

2010s-12

La crise financière : un an plus tard

Robert Amzallag

Série Scientifique
Scientific Series

Montréal
Mars 2010

© 2010 *Robert Amzallag*. Tous droits réservés. *All rights reserved*. Reproduction partielle permise avec citation du document source, incluant la notice ©.
Short sections may be quoted without explicit permission, if full credit, including © notice, is given to the source.



Centre interuniversitaire de recherche en analyse des organisations

CIRANO

Le CIRANO est un organisme sans but lucratif constitué en vertu de la Loi des compagnies du Québec. Le financement de son infrastructure et de ses activités de recherche provient des cotisations de ses organisations-membres, d'une subvention d'infrastructure du Ministère du Développement économique et régional et de la Recherche, de même que des subventions et mandats obtenus par ses équipes de recherche.

CIRANO is a private non-profit organization incorporated under the Québec Companies Act. Its infrastructure and research activities are funded through fees paid by member organizations, an infrastructure grant from the Ministère du Développement économique et régional et de la Recherche, and grants and research mandates obtained by its research teams.

Les partenaires du CIRANO

Partenaire majeur

Ministère du Développement économique, de l'Innovation et de l'Exportation

Partenaires corporatifs

Banque de développement du Canada
Banque du Canada
Banque Laurentienne du Canada
Banque Nationale du Canada
Banque Royale du Canada
Banque Scotia
Bell Canada
BMO Groupe financier
Caisse de dépôt et placement du Québec
DMR
Fédération des caisses Desjardins du Québec
Gaz Métro
Hydro-Québec
Industrie Canada
Investissements PSP
Ministère des Finances du Québec
Power Corporation du Canada
Raymond Chabot Grant Thornton
Rio Tinto
State Street Global Advisors
Transat A.T.
Ville de Montréal

Partenaires universitaires

École Polytechnique de Montréal
HEC Montréal
McGill University
Université Concordia
Université de Montréal
Université de Sherbrooke
Université du Québec
Université du Québec à Montréal
Université Laval

Le CIRANO collabore avec de nombreux centres et chaires de recherche universitaires dont on peut consulter la liste sur son site web.

Les cahiers de la série scientifique (CS) visent à rendre accessibles des résultats de recherche effectuée au CIRANO afin de susciter échanges et commentaires. Ces cahiers sont écrits dans le style des publications scientifiques. Les idées et les opinions émises sont sous l'unique responsabilité des auteurs et ne représentent pas nécessairement les positions du CIRANO ou de ses partenaires.

This paper presents research carried out at CIRANO and aims at encouraging discussion and comment. The observations and viewpoints expressed are the sole responsibility of the authors. They do not necessarily represent positions of CIRANO or its partners.

ISSN 1198-8177

Partenaire financier

Développement
économique, Innovation
et Exportation
Québec 

La crise financière : un an plus tard

Robert Amzallag^{*}

Résumé / Abstract

Cette publication se veut un retour actualisé sur les événements de la dernière année concernant l'évolution de la crise financière et de la récession économique. Poursuivant et mettant à jour l'analyse d'il y a un an, l'auteur offre une évaluation des trois scénarios potentiels qu'aurait pu suivre la crise. Ce retour sur la crise se fait à travers une réflexion, et parfois une critique, concernant le rôle des joueurs clés qui sont impliqués autant dans les causes que dans les solutions. Il s'agit des gouvernements, des banques centrales, des autorités de régulation, des institutions financières ainsi que des dirigeants de celles-ci. C'est à partir de cette analyse rétrospective que l'auteur peut conclure en partageant son impression quant aux développements futurs de l'économie et du secteur financier.

Mots clés : crise financière, récession, intervention gouvernementale, régulation financière, histoire financière, prévision financière.

This paper is meant to provide a fresh retrospective on the events shaping the evolution of the financial crisis and economic recession since last year. While continuing and updating last year's analysis, the author offers an assessment of the three potential scenarios through which the crisis could have evolved. This update on the crisis derives from a reflection, sometimes a criticism, of the key players' role in both the causes and the solutions. Those are the governments, central banks, regulators, financial institutions, and their directors. It is from this retrospective analysis that the author can conclude by sharing his impression regarding future developments of the economy and the financial sector.

Keywords: *financial crisis, recession, government intervention, financial regulation, financial history, financial forecasting*

^{*} Fellow invité, CIRANO, Robert.Amzallag@cirano.qc.ca

La crise financière qui a éclaté en 2008 a tôt fait de devenir la récession la plus profonde depuis la grande dépression.

L'analyse de cet événement réalisée il y a un an montrait trois scénarios possibles très différents en fonction du comportement du marché ainsi que des mesures et des décisions prises par les gouvernements, les banques centrales, les organismes de réglementation, les institutions financières et les administrateurs.

Il est maintenant temps d'examiner ce qui s'est passé au cours des derniers mois et de tenter d'établir le scénario qui a été favorisé par les récents événements.

1 Les trois dénouements possibles de la crise tels qu'ils apparaissaient l'an dernier

Dans le contexte turbulent des derniers mois de 2008, il était très difficile d'établir le cours futur des événements. La meilleure solution consistait alors à décrire trois scénarios, sans faire de choix.

Le premier scénario envisageait une reprise rapide et sans douleur.

En raison du montant colossal des liquidités injectées par les autorités, une reprise rapide du marché des actions suivi des autres marchés (à l'exception du marché immobilier jugé trop sérieusement touché pour pouvoir se redresser en si peu de temps) se produit. À mesure que la confiance se rétablit, les administrations publiques récupèrent une partie des crédits exceptionnels consentis et la pression exercée par l'opinion publique sur les politiciens diminue. Tous les participants : banques, « hedge funds », banques centrales, avocats, comptables, agences de notation et organismes de réglementation ont hâte de revenir aux conditions préexistantes avant que des dommages structurels ne viennent changer leur façon habituelle d'exercer leurs activités. Étant donné qu'aucune mesure corrective importante n'a été prise, le scénario conduit à de nouvelles bulles et à une série de crises ultérieures.

Le deuxième scénario explorait la possibilité d'une récession qui s'approfondit et d'une chute sérieuse des marchés.

Dans ce cas, les administrations publiques s'engagent davantage dans le soutien, la réglementation et même dans la gestion du système financier, à un point tel qu'elles s'exposent elles mêmes à une perte de confiance des marchés. L'intervention dirigiste dans l'univers financier qui en résulte réprime l'innovation, l'esprit d'entreprise et, au bout du compte, l'activité économique, créant ainsi une spirale dépressionnaire encore plus prononcée.

Le troisième scénario propose une approche équilibrée selon laquelle une reprise raisonnable à court terme laisse assez de latitude aux acteurs principaux pour qu'ils puissent prendre de manière coordonnée les mesures appropriées aux causes réelles de la crise.

Dans cette hypothèse, une reprise durable est possible dans la mesure où :

Les administrations publiques adoptent une attitude calme, de façon à rassurer le public et qu'elles évitent d'interférer dans des domaines dépassant leur compétence. Il est tout aussi important qu'elles soient capables de résister à la tentation d'utiliser des fonds publics, pour la plupart empruntés, à des fins politiques afin de consacrer leur force de frappe financière limitée aux activités de sauvetage critiques et au soutien de l'économie d'une manière qui contribue à stimuler la croissance future, l'innovation et l'esprit d'entreprise.

Les banques centrales améliorent leur capacité de déceler les bulles financières et de réagir rapidement pour les contenir.

Les organismes de réglementation s'acquittent de leurs responsabilités fondamentales en :

- révisant les modèles de risque actuels qui ont échoué parce qu'ils se fondaient trop largement sur des données historiques et en introduisant dans les modèles des facteurs de comportement et des " stress test " plus rigoureux;
- freinant la rémunération excessive des cambistes et des cadres supérieurs des banques liée à leur performance à court terme;

- favorisant les services traditionnels de gestion du risque de crédit des banques qui emploient du personnel expérimenté et hautement qualifié.
- élargissant leur rayon d'action en vue d'établir des règles d'éthique adéquates touchant les principaux fournisseurs de services de l'industrie financière, dont les agences de notation, les cabinets de vérificateurs et les bureaux d'avocats, qui ont tous joué un rôle dans le cadre de la crise.

Le dosage de leur intervention doit être bien calibré car les organismes de réglementation doivent éviter d'adopter une approche indûment rigoureuse qui réduirait le niveau de prise de risque des institutions financières et nuirait en définitive à l'innovation.

Les institutions financières examinent les faiblesses de la gestion du risque mises en évidence par la crise (par exemple, en reconsidérant leurs modèles et en reconstituant des services de gestion du risque de crédit appropriés et moins tributaires des agences de notation) et adoptent une approche différente à l'égard des risques liés au marché et au crédit.

Elles doivent aussi contrôler la culture du court terme, encouragée au sein de leurs organisations par l'octroi de bonus et d'options d'achat d'actions fondés sur des résultats à court terme, et de la remplacer par une politique de rémunération différée qui récompense les rendements à long terme, tout en étant assez généreuse pour attirer les talents innovateurs.

Enfin, les administrateurs améliorent leur connaissance des nouveaux produits financiers sophistiqués, ce qui ne découle pas nécessairement de leur expérience, mais nécessite des programmes formels de formation qui soient appropriés.

2 Une année très certainement mémorable

La première réaction des autorités suite à l'explosion de la crise a été une intervention coordonnée, rapide et massive des banques centrales et des ministères des finances visant à prévenir un effondrement catastrophique du système financier mondial.

Puis, une fois le système financier remis du choc initial, une série de mesures, dont certaines à long terme, ont été prises dans l'intention explicite d'améliorer les marchés et de soutenir l'économie.

Il est important d'analyser ces deux phases dans le contexte des scénarios précités afin de discerner l'influence possible sur les événements à venir.

Les marchés se redressent rapidement à la surprise générale

Au moment où la crise battait son plein il y a de cela un an, le système financier était pratiquement dans un état d'arrêt cardiaque. Il était évident que des mesures d'urgence étaient requises dans l'immédiat pour raviver l'économie.

Il est maintenant clair que les autorités financières du monde entier ont relevé le défi et réagi rapidement et de façon décisive et coordonnée dans le monde entier.

En outrepassant les institutions législatives encore sous le choc des événements, ils se sont approprié de vastes sommes d'argent et ont établi de façon discrétionnaire leur plan d'action avec une grande efficacité.

Les injections massives d'argent dans le système bancaire ont été décisives pour restaurer un certain degré de confiance. En réalité, les montants énormes (700 milliards de dollars dans le cas du programme américain TARP (*Troubled Asset Relief Program*) mis en jeu par les autorités financières du monde entier pour acheter les actifs toxiques, consolider, dans de nombreux cas, le capital des banques et orchestrer des fusions, ont démontré l'habileté des autorités à l'échelle de la planète à contrôler et à soutenir leur système financier en période difficile.

Lorsque la crise s'est étendue à l'économie dans son ensemble, les pouvoirs publics sont intervenus à nouveau pour soutenir rapidement des secteurs d'activité en difficulté (automobile, construction) ou même certaines entreprises (GM, AIG, Northern Rock). De nombreuses faillites ont ainsi pu être évitées, mais au coût de gigantesques mises de fonds.

Au-delà de l'effet psychologique crucial et des sauvetages à court terme indispensables auxquels ces mesures ont contribué, leurs résultats à plus long terme semblent, toutefois, loin d'être proportionnés aux montants énormes en jeu.

En effet, jusqu'à maintenant, nombreux sont les principaux bénéficiaires de ce soutien considérable et sans précédent qui ne se sont pas complètement redressés. Plusieurs sont toujours sur la liste de surveillance des investisseurs et des organismes de réglementation et, plus important encore, ils ne sont pas en position de rembourser dans un avenir proche les fonds reçus.

Même si les politiciens n'ont pas tardé à annoncer que l'utilisation judicieuse de l'argent des contribuables faisait partie d'une solution globale pour faire face à la crise, l'efficacité à long terme de ces mesures demeure discutable.

Dès le début, les banques centrales ont aussi pris des mesures vigoureuses et sans précédent.

Aux États-Unis et en Europe, d'énormes liquidités ont été injectées dans le système bancaire par le truchement des instruments habituels, comme en fait foi la montée rapide des agrégats monétaires M1. Plus important encore, les banques centrales ont accepté de prendre des risques accrus. Par exemple, la Réserve fédérale a acheté des titres adossés à des créances hypothécaires et, grâce à son programme de prêts à terme garantis par des titres adossés à des créances (*Term Asset-Backed Securities Loan Facility*, ou TALF), elle a élargi la portée de son intervention aux papiers commerciaux, aux prêts-étudiants, aux cartes de crédit et aux prêts-automobiles. Elle a aussi agi comme intermédiaire pour secourir certaines organisations en orchestrant par exemple la prise de contrôle de Bear Stearns et de Merrill Lynch et en effectuant d'énormes injections de fonds dans AIG. Au Royaume-Uni, la Banque d'Angleterre a agi de même pour sauver de grandes banques, dont la Royal Bank of Scotland (RBS).

Cette ligne de conduite a, dans l'ensemble, réussi à atténuer la paralysie du marché interbancaire. Les banques centrales n'ont toutefois pas réussi à raviver complètement le marché vital de la titrisation et, par le fait même, à soulager les bilans des banques

commerciales, un des éléments clés permettant de stimuler les nouveaux emprunts et une reprise plus vigoureuse.

Même si les administrations publiques et les banques centrales ont agi rapidement et de façon coordonnée, le mur de liquidités qu'ils ont créé dès la fin de 2008 n'a pas semblé ralentir la spirale dépressionnaire de l'économie, arrêter la hausse du taux de chômage ou ralentir la chute du marché boursier. En fait, l'indice Dow Jones a atteint son plus bas niveau le 10 mars 2009.

Par la suite, les marchés boursiers ont commencé à remonter presque sans interruption et ont récupéré 50 % à 60 % de leur perte. Les marchés interbancaires ont reconstitué leurs liquidités et la confiance dans les banques a été en grande partie restaurée. Les prix de l'immobilier se sont aussi stabilisés et même les bonus aux banquiers reviennent maintenant vers les niveaux qui prévalaient au sein de nombreuses institutions avant la crise.

La prise de conscience du fait que les résultats des banques allaient être supérieurs aux attentes, et donc que le système financier était moins en danger qu'on croyait, a constitué le facteur déclencheur de cette reprise exceptionnelle au printemps 2009.

Le retour remarquable à la profitabilité en si peu de temps est la conséquence directe de la décision audacieuse des banques centrales d'abaisser les taux d'intérêt à pratiquement 0 %. Cette mesure radicale qui, en fait, n'a rien coûté aux contribuables, s'est traduite par un énorme transfert des revenus en faveur du système financier au dépend de l'épargne des particuliers, étant donné que les banques n'ont pas abaissé leur taux d'intérêt dans les mêmes proportions qu'elles ont réduit leur coût de financement. Cette taxe indirecte sur l'épargne a immédiatement contribué aux profits des institutions financières et, par le fait même, au cours de leurs actions.

Au fur et à mesure que le marché boursier a commencé à se redresser, les gestionnaires de fonds qui détenaient d'importantes liquidités ont été contraints de les investir afin d'égaliser la performance du marché. Puis, les cambistes et les courtiers ont emboîté le pas, contribuant ainsi à faire remonter davantage le marché dans son ensemble.

Il est donc possible de conclure que, même si les mesures impliquant d'immenses injections de fonds publics ont permis d'éviter un effondrement à court terme du système financier, c'est en réalité la chute coordonnée des taux d'intérêt qui a engendré la spectaculaire reprise soutenue des marchés boursiers et le déblocage des marchés obligataire et monétaire.

Toutefois, les indicateurs économiques demeurent toujours faibles, le taux de chômage est élevé, la consommation stagne et les prix de l'immobilier sont léthargiques. De toute évidence, la crise menace de durer.

Peut-on attribuer la divergence entre la hausse du marché boursier et le piètre état de l'économie à l'écart habituel qui existe entre les indicateurs précurseurs et l'état réel de l'économie ou sommes-nous encore aux prises avec cette crise inhabituelle?

La réponse demande une analyse plus fine des événements qui ont suivi la première phase cruciale de la crise.

Les principaux acteurs adoptent une approche égocentrique et mal adaptée aux circonstances

Le solide soutien à court terme du système financier de l'automne dernier a coûté très cher, mais le redressement des marchés boursiers a fourni un sursis indispensable permettant de mettre en place les réformes essentielles.

Une approche sensée impliquait que les principaux acteurs travaillent ensemble dans le cadre de la crise, à l'intérieur de leur propre sphère de compétence et adoptent des mesures à long terme appropriées, même si ces dernières n'ont pas immédiatement produit des effets notables ou ont été impopulaires. Bien qu'une approche rationnelle ait souvent été prônée, particulièrement par les organismes de réglementation, les comportements qui ont prévalu jusqu'à présent ont consisté à accuser les autres, régler de vieux différends, promouvoir son propre programme, étendre sa sphère d'influence au détriment des autres parties prenantes ou protéger son champ de compétence, en espérant que le problème se réglera un jour ou l'autre.

Les administrations publiques

Selon l'ampleur de la crise qui les a touchées, les administrations publiques ont réagi avec des politiques plus ou moins envahissantes. Des pays comme l'Australie, le Canada ou Israël, ont eu à engager moins de ressources pour soutenir leur économie et sont, en fait, sortis plus rapidement du ralentissement. Toutefois, il est plus significatif de s'attarder sur le cas des pays plus importants et plus influents.

Après avoir surmonté le choc initial, les politiciens des grands pays ont, pour la plupart, choisi de tirer parti du vide créé par la faiblesse du secteur financier afin d'avancer leur propre programme politique.

Ils ont d'abord décidé de régler leurs comptes avec le secteur financier, essentiellement dans les domaines qui avaient auparavant échappé à leur contrôle.

Avec l'appui des contribuables frustrés, les administrations publiques ont ciblé les paradis fiscaux à l'étranger et les « hedge funds », même si ces deux cibles ne portaient qu'une faible part de responsabilité dans la crise. De la même façon, elles se sont attaquées aux bonus extravagants versés aux banquiers. Ceci ne fait que refléter une compréhension très partielle des problèmes plus vastes qui ont mené à la crise, mais également une réelle détermination de limiter les dégâts sur le plan politique.

De même, les récentes mesures proposées par le président Obama illustrent bien ce point. L'administration publique exclut d'abord les banques des activités de « hedge funds », du *trading* pour compte propre et du marché des souscriptions privées, aucune de ces activités n'étant à l'origine de la crise. Elle limite ensuite leur taille, de façon à ce qu'aucune organisation trop importante pour faire faillite ne puisse se développer (une tentative claire de protéger les finances publiques sans se soucier de préserver la compétitivité de ces organisations à l'échelle internationale). Finalement, elle impose des contributions aux 50 plus grandes banques, qu'elles doivent encore ou non les montants reçus en vertu du programme TARP (en excluant sciemment Fannie Mae et Freddy Mac, maintenant détenues par les pouvoirs publics) afin de récupérer les 117 milliards de dollars de fonds du programme TARP jugés irrécupérables. Elle pénalise donc le succès et les politiques responsables.

Le résultat net a été de créer une atmosphère antagoniste, à un point tel que le secrétaire au Trésor américain a décrit la démarche comme étant une « guerre juste », et de déclencher dans le secteur financier une attitude méfiante, précisément au moment où la collaboration était nécessaire.

Les administrations publiques ont ensuite lancé des programmes massifs de soutien à l'économie. Les consommateurs ayant réduit leurs dépenses, de telles initiatives devenaient donc amplement justifiées. Cependant, les déficits importants créés dans le but de consolider le système financier, ajoutés à la réduction des recettes fiscales en temps de crise économique, auraient nécessité une utilisation très prudente de ces fonds.

Selon leurs tendances politiques et leur liberté d'action, les administrations publiques ont dépensé les fonds de diverses façons. La Chine, par exemple, a davantage mis l'accent sur le soutien des industries innovatrices et l'expansion de la capacité manufacturière, créant les conditions adéquates au progrès futur. De son côté, le programme des États-Unis consacre peu de moyens aux secteurs de croissance et met l'accent sur le soutien aux secteurs en pleine maturité, ayant une masse salariale importante et politiquement sensible.

Tous ces programmes ont, toutefois, occasionné des emprunts massifs qui deviendront de plus en plus difficiles à rembourser. Le *Financial Times* a récemment estimé que les besoins mondiaux de refinancement des administrations publiques atteindront un milliard de dollars par mois en 2010. Il y a lieu de se demander si les investisseurs ont la capacité de fournir les sommes considérables requises et ce qu'il restera alors pour couvrir les besoins d'emprunt du secteur privé.

Plus important peut-être, les déficits massifs peuvent miner la confiance que les investisseurs portent au risque souverain, les cas de l'Islande et, plus récemment, Dubaï et la Grèce, en sont de bons exemples. Qui plus est, la perspective d'énormes déficits budgétaires sans fin et d'une inflation possible résultant de liquidités excessives des marchés monétaires à court terme contribue aussi à miner la confiance.

Par leur interférence agressive et un certain manque de vision à long terme, les administrations publiques ont ainsi créé une atmosphère antagoniste et ont affaibli la

stabilité financière de leur pays. Par conséquent, leurs actions ont accru la probabilité du scénario 2.

Les banques centrales

Dès le début, les banques centrales ont agi avec fermeté et coordination à l'échelle mondiale dans le but d'éviter un effondrement total du système financier. Pour obtenir un succès aussi remarquable, elles ont dû :

- i) créer d'énormes liquidités. Au moment où la crise battait son plein, la Banque d'Angleterre, la Banque centrale européenne et la Banque centrale suisse sont allées jusqu'à offrir des fonds illimités aux enchères ;
- ii) encourir des risques inhabituels en comptabilisant dans leurs livres des prêts commerciaux, hypothécaires, liés à des cartes de crédit et personnels dans une tentative de compenser la quasi disparition des marchés de titrisation ;
- iii) acheter du papier gouvernemental et, plus important encore, abaisser les taux d'intérêt à 0 % afin de rétablir la rentabilité du secteur bancaire.

En agissant de la sorte, toutefois, elles se sont placées dans une position très délicate.

Les liquidités qu'elles ont créées doivent tôt ou tard être épongées car, autrement, elles conduiront à une inflation élevée qui pourrait prendre la forme d'une inflation générale provoquant une hausse incontrôlable des taux d'intérêt ou d'une inflation des actifs déclenchant une autre bulle spéculative.

Cependant, le redressement des institutions financières est encore fragile. Malgré quelques émissions d'actions réussies par des banques saines, de nombreuses institutions financières demeurent faibles et ont besoin de plus de capitaux. De surcroît, le marché de la titrisation s'est rétabli jusqu'à un certain point, mais il éprouve des difficultés en ce qui concerne les titres hypothécaires. Il en résulte que, lorsque les banques centrales adoptent une politique plus restrictive en matière de liquidités, les risques d'engendrer une nouvelle crise augmentent en conséquence.

Le dilemme concernant le niveau des taux d'intérêt est encore plus complexe.

Les banques centrales, de même que les investisseurs, sont conscients que la politique de maintien du taux d'intérêt à près de 0 % sous-tend la reprise des marchés et allège le coût des niveaux extravagants de la dette publique. Ils savent aussi qu'une telle politique de distorsion conduit, à long terme, à des déficits budgétaires excessifs, comme c'est le cas au Japon, ou qu'elle encourage la spéculation.

Cependant, leurs conseils d'administration semblent plutôt enclins à combattre tout ralentissement de l'économie, peu importe le coût futur, espérant que les conditions se normaliseront progressivement. Comme il n'existe pas encore de consensus au sujet du mandat des banques centrales à contrôler l'inflation des actifs, il est peu probable qu'une hausse des taux substantielle soit décidée bientôt et donc la probabilité de nouvelles bulles s'accroît. Cette attitude favorise le scénario 1.

Les autorités de supervision

Depuis le début, les autorités de supervision ont été critiquées et le Royaume-Uni a même envisagé la possibilité de confier à nouveau le rôle de surveillance à la Banque d'Angleterre.

Certains organismes de réglementation ont aussi admis, à contrecœur, leur inaptitude à répondre aux risques excessifs pris par les institutions financières de même que leur incapacité à déterminer les causes et l'ampleur de la crise. Cependant, en réaction à l'atmosphère hostile, ils ont prétendu que les faibles budgets résultaient des ressources inadéquates et d'un personnel sous-payé et en nombre insuffisant qui, de toute façon, n'avait pas les compétences et la formation nécessaires.

Ils ont alors tenté de détourner l'attention du public en recherchant des cas susceptibles de faire les manchettes au sujet de délits d'initiés ou de fonds de couverture frauduleux. De telles poursuites sont nécessaires, mais plutôt distrayantes dans le contexte actuel, où des efforts sérieux en vue de mettre en place des réformes de grande envergure sont indispensables.

De façon plus positive, les organismes de réglementation ont commencé à se pencher sur les réformes nécessaires à long terme.

Ils ont progressé dans leurs efforts de dissocier la rémunération des courtiers et des cadres supérieurs des résultats à court terme. Ils ont, toutefois, mis l'accent sur les bonus et ont porté une moins grande attention aux options d'achat d'actions et à la quête sans fin de meilleurs bénéfices trimestriels qu'ils ont suscitée chez les hauts dirigeants.

Dans un effort sérieux d'améliorer la stabilité financière des banques et de protéger l'État et le public d'une crise future, les organismes de réglementation discutent depuis quelque temps de la meilleure approche pour augmenter le capital-actions dont doivent disposer les institutions financières. Cette idée est parfaitement justifiée, malgré le fait que la protection qu'elle offre sera toujours insuffisante en cas de défiance du public.

Une revue des modèles financiers et des *stress tests* dans le but de prendre en compte les effets statistiquement improbables et un retour à une approche plus traditionnelle à l'égard du risque de crédit commencent à peine à être abordés. De même, l'extension de leur surveillance aux agences de notation et aux cabinets de vérificateurs, à la lumière de leur importante responsabilité dans le cadre de la crise du *subprime*, fait actuellement l'objet de considérations en Europe, mais pas encore aux États-Unis.

Dans l'ensemble, les organismes de réglementation ont commencé à étudier les mesures adéquates pour éviter de futures crises. On peut s'attendre à ce que leur progrès soit lent et qu'aucun résultat ne se fasse sentir dans un avenir rapproché, mais il s'agit d'un effort louable qui devrait être encouragé. À condition que leur indépendance ne soit pas menacée ou que leurs priorités ne soient pas modifiées par les politiciens, les organismes de réglementation portent le meilleur espoir de réaliser des progrès dans la voie du scénario 3.

Les institutions financières

En tant que principale cause de la crise et bénéficiaire majeur des fonds publics, le secteur financier a fait l'objet d'un examen approfondi par les autorités et par le public. Les bonus versés au personnel, leur appétit au risque et les politiques de gestion sont parmi les aspects de leurs activités qui ont été particulièrement examinés et critiqués. Cet état de fait a entraîné une mentalité d'assiégé chez les banques.

Au lieu d'amorcer les réformes nécessaires à long terme en collaboration avec les autorités, elles ont en conséquence décidé de se protéger en rétablissant leur rentabilité dans les plus brefs délais et dans la mesure du possible rembourser toute forme contraignante de soutien public conditionnel, une démarche qui, selon la récente annonce faite par le président Obama, ne semble pas les isoler de la colère des autorités.

Leur principale priorité dans ce climat incertain a été d'éviter de nouvelles pertes de crédit.

La faiblesse de leur portefeuille de prêts dans une économie chancelante, ainsi qu'une reprise interne du pouvoir par les services de gestion du risque se sont traduites par une politique de crédit très stricte. Malgré la pression officielle, il est peu probable que cette position conservatrice change dans un proche avenir, ce qui contribue à ralentir la reprise économique.

La seconde priorité a été d'accroître les revenus. Soulagées par les bénéfices assurés, obtenus sans effort en raison de la politique de taux d'intérêt bas des banques centrales, les institutions financières ont rapidement tiré profit de la forte hausse des marchés. Au cours de cette période, leurs activités sur les marchés ont été florissantes et profitables. Cela leur permet maintenant de verser des bonus généreux, pendant qu'elles en sont encore capables, et de conserver leurs meilleurs opérateurs. Les banques se sont aussi organisées pour préserver la plupart de leurs activités financières sophistiquées, lesquelles sont cruciales pour préserver l'innovation future et le progrès économique. Leur confiance renouvelée envers des modèles de risque qui ont échoué constitue, toutefois, une vulnérabilité si une nouvelle bulle venait à se former.

En fin de compte, les institutions financières, traumatisées par la crise et soumises à des pressions considérables, se sont plus ou moins isolées du secteur économique en général et agissent comme si elles croyaient fermement que l'univers financier se retrouvera bientôt dans les conditions qui prévalaient avant la crise. Par conséquent, elles misent sur le scénario 1 au lieu de promouvoir le scénario 3 plus raisonnable.

Les administrateurs

Le rôle des administrateurs a récemment été remis en question. Dans un effort désespéré de trouver de nouvelles façons de réduire le pouvoir et la rémunération des dirigeants, les autorités de certains pays considèrent la mise en place de lois visant à dissocier davantage les administrateurs des cadres supérieurs et à promouvoir le rôle des administrateurs en tant que défenseurs des intérêts des actionnaires. Diverses mesures ont été proposées, notamment laisser aux organismes de réglementation le soin d'approuver les nouveaux administrateurs de banques, permettre aux actionnaires de s'exprimer davantage sur leur choix et les procédures de rémunération des dirigeants.

Il y a certes un avantage à permettre à une tierce partie de rompre la relation entre la direction et le conseil lorsque celle-ci devient trop amicale et que les administrateurs manquent à leur devoir de contrôler des rémunérations débridées. Toutefois, il est plus difficile de comprendre comment une telle démarche aurait pu protéger les sociétés sinistrées et les institutions financières des conséquences désastreuses de la récente crise. Bien sûr, si les dirigeants ou les administrateurs avaient vu venir l'effondrement financier, ils auraient pris des mesures pour protéger leur société quel que soit le niveau de rémunération ou la relation amicale existant entre les parties. La raison pour laquelle ils n'ont pas agi en ce sens s'explique par le fait qu'ils n'étaient pas en mesure d'évaluer correctement les risques, ce que les organismes de réglementation et les agences de notation ont d'ailleurs été tout autant incapables de faire.

Il est clair que la seule solution consiste à former les administrateurs pour qu'ils puissent évaluer les risques liés à un environnement financier sans cesse plus complexe et à mesurer adéquatement les risques, ce à quoi leur expérience antérieure les prépare rarement. Cette importante condition préalable pour que le scénario 3 se réalise n'a pas été correctement prise en compte jusqu'à présent, de sorte que les membres de conseils d'administration en général misent sur le scénario 1.

3 Que réserve l'avenir?

Les douze derniers mois ont été riches en événements au sein de l'univers financier.

Avec la perspective d'une année, nous pouvons maintenant tenter d'évaluer dans quelle mesure l'attitude des principaux participants et les nombreuses mesures envisagées ou prises ont influencé les chances de chaque scénario.

Les chances du scénario 3, l'option raisonnable, se sont amenuisées

Le scénario 3 offre une solution globale à la crise, dans la mesure où une approche coopérative, approfondie et à long terme est adoptée par les autorités et les acteurs financiers.

Considérant que les politiciens ont été surtout influencés par l'opinion publique et leur prochaine élection ; que les banques centrales sont impatientes de recouvrer le plus rapidement possible les montants énormes prêtés pour soutenir les institutions financières et les risques qui s'y attachent ; que les organismes de réglementation subissent des pressions pour « passer à l'action » ; que les banques critiquées de toute part essaient de survivre et de redresser leur bilan dans les plus brefs délais, il aurait été difficile, au cours de la dernière année, de réunir les parties concernées et de concevoir des mesures à long terme en vue d'éviter une crise future.

Bien sûr, il existe toujours la possibilité qu'un changement d'attitude, à l'initiative des organismes de réglementation, conduise à la mise en place d'un système financier international plus stable. Les États-Unis et l'Union européenne considèrent d'ailleurs la possibilité d'établir de nouvelles dispositions réglementaires dans ce sens, mais ils semblent surtout mettre l'accent sur les façons d'éviter les conséquences nuisibles plutôt que sur des solutions adaptées aux véritables causes de la crise.

La mise en place d'une solution globale pertinente semble donc incertaine étant donné le manque général d'enthousiasme à l'égard d'une telle approche. À titre d'exemple, le directeur général du Fonds monétaire international (FMI) a récemment déclaré que même si la charge que font peser les bulles spéculatives sur l'économie était le prix à payer pour

raviver la croissance en adoptant une politique monétaire souple, une telle politique se justifiait pleinement.

Par ailleurs, il ne va bientôt plus être possible de mettre en place de telles solutions à long terme soit parce que les conditions s'améliorent et le sujet passera de mode (scenario 1) soit parce qu'au contraire, elles se détériorent et une action politique rapide prendra le dessus (scenario 2).

Par conséquent, les chances du scénario 3 sont maintenant faibles.

Scénario 2 : encore possible, mais dans une configuration modifiée

Le scénario 2 original considérait une spirale dépressionnaire rapide. Il est clair que cette possibilité a été évitée par la hausse des marchés. Néanmoins, cela ne signifie pas que cette éventualité soit devenue impossible car les conditions pourraient se détériorer à nouveau après un court sursis.

En effet, l'économie mondiale éprouve encore des difficultés en dépit des divers plans de relance et le taux de chômage élevé continue de représenter une menace pour la consommation. Même si les déficits intérieurs grimpent à une vitesse alarmante et que les déséquilibres entre les pays sur le plan des déficits continuent d'augmenter, les administrations publiques se sentent contraintes de soutenir l'activité économique et de nouveaux projets d'investissements abondent.

Entretemps, les systèmes bancaires demeurent faibles et plusieurs établissements importants continuent d'être soutenus par les pouvoirs publics.

En conséquence, la probabilité d'une nouvelle crise du crédit demeure significative. Cette fois-ci, elle ne serait pas liée au marché immobilier qui s'est maintenant stabilisé, mais toucherait plutôt le seul secteur dont l'endettement croît actuellement à une vitesse extravagante : la dette souveraine. La crise de liquidités de Dubaï en décembre 2009 et les difficultés actuelles de plusieurs pays de la zone euro, dont l'Espagne, le Portugal ou la Grèce, sont autant de coups de semonce qui pourraient être les signes précurseurs d'une nouvelle crise. En effet, si la confiance dans la dette ou dans la devise de pays plus importants commence à se détériorer, le scénario 2 pourrait reprendre ses droits.

Dans cette version modifiée, le scénario 2 semble plus probable à ce moment-ci que le scénario 3.

Scénario 1 : le culte du court terme et la tentation qu'il représente

Parmi les causes de la crise financière qui ont été établies dans le cadre de l'analyse de l'an dernier, la plus importante est sans doute la montée du « court-termisme ». Les récents événements démontrent que les plus récentes nouvelles et tendances ont de plus en plus d'influence sur les prises de décisions.

De surcroît, la plupart des parties prenantes ont un intérêt réel à ce que les conditions reviennent à leur état initial pré crise.

En effet, dans le cadre d'une reprise économique globale, les banques seront heureuses de rembourser leurs prêts gouvernementaux et retrouver leur indépendance. Les banques centrales feront le ménage de leurs bilans. Les gouvernements, après avoir tiré le meilleur avantage politique des événements récents récupéreront leurs prêts et accueilleront avec soulagement le retour de la croissance économique, condition préalable à leur réélection. Seuls les organismes de supervision feront l'effort de s'assurer que ce type d'événements ne se reproduisent plus, mais dans un contexte aussi euphorique, il est probable que les réformes ne soient que modestes.

Comme les récents événements nous l'ont appris, le problème réside dans le fait que de telles conditions sont propices à de nouvelles bulles spéculatives. Cette fois-ci, les liquidités phénoménales en jeu signifient que l'ampleur du problème serait d'autant plus considérable. Ceci est d'autant plus vrai que les banques centrales ne possèdent pas d'outils efficaces pour déceler à temps de nouveaux excès et qu'elles n'ont même pas décidé si leur mandat couvre l'inflation des actifs

Des bulles spéculatives d'une ampleur à la mesure des capitaux flottants actuels ne peuvent se développer que sur des marchés capables d'absorber de tels montants.

Dans le document de l'an dernier, nous soutenions que le marché immobilier n'était pas prêt de retourner en mode spéculatif et les récentes statistiques confirment cette opinion. Il reste donc les marchés boursiers, les matières premières (incluant les métaux précieux) et les devises étrangères comme candidats possibles à la prochaine poussée spéculative. Les banques centrales semblent pour l'instant exercer un contrôle raisonnable sur les devises étrangères, mais les actions cotées en bourse (surtout celles des marchés émergents) et les matières premières montrent les premiers signes d'un comportement spéculatif.

Dans l'ensemble, le scénario 1, même s'il est loin d'avoir définitivement pris le dessus, semble, pour l'instant, plus probable que les deux autres.

Et ainsi...

Il n'est pas encore possible de déterminer la trajectoire définitive de la crise financière actuelle. De nombreuses questions demeurent encore sans réponse. Cependant, au cours des douze derniers mois, les mesures prises et l'attitude des principales parties prenantes semblent favoriser un retour aux conditions qui prévalaient avant la crise.

L'économie mondiale pourrait encore glisser, vers une sérieuse récession si un problème lié à la dette souveraine fait surface et que la panique s'installe, mais cette éventualité toujours possible semble moins probable qu'il y a un an.

Enfin, les chances de trouver une solution plus stable à long terme n'ont pas disparu, mais se sont sérieusement amenuisées.

Dans tous les cas de figure, ce qui est certain est que l'on peut s'attendre, sans risquer de se tromper, à ce que la volatilité demeure élevée dans un avenir rapproché.