



REVUE D'ANALYSE COMPARÉE EN ADMINISTRATION PUBLIQUE

www.telescope.enap.ca

Vol. 20, n° 1, 2014

SORTIE DE CRISE

« ***This time is different!*** »

Dix leçons pour la prochaine crise »

Par *François Boutin-Dufresne*

Pour citer cet article :

Boutin-Dufresne, F. (2014). « *This time is different!* Dix leçons pour la prochaine crise », *Télescope*, vol. 20, n° 1, p. 150-164,

www.telescope.enap.ca/Telescope/docs/Index/Vol_20_no_1/Telv20_no1_Boutin-Dufresne.pdf

DÉPÔT LÉGAL

BIBLIOTHÈQUE ET ARCHIVES NATIONALES DU QUÉBEC, 2014

BIBLIOTHÈQUE ET ARCHIVES CANADA, 2014

ISSN 1929-3348 (en ligne)

Le choix des thèmes et des textes de *Télescope* fait l'objet d'une réflexion collégiale de la part des membres de L'Observatoire. Avant publication, tout article est soumis à un comité composé d'universitaires qui évalue son acceptabilité. En cas de controverse sur un article ou sur une partie d'un article, l'auteur est avisé. La révision linguistique est obligatoire. Elle est assurée par les services spécialisés de l'ENAP. La reproduction totale ou partielle de *Télescope* est autorisée avec mention obligatoire de la source. Les professeurs d'établissements d'enseignement ne sont pas tenus de demander une autorisation pour distribuer des photocopies.

Les numéros réguliers de la revue *Télescope* sont indexés dans EBSCO, Repère et Érudit (www.erudit.org/revue/telescope)

Télescope bénéficie du soutien financier de l'ENAP et du gouvernement du Québec.

INFORMATION ET ABONNEMENTS

eve.cloutier@enap.ca | 418 641-3000, poste 6574 | www.telescope.enap.ca

THIS TIME IS DIFFERENT! DIX LEÇONS POUR LA PROCHAINE CRISE

Par **François Boutin-Dufresne**¹, Économiste, Fonds monétaire international
fboutindufresne@imf.org

RÉSUMÉ Après avoir fait une courte genèse des réponses institutionnelles et politiques données aux crises économiques et financières les plus marquantes de l'histoire, cet article s'intéresse à certains facteurs qui pourraient expliquer la difficulté des pouvoirs publics à prévoir et à gérer les crises financières. Il postule que les gouvernements ont rarement été en mesure de prévenir les crises et que la gestion de ces dernières a souvent été problématique. Le texte survole ensuite les difficultés qui ont été rencontrées par les divers pouvoirs publics, agences réglementaires, banques centrales et investisseurs publics et privés avant et pendant la Grande Récession. Alors que le rôle central joué par les États-Unis et ses institutions fait l'objet d'une analyse détaillée, cet exposé proposera quelques pistes d'action qui pourraient augmenter le degré de préparation des autorités publiques afin de mieux anticiper la prochaine crise.

ABSTRACT After a short genesis of various institutional and policy responses that followed financial crises, this article will focus on factors that could explain the difficulty of Governments in anticipating and managing such events. It will argue that Governments have rarely been able to prevent crises and that the management of the latter has often been problematic. The article will then describe some of the key issues encountered by public agencies, central banks and public and private investors before and during the great recession. While the central role played by the United States and its agencies is the subject of a more detailed analysis, this paper will propose some avenues for action that could increase the preparedness of governments and public agencies to better anticipate and help manage the next crisis.

¹ Washington DC. L'auteur, qui s'exprime ici à titre personnel, tient à remercier Étienne Gagnon du Board of Governors de la Federal Reserve pour ses commentaires et échanges fructueux.

The problems that exist in the world today cannot be solved by the level of thinking that created them.

Albert Einstein

When depression economics prevails, the usual rules of economic policy no longer apply: virtue becomes vice, caution is risky and prudence is folly.

Paul Krugman, New York Times, 14 novembre 2008

Les crises économiques et financières ont souvent été à l'origine des plus importantes révolutions politiques et institutionnelles dans l'histoire, et ce, particulièrement au XX^e siècle. Depuis 2007, l'éclatement de la bulle immobilière et ses impacts globaux sur les marchés financiers et sur l'économie réelle ne cessent de rappeler l'importance pour les pouvoirs publics d'être constamment en mesure de s'adapter aux « nouvelles normales ». Cinq ans après le début de la Grande Récession, force est de constater qu'encore une fois, les *policy makers* ont mieux su guérir que prévenir, et cela n'a pas été sans conséquence sur le bien public.

■ 800 ANS DE CRISES FINANCIÈRES : NOUVELLES INSTITUTIONS, NOUVEAUX DÉBATS

This time is different : Cette expression figure parmi les plus dangereuses dans le monde financier. Souvent utilisée par les courtiers en valeurs mobilières annonçant la prochaine valeur en bourse qui explosera à la suite d'une énième révolution technologique, elle a souvent préfiguré les crises financières. Selon cet adage, investir dans des entreprises comme Enron et Nortel – qui avaient toutes deux des capitalisations boursières extrêmement élevées en regard des profits espérés – paraissait tout à fait loisible dans les jours précédant leur effondrement. Le célèbre économiste Irving Fisher – père de la théorie du capital et de l'intérêt en finance – affirmait lui-même quelques jours avant le jeudi noir de 1929 que la bourse avait atteint « un nouveau plateau permanent », et ce, juste avant de perdre une grande partie de sa fortune dans l'effondrement boursier qui a suivi.

La réalité veut que la plupart des crises économiques et financières ont été précédées de moments d'euphorie trouvant peu d'explication rationnelle dans l'histoire, moments pendant lesquels la débâcle était également prévisible. L'économiste John K. Gailbraith s'est intéressé à cette dynamique et a trouvé que les acteurs économiques – gouvernements, entreprises, marchés ou investisseurs – avaient la mémoire particulièrement courte à l'égard de l'histoire des euphories financières et des crises économiques (Gailbraith, 1994). Un peu comme des amnésiques qui n'arrivent pas à apprendre de leurs erreurs, ceux-ci ont tendance à croire de façon quasi systématique que les booms immobiliers et financiers peuvent durer éternellement. Cela a été vrai dans la Hollande du XVI^e siècle – où l'on échangeait un bulbe de tulipe contre une ferme entière parce que les tulipes étaient devenues un *objet de culte* –, vrai aussi lors de la galère boursière des *roaring twenties* d'avant le jeudi noir de 1929. Plus récemment, ce même comportement s'est répété lors la frénésie de la « nouvelle ère » d'Internet et de la bulle immobilière du nouveau millénaire.

Dans les périodes euphoriques, les règles de gouvernance élémentaires sont également souvent outrepassées, voire bafouées, tant dans les entreprises, dans les institutions publiques et chez les investisseurs. Les cas d'espèce sont nombreux : gouvernance d'entreprise défaillante chez Enron, absence de murailles de Chine dans les banques d'investissement entre les activités de courtage et d'*investment banking*, complaisance des agences de notation dans l'évaluation des titres financiers, fraudes financières à la Bernard Madoff et finalement, investisseurs négligents prenant des risques inconsidérés pour le compte de leurs clients.

Fût-ce d'une réponse politique et économique musclée et d'une refondation majeure de la pensée et de la pratique de politique économique, la Grande Récession aurait pu devenir aussi catastrophique que la Grande Dépression. Le souvenir de cette dernière a d'ailleurs été au cœur de l'action économique qui s'est manifestée dans plusieurs pays durant les cinq dernières années. L'un des principaux architectes de cette pensée a été le président de la Federal Reserve Board of Governors, Ben Bernanke, qui a su puiser dans son expérience universitaire sur la Grande Dépression et sur l'effondrement financier de l'économie japonaise des années 1990 pour imaginer la réponse à donner à la crise.

De façon intéressante, cette crise a hissé les banques au rang de « fournisseurs essentiels » des économies modernes. Elles ont *de facto* obtenu un rôle qui empêcherait tout gouvernement de les laisser faire faillite à la suite de leur prise de risque exagérée, étant donné l'importance du crédit dans la structure économique des pays. En cela, les plans de sauvetage bancaires mis sur pied par les gouvernements et les banques centrales ont suivi les prescriptions de Milton Friedman qui, d'après son étude des causes de la Grande Dépression des années 1930 et des faillites bancaires qui ont suivi (Friedman et Schwartz, 1963), avait souligné l'importance pour les pouvoirs publics d'éviter les faillites bancaires, quitte à temporairement nationaliser les banques jusqu'au retour à la solvabilité et à une certaine normalité économique.

Tel qu'anticipé par Ben Bernanke et Paul Krugman, le scénario postcrise à la japonaise semble se répéter mais cette fois à plus grande échelle. Dans plusieurs pays, les dettes publiques sont en forte hausse, le vieillissement accéléré des populations et la faible création d'emploi commencent déjà à peser sur la croissance. Par ailleurs, le plafonnement des valeurs immobilières et un secteur bancaire qui continue à restreindre le crédit à l'entreprise privée cinq ans après la crise sont autant d'autres signes de stagnation à la japonaise.

■ COOPÉRATION GLOBALE, EMBÂCLES NATIONAUX : LE RETOUR DU LÉVIATHAN?

Cinq ans après la faillite de Lehman Brothers, on peut dire que la réponse à la dernière crise a été exemplaire. Le paysage institutionnel global s'est passablement transformé, un peu comme dans les années qui ont suivi la Seconde Guerre mondiale. Le sommet du G20 de Pittsburgh de 2009 aura été la pierre angulaire d'une série de réformes visant à mieux coordonner les réponses à la crise – du jamais vu depuis la conférence de Bretton Woods qui a mené à la création du Fonds monétaire international (FMI) et de la Banque mondiale en 1944 – et a établi les nouvelles fondations d'une réglementation financière plus contraignante à l'égard du secteur financier mondial. Pour une des premières fois dans l'histoire des rencontres du G7, du G8 et du G20, les aspects multinationaux de la réglementation financière ont fait l'objet d'engagements soutenus de la part de la communauté internationale. La crise a également forcé une meilleure coopération entre les banques centrales, les ministères des Finances, le FMI, la Banque des règlements internationaux, le Conseil de la stabilité financière.

Fait exceptionnel dans l'histoire économique, plusieurs institutions financières et entreprises privées ont dû se rapprocher des autorités gouvernementales pour éviter leur propre faillite. Ensemble, les gouvernements et les secteurs privés ont dû mettre en œuvre des solutions improvisées, souvent imaginées à la toute dernière minute – afin d'éviter l'effondrement. Au bord du précipice, les gouvernements ont dû mettre en œuvre des plans de sauvetages – dont le *Troubled Asset Recovery Program* – et des plans de relance économique d'une ampleur jamais vue. Au même moment, les banques centrales abaissaient conjointement leurs taux directeurs tout en assurant le maximum de liquidité dans le marché interbancaire – lui-même touché par de sérieux soubresauts. Aux États-Unis, la stratégie de nationalisation de banques, compagnies d'assurances et de quelques-uns des plus grands fleurons industriels rappelait beaucoup plus la pensée économique qui prévalait dans l'Europe d'après-guerre que celle soutenue par l'Administration Bush. Certains faisaient même référence à la stratégie économique de Lénine qui, en prenant le contrôle de larges pans de l'économie russe, assurerait la croissance et le bien-être économique de tous².

Plusieurs commentateurs médiatiques s'attendaient à voir ces nationalisations mal tourner en raison de l'incapacité chronique des États à gérer efficacement des entreprises privées. Cette phase de nationalisation s'est avérée être un succès à plusieurs égards : d'une part, des milliers d'emplois ont été préservés, ainsi que les revenus fiscaux afférents; d'autre part, le retour à la rentabilité de ces entreprises a permis aux gouvernements de revendre certaines de leurs participations financières dans les entreprises temporairement nationalisées à profit.

Cela dit, cette refondation de la politique économique aura eu pour effet de diviser davantage les partis de gauche et de droite dans plusieurs pays. Aux États-Unis, du côté droit, le *Tea Party* et ses représentants au Congrès ont continuellement souhaité minimiser la taille du stimulus fiscal³ proposé par l'Administration Obama et ont fortement remis en question la pertinence de la politique d'assouplissement monétaire mise en place par la *Federal Reserve*. Plus de 200 économistes signèrent une lettre dans le *New York Times* pour s'opposer au *package* arguant que les stimuli fiscaux sont rarement efficaces et constituent des dépenses publiques injustifiées. Du côté gauche, dont l'une des têtes d'affiche est le prix Nobel et chroniqueur économique au *New York Times* Paul Krugman, on suggérait que le stimulus proposé serait insuffisant pour remettre l'économie américaine sur les rails⁴, ce qui aurait pour effet d'occasionner des effets permanents et structurels sur le marché de l'emploi et les inégalités dans le pays.

Au milieu de ce débat, le FMI suggérait que pour chaque dollar dépensé en stimulus fiscal⁵, jusqu'à 1,50 \$ d'activité économique était généré. Ce multiplicateur fiscal, qui avait jusque-là été considérablement sous-estimé par l'institution⁶, devait venir soutenir la thèse de ceux qui croyaient que les plans de relance auraient dû être plus importants et que l'austérité budgétaire se devait d'être minimisée.

² Voir, King, Arnold, *The New Commanding Heights*, Cato Institute, <http://www.cato.org/publications/commentary/new-commanding-heights>

³ Le stimulus package des États-Unis équivalait à 787 milliards de \$ US à être dépensés entre 2009 et 2019.

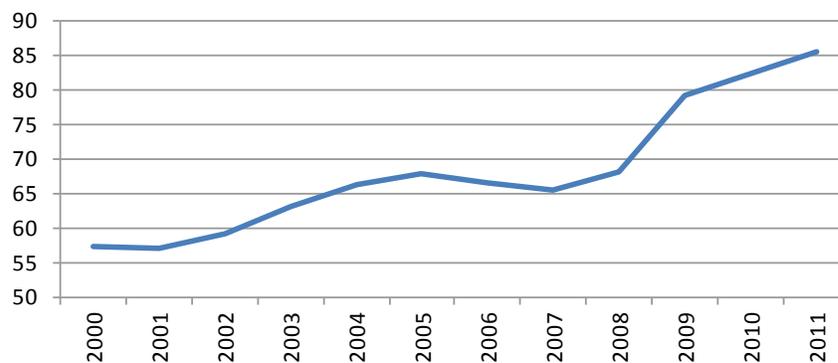
⁴ Voir le blogue de Paul Krugman, <http://krugman.blogs.nytimes.com/2011/09/05/on-the-inadequacy-of-the-stimulus/>, suggérant que le stimulus aurait pu être quadruplé considérant l'ampleur de la crise. Le choc du PIB venant de la hausse de l'épargne des ménages et le ralentissement des mises en chantier suggèrent une contraction de 6 %, alors que le stimulus fiscal a été de 1,5 %.

⁵ Voir le IMF World Economic Outlook, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/02/>

⁶ Le FMI estimait antérieurement le multiplicateur fiscal 0,50 \$ d'activité économique générée par chaque dollar de dépense des gouvernements.

Malgré ces succès relatifs, le monde postcrise aura également donné naissance au plus grand cycle d'endettement public depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale. Cela est d'autant plus contrastant qu'à la fin des années 1990, le gouvernement américain envisageait de rembourser en totalité sa dette publique au cours de la première décennie du nouveau millénaire⁷. C'est ainsi que depuis 2007, le stock de dette publique des pays avancés du G20⁸ a augmenté d'au moins 20 points en pourcentage du PIB (Graphique 1). Une décennie plus tard, les dettes publiques ont pris le chemin inverse à la suite des programmes de relance fiscaux et les plans de sauvetage financiers opérés à l'égard des banques, institutions financières (Fannie Mae et Freddie Mac, par exemple) et autres entreprises privées que l'on estimait trop importantes pour les laisser faire faillite (par exemple General Motors).

GRAPHIQUE 1 : RATIO DETTE PUBLIQUE/PIB : PAYS AVANCÉS DU G20, 2000-2011 (%)



Source : FMI

Ce cycle de réendettement, venu en second temps de la crise financière, a lui-même généré son lot de débats dans la profession économique et financière. Parmi ceux-ci, la taille optimale de la dette publique a fait l'objet de plusieurs délibérations – non sans controverses⁹ – afin de maximiser les perspectives de croissance à moyen terme. Aujourd'hui, les dettes de plusieurs pays approchent le seuil psychologique des 100 % du PIB, voire même plus de 250 % dans le cas du Japon. Leur soutenabilité – de même que leur impact probable sur la croissance future – fait maintenant partie intégrante des débats de politiques publiques, autant dans les médias, parlements nationaux que dans les forums de coopération internationaux.

Aux États-Unis, l'élection du président Obama en 2008 et sa réélection en 2012 ont par ailleurs vu la naissance du *Tea Party* qui, avec d'autres groupes républicains radicaux, a mar-

⁷ En 2000, le président Bill Clinton estimait que les États-Unis étaient en voie d'éliminer complètement la dette fédérale avant 2010. Voir http://clinton4.nara.gov/WH/new/html/Fri_Dec_29_151111_2000.html

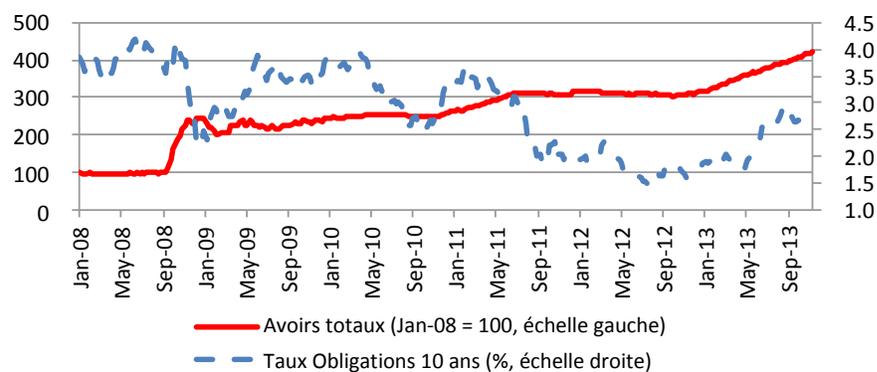
⁸ Canada, France, Royaume-Uni, États-Unis, Japon, Allemagne, Italie, Corée du Sud. Source : Fonds monétaire international : Historical Public Debt Database, Automne 2012, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/data/wp10245.zip>

⁹ Reinhart et Rogoff avaient initialement estimé à 90 % le ratio dette/PIB au-delà duquel la croissance économique future pourrait être menacée. Ceux-ci se sont ravisés à la suite de la découverte d'une erreur de calcul dans leurs travaux par deux économistes de l'Université de Dartmouth.

Voir : <http://www.newyorker.com/online/blogs/johncassidy/2013/04/the-rogooff-and-reinhart-controversy-a-summing-up.html>

telé la fin imminente de l'économie capitaliste qui allait, selon eux, irrémédiablement crouler sous les dettes publiques. Ces scénarios catastrophes ne se sont à ce jour jamais matérialisés. Au contraire, les marchés obligataires sont toujours aussi avides de titres de dette souveraine de plusieurs États du G7 – incluant les États-Unis – et même de plusieurs pays la zone euro dite « périphérique »¹⁰, même ceux qui ont vu leurs titres de dette décotés par les agences de notation. Étant donné la liquidité soutenue des marchés boursiers et obligataires, les gouvernements ont même pu profiter de taux d'intérêt historiquement bas pour financer leurs dépenses budgétaires. De surcroît, l'assouplissement quantitatif sans précédent mis en place par la Federal Reserve – quadruplant ainsi les actifs de l'institution depuis 2007 – a poussé certains à craindre que l'hyperinflation était aux portes des États-Unis et viendrait décimer l'économie comme elle a pu le faire au Zimbabwe et en Argentine.

GRAPHIQUE 2 : BILAN DE LA FEDERAL RESERVE ET TAUX OBLIGATAIRES, 2008-2013



Source : Federal Reserve

Au contraire, l'une des grandes révélations de l'après-crise aura sans doute été l'absence d'inflation – voire même d'un retour à une période de déflation – et ce à la surprise de plusieurs économistes. Dans un des chapitres de son *World Economic Outlook* intitulé *The dog that didn't bark*¹¹, le FMI soutenait que les attentes en matière d'inflation dans plusieurs pays avancés étaient telles que les banques centrales étaient maintenant en position de poursuivre leur assouplissement quantitatif pour une période prolongée. Dans ce contexte, l'économiste en chef du FMI et professeur au Massachusetts Institute of Technology – Olivier Blanchard – a lui-même affirmé que les pays qui disposaient de politiques monétaires indépendantes et de taux de change flexibles pouvaient même reconsidérer leurs cibles d'inflation pour les ramener autour de 4 %, voire même de 6 à 7 %, plutôt que les 2 % généralement sous-entendus dans la profession (Blanchard, Dell'Ariccia et Mauro, 2010).

¹⁰ La zone périphérique comprend entre autres l'Espagne, le Portugal et la Grèce.

¹¹ World Economic Outlook, IMF, April 2013.

■ **TOO BIG TO FAIL: UN RÔLE SOCIAL POUR LE SECTEUR FINANCIER?**

Allan Greenspan, ex-directeur de la Federal Reserve, était d'avis que les banques avaient toutes les incitations du monde à prendre un niveau de risque dit « juste ». En maximisant l'encours de crédit à l'égard des fonds propres de la banque (*leverage*), ces mêmes institutions financières étaient à même de garantir d'intéressants rendements financiers à leurs actionnaires tout en jouant leur *rôle social* d'offrir des prêts aux individus, entreprises et institutions publiques pour le bien de l'économie tout entière. Dans l'esprit de Greenspan, la réglementation bancaire devenait accessoire – un peu comme l'a montré la décision de l'administration Clinton avec Larry Summers comme secrétaire au Trésor – d'autoriser le décloisonnement des banques commerciales et des banques d'investissements¹² – lorsque celui-ci croyait que ces mêmes institutions étaient le plus à même de juger du niveau de risque adéquat. Dans un contexte où la structure de rémunération des dirigeants des banques et *hedge funds* était intimement liée à la performance financière de ces entreprises, cette pratique encourageait une prise de risque sous-optimale tout en mettant la stabilité financière de ces institutions et du système entier en danger.

Par la bande, Greenspan admettait-il l'incapacité des autorités réglementaires d'assumer pleinement leurs responsabilités. Faute de ressources humaines compétentes – qui voudrait être employé à la réglementation des produits dérivés sachant qu'en travaillant comme acteur dans ce même marché on peut potentiellement multiplier son salaire par 10 –, celles-ci n'ont pas vu le loup entrer dans la bergerie et n'ont su prévenir la crise. Dans la réédition de ses mémoires, Greenspan (2007) affirmait qu'il avait jadis eu tort de croire que le système financier pourrait s'autoréguler sans trop de supervision des pouvoirs publics. *Too little too late*.

Dans leur livre *13 Bankers* (2011), Simon Johnson, ex-économiste en chef du FMI et professeur à Harvard, et l'historien James Kwak expliquent les ramifications politiques du sauvetage financier sans précédent du secteur bancaire américain par des fonds publics. Comme bien d'autres, ils soulignent que les banques et leurs banquiers – même dans un monde postcrise – n'ont toujours pas changé leur comportement quant à la prise de risques excessifs dans le secteur financier. Après tout, outre des cas de fraude financière à la Bernard Madoff, peu d'individus – voire aucun – n'ont officiellement été inculpés de quelque crime que ce soit dans cette saga, ce qui montre peut-être la faiblesse ou même l'échec des régulateurs et du législateur à protéger le système contre ses propres vautours. Dans un entretien récent sur la chaîne *Bloomberg Business*, Hank Paulson, ex-secrétaire du trésor sous l'administration Bush – l'un des architectes du plan de sauvetage de 2008 – manifestait sa frustration à l'égard du secteur financier en plein sauvetage par les fonds publics – il a lui-même fait l'essentiel de sa carrière chez Goldman Sachs – lorsque Wall Street s'est octroyé des bonus qui s'élevaient à 18 milliards de dollars en 2008 et à 23 milliards en 2009¹³.

En Europe, la crise financière a rapidement migré vers une crise des dettes souveraines qui est soudainement devenue beaucoup plus menaçante qu'aux États-Unis. Alors que les institutions financières étaient déjà affaiblies par leurs portefeuilles de prêts immobiliers,

¹² La *Glass Steagall Act* (ou *Banking Act*) avait été créée en 1933 pour séparer les activités d'investissements des banques de leurs activités d'intermédiation financière. En 1999, l'administration Clinton décida d'abroger cette loi et ainsi décloisonna ces deux activités ce qui permit aux institutions financières de revenir à leur modèle d'avant la crise de 1929.

¹³ Voir *Bloomberg Business Five Years from the Brink* : <http://www.bloomberg.com/now/2013-09-16/hank-five-years-from-the-brink-available-now/>

leur haut niveau de *leverage* et une liquidité interbancaire en déroute, celles-ci ont dû être renflouées à la suite de leurs investissements dans les titres de dette souveraine des pays les plus récemment entrés dans la zone – on pense ici à la Grèce, au Portugal et à l'Espagne. C'est ce que certains ont appelé l'effet *boomerang* : les banques font crédit aux gouvernements de la zone euro qui, eux-mêmes affaiblis par la crise, voient leurs titres obligataires décotés, ce qui a pour effet de réduire la valeur de ces titres et d'augmenter le coût de financement. Les gouvernements doivent ensuite renflouer les banques afin de maintenir ces mêmes banques en vie et tenter de préserver le flot de crédit aux entreprises et aux particuliers. La crise financière de 2007-2008 et le grand sauvetage qui s'en est suivi nous ont donc rappelé le rôle « social » des banques : fournir du crédit pour assurer la croissance économique. Les gouvernements ont appris des leçons tirées de 1929 et des écrits de Milton Friedman *Sans crédit point de salut*. *Addicted to Credit*, disait-on dans les grandes capitales.

■ DES PROPRIÉTAIRES ET DES INVESTISSEURS AVEUGLÉS

Le cataclysme de 2007-2008 a également révélé la naïveté de certains des plus grands investisseurs de la planète. Des propriétaires immobiliers, des agences paragouvernementales, des grandes caisses de retraite aux investisseurs individuels en passant par des gestionnaires de patrimoine, tous se sont fait prendre au jeu de la « certitude ». Même les Fannie Mae et Freddy Mac, deux agences paragouvernementales qui ont pour objectif de promouvoir l'accès à la propriété aux États-Unis, avaient garanti une importante somme de prêts immobiliers non performants. Au Canada, les investissements dans les produits commerciaux adossés à des actifs (PCAA) et dans d'autres produits dérivés basés sur des prêts immobiliers douteux ont rappelé l'importance de faire une analyse poussée et indépendante des risques associés à chaque investissement. Aux États-Unis, la débâcle a même éclaboussé certaines agences de notation qui ont fait face à des accusations de complaisance, elles qui pourtant étaient au-dessus de tout soupçon avant la crise.

En Europe, certains épargnants britanniques et néerlandais ont été attirés par les forts taux d'intérêt offerts par les banques islandaises avec leurs produits labellisés *icesave*, et ce, à un moment où l'économie islandaise avait une structure économique qui ressemblait plus à celle d'un *hedge fund* qu'à celle d'une économie « normale ». En 2008, lorsque le modèle de financement du système financier islandais s'est effondré, les chants de sirènes sont vite devenus un cauchemar pour les épargnants qui ont perdu tous leurs avoirs avec l'éclatement économique du pays. Dans cette période euphorique, un peu comme la période des tulipes en Hollande de l'époque du XVI^e siècle, les investisseurs-épargnants se cachèrent derrière de supposées certitudes pour justifier leurs décisions. Étant donné le programme d'assurance-dépôts en vigueur à l'époque en Islande, Les Britanniques et les Hollandais demeureraient convaincus de la capacité de l'Islande à rembourser ses déposants internationaux malgré la taille délirante du secteur financier dans le pays, et ce, même en cas de faillite bancaire¹⁴. La débâcle a même donné lieu à d'intéressants débats publics transnationaux – dont un référendum sur le remboursement des épargnants d'outre frontière floués¹⁵

¹⁴ La taille des actifs financiers de l'Islande représentait 900 % du PIB du pays à leur sommet en 2008. Le gouvernement Islandais offrait une assurance dépôt aux déposants internationaux en devises étrangère ce qui mettait à risque les réserves de change et le taux du change du pays en cas de faillite bancaire en Islande.

¹⁵ Pour qui s'intéresse aux politiques publiques, l'expérience islandaise lors du referendum de 2011 est des plus intéressantes. Le fait que le grand public se soit intéressé à une question complexe comme l'assurance dépôt en dit long sur la capacité du public à comprendre et prendre position sur des questions complexes.

– soulevant pour la première fois dans l’histoire la responsabilité des États dans la provision de l’assurance dépôt à l’échelle transnationale.

■ PLUS DE RÉGULATION, PLUS DE COMPLEXITÉ, MOINS DE RISQUES?

Dans un discours présenté dans le cadre du forum annuel des banquiers centraux à Jackson Hole au Wyoming¹⁶, Andy Haldane, alors membre du comité de supervision financière de la Banque d’Angleterre, décrivait la difficulté pour l’appareil réglementaire et institutionnel à bien saisir les changements et la complexité grandissante des marchés et du secteur financier. Son discours décrivait la difficulté pour les autorités publiques de prendre des décisions majeures dans l’incertitude parfois totale – on peut penser ici aux quelques jours où le secrétaire du Trésor, Hank Paulson, accompagné de son successeur alors président de la New York Fed, Tim Geithner, décidèrent de nationaliser deux des plus importantes institutions financières américaines : Bear Stearns et American International Group.

De tous les pays, ce sont les États-Unis et la Grande-Bretagne qui ont vu leurs appareils réglementaires être le plus transformés par la crise. Chez les premiers, la loi *Dodd-Frank* a profondément changé le rôle de la Federal Reserve en lui octroyant un rôle de supervision financière plus contraignante pour les banques et autres institutions financières. De même, la nouvelle loi contient plusieurs provisions liées au provisionnement minimum en capital des institutions financières, un meilleur encadrement des marchés à terme (*futures*) ainsi que des dispositions visant à augmenter les niveaux de protection des consommateurs en matière de produits financiers. En Grande-Bretagne, le gouvernement a aboli son régulateur financier historique – le Financial Services Authority – et a octroyé tous les pouvoirs de supervision financière à la Banque d’Angleterre ainsi qu’à deux institutions prudentielles nouvellement créées¹⁷. Sur le continent européen, la BCE a de son côté mis sur pied un régulateur unique du système bancaire paneuropéen (union bancaire) qui a pour mandat de régionaliser la surveillance et la supervision financière dans la zone euro.

■ RÉGLEMENTATION FINANCIÈRE, ADMINISTRATIONS PUBLIQUES : COMMENT INNOVER?

La crise a mis au jour l’ignorance qu’ont souvent les pouvoirs publics de la complexité du fonctionnement pratique des institutions financières. Ceux-ci-ci n’avaient souvent qu’une connaissance trop limitée des liens entre les marchés financiers et l’économie réelle. Dans les ministères des Finances, les banques centrales et les institutions internationales – là où souvent on garde son emploi toute sa carrière, très peu de gens avaient travaillé dans le secteur financier, sur un *trading desk*, ou dans un service de gestion des risques d’une grande institution financière; et encore moins dans un *hedge fund*. Qui plus est, à moins d’être à la tête de la hiérarchie de ces organisations, très peu d’employés de celles-ci – c’est encore le cas aujourd’hui – disposaient d’un réseau professionnel informel pour les aider à mieux appréhender le déroulement de la crise. Dans un moment épique de la finance médiatique, Jim Cramer, ex *hedge fund manager* et commentateur financier de la chaîne américaine CNBC¹⁸, rappelait que l’épisode de stress financier extrême que traversaient les banques américaines requérait des solutions concrètes plutôt qu’une réponse théorique typique-

¹⁶ Andy Haldane, *The dog and the frisbee, and Mr Vasileios Madouros, The changing policy landscape*, Jackson Hole, Wyoming, 31 August 2012. Voir <http://www.bis.org/review/r120905a.pdf>

¹⁷ Voir <http://www.bbc.co.uk/news/business-21987829>

¹⁸ Extrait accessible à : <http://www.youtube.com/watch?v=SWksEJQEYVU>

ment donnée par la Federal Reserve. Celui-ci rappelait l'ignorance du « côté pratique » du fonctionnement des institutions financières dans certaines banques centrales – particulièrement quand vient le temps de résoudre une crise majeure.

Par ailleurs, plusieurs économistes ont critiqué la rigidité du cadre d'analyse et la hiérarchie des banques centrales à l'époque de la crise – incluant la Banque du Canada et le ministère des Finances. Pour qui a travaillé dans des institutions publiques, il apparaît facile de comprendre que toute non-obéissance aux propos parfois complaisants visant à plaire à une hiérarchie administrative – dans lesquels toute prise de risques ou de créativité institutionnelle est souvent découragée – peut représenter un *career limiting move*, et ce, même si quelques brillants analystes avaient pu voir cette crise venir.

■ UNE CRISE PERMANENTE?

En 2008 et 2009, on s'interrogeait sur la forme de la récession – en V, en U ou en L? – à savoir si ce qui a été appelé la *Grande Récession* allait plutôt être courte ou plutôt durer deux voire trois ans. Bien que les marchés financiers aient montré un certain regain de confiance et que la récession soit techniquement terminée dans plusieurs pays, bien peu sont prêts à dire que cette crise est derrière nous. On parle même de récession en L. Certains effets commencent même à montrer des signes de permanence, ce qui sème une grande inquiétude chez certains décideurs publics. Au-delà de l'augmentation des niveaux d'endettement des gouvernements dans les deux années qui ont suivi 2007, plusieurs sont d'avis que celle-ci aura des dommages permanents.

Dans plusieurs pays développés, on observe une hausse du taux de chômage structurel et un niveau de sous-emploi anormalement élevé comparativement aux récessions précédentes, particulièrement chez les jeunes générations. Dans ces mêmes pays, des sondages pointent vers un pessimisme grandissant quant aux perspectives économiques à moyen terme. Par ailleurs, les effets de richesse liés à l'effondrement des marchés financiers en 2008 – notamment sur les caisses de retraite et les caisses de sécurité sociale dans les pays développés – assureront de distribuer les répercussions de cette crise sur plusieurs générations. Malgré l'ampleur des pertes financières, peu de gouvernements ont altéré les mécanismes de financement de ces institutions, laissant même plusieurs d'entre elles dans un état de sous-financement et de quasi-faillite actuarielle¹⁹. De même, les taux d'actualisation souvent utilisés par celles-ci sont devenus irréalistes en regard des perspectives de croissance et de taux d'intérêt à l'échelon mondial et de l'augmentation tendancielle de la volatilité financière au cours de la dernière décennie.

Finalement, un peu à l'image du mouvement *Occupy*, la crise, par les effets redistributifs de la dévaluation des actifs immobiliers et boursiers, a également accru les inégalités de richesse entre les super riches (1 %) et une classe moyenne qui bénéficie de moins en moins du revenu national, cette même classe moyenne qui devra travailler davantage et plus longtemps en prévision de la retraite.

¹⁹ Avec des taux d'intérêt historiquement bas, la valeur actualisée de certains régimes de retraite reste en deçà des niveaux optimaux de solvabilité. Pour le cas du Québec, voir le Rapport du comité d'experts sur l'avenir du système de retraite sur l'avenir (rapport d'Amours), http://www.rmq.gouv.qc.ca/fr/rapport_comite/Pages/landing.aspx

■ MUTATIONS DANS LA PENSÉE ÉCONOMIQUE : DE LA GRANDE MODÉRATION À LA GRANDE RÉCESSION

The problem with quantitative easing is that it works in practice, but it doesn't work in theory.

Ben Bernanke, dans son entrevue de fin de mandat au *New York Times*, 14 janvier 2014.

Au tournant des années 2000, la pensée économique s'était installée dans une confortable période appelée la Grande Modération. Ce furent les plus belles années de croissance aux États-Unis et en Europe depuis l'époque des Trente Glorieuses. Partout dans le monde développé, les taux d'intérêt étaient bas, l'inflation contrôlée, la croissance économique soutenue par la venue de nouvelles technologies de l'information, des innovations financières et un secteur immobilier en forte croissance. Les dettes publiques étaient maîtrisées – le gouvernement fédéral américain entrevoyait même une élimination complète de la dette fédérale en 2010. Les banques centrales ne s'intéressaient essentiellement qu'au contrôle de l'inflation, les ministères des Finances menaient des politiques budgétaires équilibrées, les entreprises investissaient dans les nouvelles technologies, la montée du groupe des BRIC (Brésil, Russie, Inde, Chine) créait une embellie globale dans le prix des ressources naturelles bref, tout était en place pour qu'une vague de croissance durable s'installe à l'échelle mondiale. C'était avant la faillite de *Lehman Brothers* en septembre 2008.

Plusieurs thèses et livres savants ont été écrits sur les causes et les conséquences de l'éclatement de la bulle immobilière. Certains ont blâmé les comportements douteux de prêteurs hypothécaires, d'autres ont pointé certains individus et institutions financières qui ont pris des risques démesurés avec de l'argent emprunté. Parallèlement, certains *think tanks* ont même suggéré de revoir en profondeur l'enseignement des sciences économiques et de la finance moderne afin de réécrire les manuels de cours dans ces matières à la lumière des leçons tirées de la dernière crise²⁰.

Les enseignements de plusieurs figures de pensée économique sont revenus en force. Les théories de John Maynard Keynes (Skidelsky, 2010) ont notamment inspiré plusieurs plans de relance économique, particulièrement en ce qui a trait à la taille des stimuli fiscaux, aux nationalisations temporaires d'entreprises et pour ce qui est de la gestion des attentes des agents économiques par l'utilisation des pouvoirs fiscaux et monétaires de l'État pour remédier aux effets de la crise. Parallèlement, la pensée de Frederich Von Hayek – pourtant un des plus grands pourfendeurs de la pensée Keynes – est aussi revenue au premier plan lorsque les autorités publiques débattaient des aléas moraux liés au renflouement à répétition du secteur financier avec des fonds publics²¹. Hayek était un partisan du laisser-faire, un peu comme l'avait fait Andrew Mellon secrétaire du Trésor américain lors de la crise de 1929, et suggérait de laisser les banques faire faillite en cas de crise – même si cela aurait pour effet de plonger le pays en récession – afin de purger le système économique de ses éléments les plus faibles. Si pour cette crise, cette ligne dure n'a pas été suivie, plusieurs – dont le Tea Party et autres membres du Parti républicain aux États-Unis – prônaient ce genre de vision en plus de suggérer une plus grande austérité fiscale pour mieux contrôler les niveaux d'endettement publics.

²⁰ Voir Institute for New Economic Thinking (www.ineteconomics.org), fondé par George Soros et quelques autres *ex-hedge fund managers*.

²¹ Voir la satire : Fear the Boom and Bust a Hayek vs. Keynes Rap Anthem, <http://www.youtube.com/watch?v=d0nERTFo-Sk>

Parmi les autres chercheurs qui sont revenus à l'avant-plan à la suite de la crise, la proposition d'Hyman Minsky (1986) voulant que les systèmes financiers soient fondamentalement instables a également retenu l'attention. Sa proposition avance que les agents économiques qui prennent le risque spéculatif marginal – en supposant qu'il y a toujours un spéculateur marginal au sommet de la bulle – ont tendance à faire crever l'abcès en réussissant à faire basculer tout le système d'un état euphorique vers un état de déprime.

Plus récemment, l'économiste et prix Nobel d'économie Robert Shiller (Case, Shiller et Thompson, 2012) a montré – surtout par l'économie comportementale et expérimentale – à quel point les acheteurs devenus « investisseurs » dans le marché immobilier américain (et aussi ailleurs dans le monde) ont pu être leurrés par de fausses impressions dans un marché immobilier en pleine ébullition. Shiller, qui avait prédit l'imminence d'une crise immobilière dès 2005, a montré que sur de très longues périodes (100 ans et plus), les valeurs immobilières ont tendance à demeurer stables en termes réels et que toute déviation des prix en regard de leur moyenne de long terme n'est que temporaire. En rendant la question du comportement irrationnel des agents économiques centrale à la crise de 2007-2008, Shiller a aussi suggéré que les cycles économiques sont ponctués de bulles financières spéculatives dues au caractère irrationnel des agents. Ses travaux, ainsi que ceux de quelques autres de ses collègues, ont ouvert une toute nouvelle discipline de recherche en science économique et en finance liée à la psychologie des marchés financiers, des effets de masse (*group effect*) sur la base de l'irrationalité des agents.

Finalement, une des plus grandes évolutions de la pensée économique depuis Adam Smith aura été la période d'assouplissement quantitatif mise en œuvre pendant le règne de Ben Bernanke à la Federal Reserve. Ce dernier a su s'inspirer de ses travaux sur la déflation japonaise pour illustrer les limites de la politique fiscale dans sa capacité à relancer les économies en mode postcrise. Ainsi, la stabilisation des attentes des acteurs financiers et économiques par le truchement de la *forward guidance*²², ainsi que par la mise en place d'un programme de stabilisation des marchés financiers par l'achat massif d'obligations à long terme financé par une création monétaire sans précédent passera également à l'histoire.

■ DIX LEÇONS POUR LA PROCHAINE CRISE

Cette analyse a voulu étaler certains des plus importants débats en matière de politiques publiques et économiques qui ont émergé avec la Grande Récession. De ceux-ci, il nous semble possible de dégager certaines conclusions, dont certaines auraient semblé saugrenues dans le paradigme qui a précédé la dernière crise.

1. **La coopération économique internationale peut être efficace.** Celle-ci a été exemplaire dans la réponse globale qui a été donnée à la crise, mais a été beaucoup plus difficile à mettre en œuvre sur le plan étatique.
2. **Les plans de relance économique ont été efficaces.** Ceux-ci ont été essentiels pour maintenir la croissance économique ainsi qu'un sentiment positif et de la confiance à l'égard des marchés financiers. Les nationalisations temporaires d'entreprises privées peuvent s'avérer profitables sur le moyen terme, tout en protégeant la base économique réelle du pays d'un effondrement financier.

²² Stratégie de la Federal Reserve visant à communiquer les intentions quant à la politique monétaire de la banque centrale à moyen terme.

3. **Le retour à l'austérité budgétaire doit se faire graduellement.** Étant donné l'importance des multiplicateurs fiscaux, tout retour à l'austérité doit se faire de façon modulée sur le plan national et de façon coordonnée à l'échelle mondiale.
4. **Un assouplissement monétaire prolongé est essentiel pour maintenir la confiance des marchés et faciliter le retour à une « normale ».** Les banques centrales ont joué un rôle essentiel dans la gestion des attentes des agents économiques (*forward guidance*) en maximisant la transparence de leurs opérations et en annonçant leurs intentions pour le moyen terme. La mise en œuvre de programme temporaire d'achat d'actifs financiers est aussi de mise afin de soutenir un retour à la normale dans les marchés boursiers et obligataires.
5. **La création de nouveaux programmes gouvernementaux et d'autres institutions publiques a favorisé le retour à la normale.** Le TARP aux États-Unis et le *European Financial Stability Facility*²³ ont permis de panser certaines plaies du secteur financier le temps que ce dernier retrouve sa stabilité.
6. **Les États peuvent soutenir des niveaux d'endettement plus élevés que par le passé.** Dans un monde occidental entré dans une époque d'endettement élevé, de faibles taux d'intérêt, de vieillissement de la population et de faible croissance économique, les États, encouragés par une liquidité sans précédent dans les marchés financiers, sont davantage en mesure de soutenir un endettement élevé.
7. **Les autorités réglementaires et autres institutions doivent acquérir une meilleure connaissance du fonctionnement des opérateurs financiers.** Plusieurs institutions publiques se sont trouvées désemparées devant l'effondrement du secteur financier. Sans réseaux d'influence ni d'expérience proprement dite, les pouvoirs publics ont dû, à la toute dernière minute, improviser une réponse pour éviter l'effondrement. Celles-ci devraient favoriser davantage d'échanges entre les secteurs public et financier afin d'approfondir la connaissance du fonctionnement des marchés et de leurs relations avec l'économie réelle.
8. **L'ajustement de l'économie réelle à la dernière crise financière prendra plusieurs années.** Alors que le secteur financier a rapidement été sauvé de lui-même par les autorités publiques dans plusieurs pays du G20, celles-ci se sont considérablement endettées sans vraiment ajuster le niveau de leurs dépenses publiques. Plus faible croissance économique, hausse du chômage structurel, retraites plus maigres, augmentation des inégalités de richesse et de revenu sont à prévoir pour remettre les États sur une fiscalité durable. Il est à prévoir que cette crise aura des impacts intergénérationnels importants.
9. **Les marchés et les institutions financières sont devenus des acteurs quasi étatiques.** Afin de préserver le potentiel de croissance de leurs économies, les gouvernements n'ont eu d'autre choix que de renflouer les institutions financières pour les sauver de la faillite et maintenir leur « service essentiel » d'intermédiation financière. Ce faisant, ces mêmes gouvernements ont dû s'endetter considérablement rendant certaines dettes souveraines non soutenables, et la fragilisation des dettes souveraines a pu affaiblir certaines institutions financières. Les marchés financiers ont ainsi jugé que certaines dettes étaient devenues irrécupérables et ont demandé le renflouement ou à tout le moins certaines garanties financières de la

²³ Maintenant appelé *mécanisme européen de stabilité*.

part des États : ce qu'elles ont finalement obtenu. L'économie financière a pris le dessus sur l'économie réelle : *Wall street took over Main street*.

10. Le parcours universitaire des futurs administrateurs publics devrait inclure davantage d'éducation financière. Rares sont les administrateurs publics – à tous les niveaux – qui ont une connaissance du fonctionnement des marchés financiers. Une meilleure éducation financière et une plus grande connaissance de l'histoire de la pensée économique, particulièrement dans les programmes offerts par les départements de science économique, de science politique et d'administration des affaires, aideraient à mettre en perspective la réponse politique qui sera donnée à la prochaine crise.

L'effondrement financier et la Grande Récession qui s'en est suivi ont été riches en apprentissages. Cette crise a profondément transformé la façon dont les États et les administrateurs publics réfléchissent aux liens qui unissent l'économie financière et l'économie réelle. Dans le film *the Fog of War*²⁴, Robert S. McNamara disait que l'indécision est la pire des décisions en temps de crise. Chose certaine, dans le contexte de cette crise, l'inaction des pouvoirs publics aurait mené à un effondrement certain du système économique.

La coopération économique internationale est revenue au premier plan, les banques centrales ont revu leur façon de penser la politique monétaire, la discipline économique et ses applications financières ont été plongées dans un profond questionnement, et ce, tant chez les universitaires que chez les praticiens. Ce changement s'est produit un peu partout, excepté peut-être sur les *trading desks*, là où l'on dit que l'on gagne ses jalons seulement si on survit à une crise financière. Pourtant, sur Wall Street, la culture de la prise de risque est restée la même. Quant aux profits et bonus, ils ont été de retour dans l'année qui a suivi.

On sait aujourd'hui que Wall Street est toujours aussi avare qu'avant la crise, un peu comme le *Gordon Gecko*²⁵ qui revient à la charge dans un monde où le *leverage* compte pour l'essentiel des profits du secteur financier. Parce que l'autorégulation des marchés a montré ses limites au tournant du millénaire, il revient encore une fois au législateur d'améliorer le cadre qui régleme le secteur financier et d'apprendre de son expérience de la Grande Récession.

■ YOU MESS UP, YOU PICK UP

Malgré un apprentissage qui a duré plus de 800 ans, la capacité des pouvoirs publics à empêcher le développement de bulles spéculatives et à en gérer l'impact sur le bien-être des populations est limitée. Cela dit, s'ils ont su recourir à des solutions parfois musclées et novatrices – dont certaines n'avaient jusque-là jamais été mises en œuvre par les pouvoirs publics pour assurer un certain retour à la normale –, les gouvernements doivent apprendre à mieux gérer le secteur financier. Cela passera par une plus grande fluidité entre les secteurs financiers, l'économie réelle et les gouvernements et par une responsabilisation professionnelle des acteurs financiers. Souhaitons que la *Grande Récession* devienne une étude de cas en la matière et que nos prochains administrateurs puissent en tirer les leçons qui s'imposent.

²⁴ Voir <http://www.imdb.com/title/tt0317910/>

²⁵ Gordon Gecko est le personnage fictif du film *Wall Street* d'Oliver Stone, qui ayant fait fortune (et de la prison) dans les années 1980 à la suite d'un délit d'initiés, revient à la charge comme *hedge fund manager* en 2010.

■ BIBLIOGRAPHIE

- Fonds monétaire international (2012), *Historical Public Debt Database*, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/data/wp10245.zip> (page consultée en février 2014).
- Haldane A. et V. Madouros (2012). *The dog and the frisbee*, Allocution à la Federal Reserve Bank of Kansas City's 366th economic policy symposium, "The changing policy landscape", Jackson Hole, Wyoming, <http://www.bis.org/review/r120905a.pdf> (page consultée en février 2014).
- King, A. (2011). *The New Commanding Heights*, Cato Institute, <http://www.cato.org/publications/commentary/new-commanding-heights> (page consultée en février 2014).
- La Maison-Blanche (2000). *President Clinton: The United States on Track to Pay Off the Debt by End of the Decade*, http://clinton4.nara.gov/WH/new/html/Fri_Dec_29_151111_2000.html (page consultée en février 2014).