouvelle économie» sont frappés de plein fouet.

2008: La crise des subprime se propage aux marchés financiers américains et mondiaux. Au cours des neuf premiers mois de l'année, les principaux indices boursiers perdent plus de 30%. La crise s'aggrave début octobre avec des chutes approchant 10% sur de nombreux marchés mondiaux le lundi 6 octobre et le vendredi 10 octobre.

«NOUS AVONS BESOIN D'UN NOUVEAU MODÈLE ÉCONOMIQUE»

Joseph Stiglitz, Prix Nobel d'économie 2001, était l'invité de l'Université dans le cadre de la cérémonie de remise des prix de la fondation Latsis. Il estime que la guerre en Irak est l'une des causes majeures de la crise financière. Entretien



GREGORY VETCHMENOV/LE DAUPHINE LIBÈRE

Joseph Stiglitz

Campus: Dans votre dernier ouvrage*, vous démontrez que la guerre menée par les Etats-Unis en Irak a largement contribué à la crise financière. Comment?

Joseph Stiglitz: Le lien est double. Un des objectifs de cette guerre était de faire main

basse sur le pétrole irakien. Or, le prix du brut a été multiplié par six depuis le déclenchement des hostilités. Les Etats-Unis ont donc consacré des ressources importantes à l'achat de pétrole dans les pays exportateurs et cet argent n'a pas pu être investi dans l'économie nationale. Ce conflit, dont le coût dépasse déjà celui de douze ans de guerre au Vietnam, a par ailleurs été financé non par l'impôt, mais par le crédit. Afin de financer les déficits et d'encourager la consommation, la banque centrale américaine (Fed) a maintenu des taux d'intérêt très bas, ce qui a favorisé des prises de risques importantes de la part des ménages. Ces mesures ont eu un impact positif à court terme, en favorisant la création d'une bulle immobilière, mais elles ont aussi fait chuter l'épargne des particuliers et de l'Etat à zéro. Si bien que lorsque la crise des «subprime» a éclaté, celui-ci n'avait plus les moyens de faire face.

Comment jugez-vous le plan de sauvetage adopté par les Etats-Unis?

Le plan adopté par le Parlement en octobre dernier est bien meilleur que la version proposée initialement par Henry Paulson, un texte de trois pages qui lui donnait l'autorité pour dépenser 700 milliards de dollars, sans supervi-

sion ni contrôle critique. Cela étant, cela reste un exemple incroyable de mauvaise gouvernance. Ce plan est l'illustration parfaite de ce qu'il ne faut pas faire. Si n'importe quel autre pays avait proposé ce genre de mesure, les Etats-Unis auraient crié à la corruption et dénoncé un manque criant de transparence. Sur le fond, cette mesure équivaut à transfuser un malade souffrant d'une hémorragie interne afin de le maintenir en vie, mais sans s'occuper de la raison qui provoque ce saignement. Le problème des expulsions des propriétaires, celui de la faible conjoncture ou encore de la recapitalisation des banques ne sont pas traités. Qui plus est, ce plan implique l'achat de titres toxiques à des prix que nous ne savons pas comment fixer. Il contient en revanche un aspect positif, qui

reste à préciser: Wall Street devra payer la note que règle aujourd'hui le contribuable.

Quelle devrait être la priorité de Washington?

Il y a trois choses qui devraient être faites très rapidement. Premièrement, nous avons besoin d'un stimulus pour relancer l'économie, augmenter l'emploi et les investissements. En second lieu, il faut s'occuper des saisies, qui sont la racine du problème. Trois millions d'Américains ont perdu leur logement l'an dernier et 2 millions vont connaître le même sort l'an prochain. La priorité, c'est donc d'aider les Américains à rester chez eux. Pour cela, il faut des réformes dans le domaine des faillites, et un nouveau programme d'emprunt. Enfin, il faut recapitaliser le système bancaire, car les mauvais choix qui ont été faits en achetant des avoirs toxiques ont un coût. Mais il faut le faire en trouvant le moyen de protéger les citoyens américains et dans la transparence.

Quelles seront les conséquences de la crise actuelle sur les pays développés, qui semblent pour l'heure les plus durement touchés?

Il y a une dizaine d'années, lorsque l'Asie du Sud-Est a été confrontée à une grave crise économique, les Etats-Unis se sont beaucoup plaints du manque de transparence de ces marchés, tout en exhortant ces pays à suivre leur exemple. De façon assez ironique, nous nous apercevons aujourd'hui que les marchés financiers américains sont devenus tellement opaques que personne ne connaît exactement l'ampleur réelle des problèmes. Dans ces conditions, il n'y aura sans doute plus grand monde pour adopter le modèle d'un capitalisme à l'américaine. C'est un sérieux coup d'arrêt pour les théories ul-

«Les marchés financiers américains sont devenus tellement opaques que personne ne connaît exactement l'ampleur réelle des problèmes»



tralibérales. L'ensemble des pays développés risque par ailleurs d'être durement touché par la difficulté à obtenir des prêts compte tenu de la nervosité des marchés et d'une tendance à limiter les prises de risques.

Cette crise marque-t-elle un tournant majeur pour l'économie mondiale?

Elle démontre de manière dramatique la faillite des institutions financières et du système de régulation américain dans le secteur public comme dans le secteur privé. Mais cette crise n'est qu'un marqueur. Les changements ont commencé avant. Entre 2001 et 2008, la dette américaine est passée de 5600 à 9000 milliards de dollars. Dans le même temps, la Chine est parvenue à épargner près de 50% de son produit intérieur brut, ce qui lui permet de disposer d'un énorme capital. Aujourd'hui, l'Amérique doit mendier à l'étranger pour trouver les fonds nécessaires à la recapitalisation de ses institutions bancaires, alors qu'il y a quelques années seulement, des gens comme Paulson faisaient la leçon à la Chine en critiquant le manque de transparence du marché national et des prises de risques trop élevées en matière de prêt. Ces évolutions montrent bien les changements qui sont en cours quant à l'influence qu'un pays peut avoir sur les marchés financiers.

Certains commentateurs font valoir que cette crise n'est pas uniquement financière, mais également idéologique. Le néolibéralisme a-t-il fait son temps?

De nombreux observateurs, parmi lesquels je figure, critiquent depuis longtemps l'idée selon laquelle il faut laisser le marché totalement li-

bre. Les précédentes crises au Mexique, en Indonésie, en Thaïlande, en Corée, au Brésil, en Argentine ou en Russie sont autant d'exemples qui montrent que le modèle mis en place par des gens comme Reagan ou Thatcher ne fonctionne pas. Seulement, la plupart des Américains et une large partie des Européens n'y ont pas prêté attention car tout cela se passait loin de chez eux. Aujourd'hui, c'est le cœur du système qui est touché et il est plus difficile de fermer les yeux.

Faut-il revenir à davantage de contrôle ou inventer de nouvelles approches?

Le système financier du XXI^e siècle est différent de celui du XX^e. Nous avons donc clairement besoin d'un nouveau modèle. Ce que les événements récents nous ont appris malgré tout est qu'il ne suffit pas de mettre en place une régulation efficace, avec des hommes et des structures efficaces. Un des problèmes liés à la crise financière est que des gens comme Alan Greenspan, qui sont en charge de la régulation, ne croient pas à la régulation et par conséquent ne font pas ce travail. Nous devons donc nous concentrer sur la création de structures de régulation qui peuvent fonctionner même si vous avez un régulateur qui ne croit pas à l'utilité de la régulation.

Selon vous, la mondialisation accroît les inégalités entre pays riches et pays pauvres. Pourtant les chiffres de l'ONU montrent un recul global de la pauvreté dans le monde...

Deux éléments sont à invoquer ici. Le premier est que la Chine a connu une croissance économique de près de 10% durant les trente dernières années, ce qui a permis la plus importante réduction de la pauvreté qu'ait connue l'histoire du monde. Globalement, ce pays a donc su tirer profit de la mondialisation. En revanche, ce qui s'est passé durant les douze derniers mois est très préoccupant, car les inégalités ont augmenté de façon significative dans de nombreuses régions du monde compte tenu de la hausse du prix des aliments et de l'énergie. Dans ce cas, on voit clairement que la mondialisation peut aussi contribuer à faire baisser les salaires des couches déjà défavorisées.

Comment modifier cet état de fait?

Il faut s'efforcer de stabiliser l'économie afin que ce ne soient pas toujours les plus faibles qui paient les conséquences les plus lourdes dans les périodes difficiles. Les Etats-Unis et l'Europe sont suffisamment riches pour parvenir à se sortir de la crise actuelle. Mais les pays en voie de développement ne peuvent probablement pas se permettre ce genre d'erreur. Or, les produits dérivés sont devenus tellement compliqués que même les instituts spécialisés ne saisissaient plus tous les risques encourus. La création d'une commission de sécurité des produits financiers, à l'image de ce qui existe pour les produits alimentaires, pourrait permettre de limiter les risques. ■

«UNE GUERRE À 3000 MILLIARDS DE DOLLARS», par Joseph E. Stiglitz et Linda J. Bilmes, éd. Fayard, 415 p.

ÉMOI DANS TOUT ÇA?

Tanja Wranik tente de comprendre de quelle manière les émotions peuvent influencer le comportement des investisseurs. Histoire de faire coller un peu mieux les modèles économiques à la réalité du terrain

Les émotions jouent un grand rôle dans les crises financières. Envie, joie, euphorie, angoisse, peur, panique, méfiance, colère, déception, tristesse ont ainsi été des ingrédients qui ont contribué à gonfler, puis à faire éclater la bulle économique des *subprime* au cours de l'année 2008. Si l'on néglige cet aspect des choses, on

ne peut qu'imparfaitement expliquer et encore moins prévoir la succession d'événements qui a abouti à la crise globale actuelle. Or, les modèles économiques et financiers actuels, censés expliquer et prévoir les tendances des marchés et les risques associés aux titres échangés, se basent sur les agissements d'un acteur abstrait, l'*Homo economicus*, une machine rationnelle prompte à optimiser son comportement en fonction des fluctuations du marché. Tout au plus les équations admettent-elles l'existence d'une catégorie de personnes aimant prendre des risques et une autre non. Mais c'est tout. Pourtant, les investisseurs, qu'il s'agisse de simples citoyens ou de traders professionnels, peuvent agir de manière irrationnelle sous l'effet, notamment, d'émotions positives ou négatives. Et, surtout, ils sont tous différents les uns des autres.

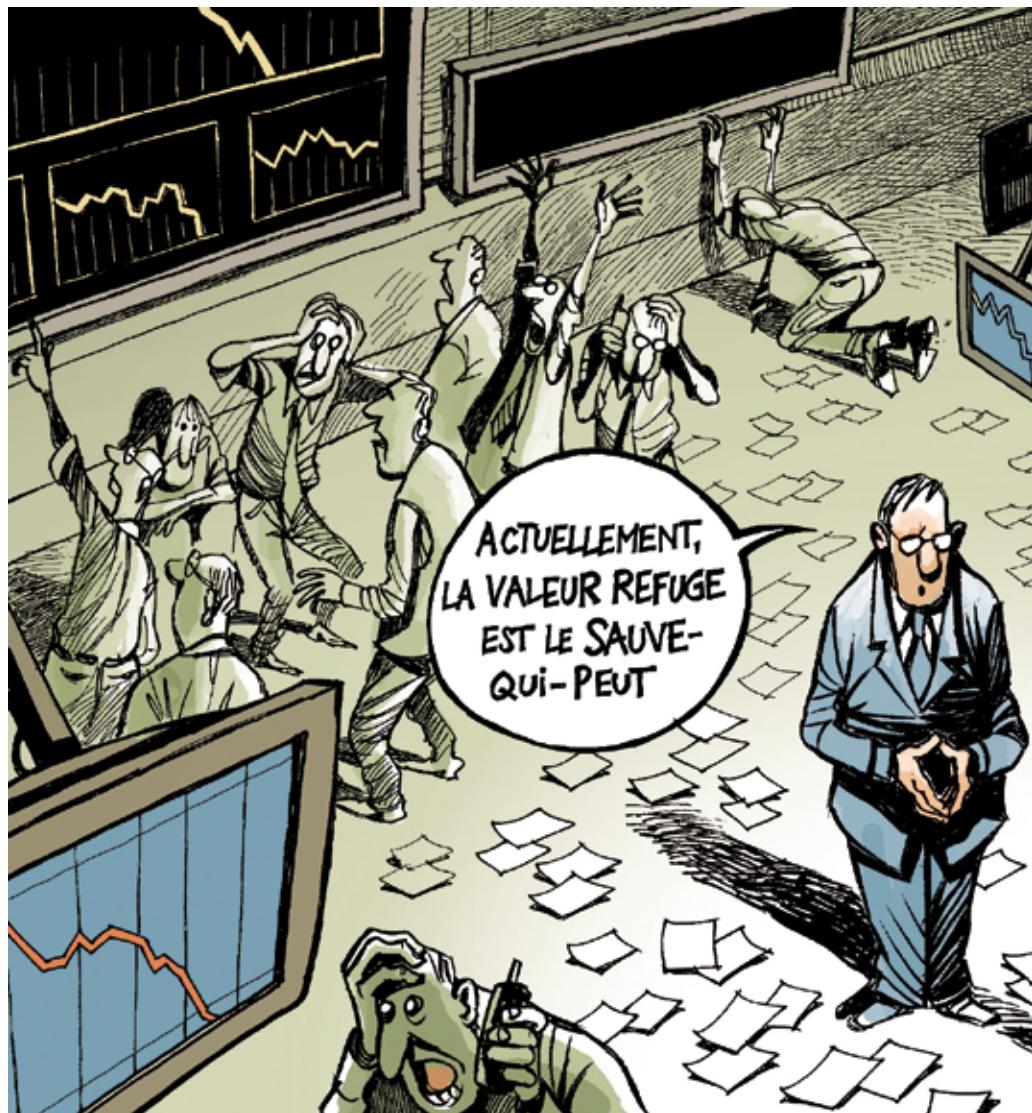
«L'idéal serait de pouvoir développer des modèles économiques qui intègrent les émotions et les différences interindividuelles, estime Tanja Wranik, psychologue du travail et chargée de cours au sein de la Section de psychologie. Cela n'arrivera toutefois pas de sitôt. Les recherches allant dans ce sens, bien qu'en plein essor, sont encore rares.»

L'Américain Herbert Simon est certainement le pionnier en la matière grâce à ses travaux sur la prise de décision dans les années 1960. Le psychologue américano-israélien Daniel Kahneman a pour sa part reçu le Prix Nobel d'économie en 2002 pour avoir démontré, entre autres, le biais important qui apparaît parfois entre la réalité empirique et les prédictions des modèles économiques traditionnels.

Des «anomalies» qui parsèment l'histoire économique et qui peuvent coûter cher à la société.

La recherche de Tanja Wranik et de ses collègues va dans la même direction. «Nos travaux visent notamment à évaluer dans quelle mesure l'intelligence émotionnelle d'un individu est susceptible

d'influencer ses prises de décisions dans le domaine de la finance», souligne-t-elle. La compétence émotionnelle correspond à l'aptitude à percevoir les émotions, à les comprendre, à les réguler et à les utiliser. Cela se traduit, par exemple, par la capacité à choisir un niveau de risque que l'on est prêt à prendre, d'en estimer les conséquences émotionnelles, positiv-



ves ou négatives, et à les assumer par la suite. C'est une grandeur que nous pouvons mesurer.»

GÉRER LES INVESTISSEURS

Deux études menées par la chercheuse genevoise ont récemment fourni leurs premiers résultats. La première a consisté à analyser la façon dont 3000 clients de la compagnie américaine de prévoyance Vanguard – des personnes ordinaires – gèrent leur portefeuille de fonds de retraite sur une période de cinq ans. Il en ressort que les individus qui disposent d'une compétence émotionnelle élevée ont des comportements qui favorisent la performance à long terme. «*Cette affirmation reste vraie lorsqu'on soustrait les autres paramètres qui peuvent influencer le résultat, à savoir le niveau so-*

cio-économique des participants, leur degré d'éducation, etc, souligne Tanja Wranik. Curieusement, la personnalité ne joue pas de rôle décisif. Le fait d'être émotif, anxieux ou extraverti n'a en effet pratiquement aucune incidence sur la manière de gérer ses finances.»

Les investisseurs particuliers, ces personnes plus ou moins averties qui préparent ou gèrent eux-mêmes leur retraite représentent, dans leur ensemble, un acteur économique majeur et dont l'importance croît sans cesse. Connaître et prévoir leurs réactions face aux aléas du marché devient donc une priorité pour beaucoup de monde, notamment pour les autorités et les sociétés de conseil sur le placement de fonds. Tous deux souhaitent, en principe, que les retraités engrangent assez d'argent pour leurs vieux jours, ce qui sous-entend qu'ils choisissent une bonne stratégie financière: ni trop prudente, ce qui ne rapporte rien, ni trop impulsif, ce qui est également stérile.

«*Notre objectif est de pouvoir identifier les variations de comportement possibles au sein d'un groupe de personnes et les critères qui peuvent les favoriser, explique Tanja Wranik. On pourrait ainsi développer des outils d'analyse permettant aux sociétés de conseil de gérer au mieux leurs clients. Par exemple en ne fournissant pas trop souvent des informations à ceux qui auraient tendance à vendre un titre au moindre signe de baisse.»*

LES TRADERS DE DEMAIN

La seconde étude de la chercheuse genevoise, financée par l'Union européenne, vise à mieux comprendre les mécanismes sur lesquels reposent les choix de placement des individus. Elle a été conduite en laboratoire, en collaboration avec l'Université de Toulouse. Les chercheurs ont analysé les réactions émotionnelles d'un groupe d'étudiants mis en situation de perte ou de gain financiers. Les participants ont été confrontés à une simulation de marché favorable à l'investissement, puis à une situation inverse.

Le résultat le plus intéressant est qu'une partie des volontaires adopte une stratégie qui semble illogique – très éloignée en tout cas de celle qu'aurait choisie l'*Homo economicus*. En effet, même lorsqu'on leur indique clairement l'ampleur des risques encourus et la très faible probabilité de réaliser des profits, ces étudiants-là continuent à investir. «*Ce qui est curieux, c'est que ces individus semblent avoir conscience qu'ils ne devraient pas agir de la sorte, complète Tanja Wranik. Leur évaluation de la*

«*A défaut de les prévoir, nous comptons sur le fait que les modèles économiques, ou psycho-économiques, nous permettront de mieux gérer les crises»*

situation est correcte, mais leur comportement va dans l'autre sens. Ils n'écoutent pas leurs émotions. On n'arrive pas encore à comprendre pourquoi.»

Ce genre d'expériences pourrait aboutir à la définition de profils types associés aux compétences financières des individus. On pourrait ainsi identifier ceux qui seraient les mieux à même de faire face à des situations de crise. Et partant, améliorer le recrutement des traders de demain.

PRÉVOIR LE PASSÉ

Les études menées par la chercheuse genevoise ont cela de stimulant qu'elles associent économistes et psychologues, ce qui est assez rare. «*Jusqu'à présent, les spécialistes d'une branche se contentaient, par manque de connaissances transdisciplinaires, d'adopter les modèles les plus simples issus de l'autre domaine, estime Tanja Wranik. En travaillant ensemble, nous pouvons profiter des connaissances les plus récentes et des modèles les plus complets venus des deux disciplines. C'est un progrès important.»*

Mais est-ce qu'un modèle économique, le plus sophistiqué qui soit, pourra un jour prévoir une crise? Le problème est qu'ils sont surtout capables de prédire le passé. Ils sont en effet construits de manière à expliquer les événements qui ont déjà eu lieu – c'est déjà beaucoup – et qui ont pu être analysés en profondeur. On espère ensuite qu'ils conserveront leur pertinence pour le futur. Seulement, l'évolution rapide des conditions politiques, sociales et économiques du monde imposent des réajustements constants. Et Tanja Wranik de conclure: «*A défaut de les prévoir, nous comptons sur le fait que les modèles économiques, ou psycho-économiques, nous permettront de mieux gérer les crises.»* ■

