

JACQUES MISTRAL

Conseiller spécial à l'Ifri

Bonjour à toutes et à tous. Merci également d'être là si matinaux. Je rapporte sur la table ronde consacrée à la finance, qui était présidée par Jean-Claude Trichet, et qui était composée de manière assez équilibrée d'un grand banquier, Josef Ackermann, de banquiers centraux comme Marek Belka, le gouverneur de la banque centrale de Pologne, et Jean-Claude Trichet lui-même bien sûr, qui est abondamment intervenu, et d'universitaires, Jeffry Frieden, et moi-même.

Nous avons eu des exposés introductifs. La discussion fut très animée. Je me suis proposé de résumer l'ensemble, exposés et discussion, en parlant brièvement, d'abord des causes et des points où nous en sommes dans le développement de la crise financière, puis en me tournant vers les nombreux challenges qui nous attendent.

Sur l'analyse des causes, la situation, ce que je trouve très intéressant, c'est que les universitaires, les académiques ont développé de très nombreux travaux. De leur côté, les banquiers centraux, et Jean-Claude Trichet en particulier, comme vous l'avez entendu hier aussi au déjeuner, ont une interprétation qui est assez fermement établie. Ce qui est très intéressant, c'est que c'est Josef Ackermann qui a commencé, et qui a fait vraiment une présentation sans concession des causes micro-économiques, micro-financières, en expliquant que l'industrie s'était laissé entraîner dans un mode de fonctionnement où la culture du risque et le contrôle de la liquidité étaient devenus très insuffisants. L'industrie financière s'est engagée dans des stratégies de construction de portefeuilles très rentables, mais très risquées, en présupposant, à tort comme on l'a vu, que la liquidité sur laquelle elle croyait pouvoir fonctionner de manière sûre pouvait se dérober de manière très brutale.

Il a également mis en avant un certain nombre d'épisodes dans lesquels de grandes sociétés financières se sont lancées dans des entreprises d'acquisitions, de fusions d'acquisitions, qui étaient faites au mauvais moment et à de mauvais prix. Et finalement à tout cela, c'est-à-dire aux fautes initiales de l'industrie financière, s'est ajouté l'énorme problème que l'on exprime en parlant du lien trop étroit, trop massif entre les bilans bancaires et les dettes souveraines, dont on s'aperçoit maintenant qu'elles sont loin d'être sans risque.

Sur le plan macro-économique, c'est plutôt Jeffry Frieden qui a apporté une contribution importante, en partant de l'observation d'une contradiction entre deux tendances de la globalisation financière des dernières décennies. Une tendance qui d'un côté supporte l'intégration des marchés de capitaux, parce que c'est un moteur de la croissance mondiale et de la meilleure allocation des ressources, etc. Et d'un autre côté, c'est une intégration des marchés de capitaux qui n'a pas opposé de frein comme elle aurait dû le faire, comme cela s'est fait dans les épisodes antérieurs de la globalisation. Elle n'a pas opposé de frein au développement de déséquilibres massifs (*global imbalances*).

Ces *global imbalances* dont on continue à parler beaucoup dans la littérature universitaire, reposent sur une situation très paradoxale dans laquelle un pays qui reste pauvre – même si en masse il est énorme – comme la Chine, finance un pays riche comme les Etats-Unis, ce qui est contraire à toutes les discussions que l'on a dans les manuels. A partir de là, il est possible de comprendre pourquoi ce système de très grande disponibilité de capitaux a permis l'accroissement de la dette dans les pays riches, aux Etats-Unis, mais aussi dans les pays du sud de l'Europe. En faisant apparaître des incitations assez perverses, en créant des phénomènes de hasard moral. Et finalement au moment où les choses tournaient mal, en propageant les déséquilibres.

À cette situation, on a répondu de manière extraordinaire énergique, et vous connaissez la façon dont Jean-Claude Trichet décrit la réaction des banques centrales à partir de 2007, très rapide et d'une extraordinaire ampleur, des mesures non conventionnelles. Les gouvernements aussi ont réagi très rapidement et en masse, et dans son esprit – et je crois que l'on est nombreux à partager ce diagnostic – ce sont ces réponses très déterminées de politiques économiques, monétaires, budgétaires, qui ont permis d'éviter la répétition d'une grande dépression. Nous n'avons eu qu'une grande récession, mais nous n'avons pas eu la répétition d'un mécanisme cumulatif dans lequel progressivement toute l'économie mondiale se délite. Cela, c'est sur le plan macro-économique.

Sur le plan micro-économique, micro-financier, il y a eu à partir des sommets du G20 la mise en place d'efforts de coordination internationale, de re-régulation du système financier dont la partie la plus connue est ce que l'on appelle les accords de Bâle 3. Il y a un travail du FSB, qui va au-delà de Bâle et couvre un très grand nombre de sujets.

Cela dit, justement, et c'est là que l'on en vient au challenge qui reste devant nous, il reste de très nombreux défis, à la fois sur le plan micro-économique et financier, et sur le plan macro-économique et politique. De nouveau, je peux citer Josef Ackermann, qui a aussi, sur le plan des challenges qui restent devant nous, fait une liste que personnellement j'ai trouvée assez impressionnante de clairvoyance dans la multitude et la complexité des sujets qui restent à traiter, ou qui n'ont été que très partiellement traités.

Je vous fais cette liste, juste pour avoir en tête un peu le genre de sujet dont les gens aiment à discuter le matin pour se mettre en forme un dimanche.

Il y a toujours la question du lien entre les banques et les souverains, qui est loin d'être résolue, avec la sous-capitalisation des banques.

Il y a les risques opérationnels qui se sont accrus dans un contexte beaucoup plus incertain que ce n'était le cas auparavant.

Il y a le fait que l'on a engagé un grand nombre de réformes, les ratios de capital, les ratios de liquidités, la supervision de tout un tas d'opérations beaucoup plus strictes. Mais ce que l'on ignore, c'est l'effet cumulatif de toutes ces mesures, avec les craintes que ces contraintes se multipliant, on ait effectivement à la sortie une réduction de l'offre de crédit par les banques, qui compromette la reprise dans le moyen terme.

Il y a toujours dans les bilans des institutions financières des tonnes d'actifs de mauvaise qualité sur lesquels se posent d'énormes questions d'évaluation, avec des risques de pertes qui sont toujours portés dans les bilans, et dont on ne sait pas quand ils se concrétiseront.

Il y a le fait que l'on ne sait toujours pas comment traiter la question des *too big to fail*, des grandes institutions financières. Ceci est d'autant plus préoccupant que pendant la crise on a commencé à observer des mouvements de concentration qui ont plutôt accru le risque des *too big to fail* au lieu de contribuer à l'élaguer.

A tous ces défis sectoriels, point par point, s'ajoute une difficulté supplémentaire qui est le fait que l'on perçoit bien dans une situation où les marchés de capitaux sont très intégrés, dans cette époque de la globalisation, on voit bien qu'il est souhaitable d'avoir le plus possible une harmonisation des règles. C'est ce qu'a essayé de faire le G20, de mettre sur pied une démarche commune pour répondre à tous ces défis.

Mais on voit aussi la difficulté, parce que ce sont des matières dans lesquelles le diable est vraiment dans les détails. Dès que l'on touche à une réglementation, on s'aperçoit qu'en fait, elle a été adoptée sous une forme aux Etats-Unis, compte tenu de l'histoire particulière de ce pays, qu'elle a été adoptée sous une forme comparable, mais différente en Europe, compte tenu de l'histoire financière en Europe.

Jeffrey Frieden a, sur ce plan-là, fait des observations très intéressantes, en pointant effectivement cette difficulté de la coordination internationale dans une période, comme celle-là, où nous en aurions beaucoup besoin. Il explique cette difficulté par le fait que, dans la finance comme dans d'autres industries, beaucoup de choses dépendent de l'histoire, sont le produit d'une longue histoire, et sont insérées dans des pratiques culturelles et institutionnelles qui empêchent de déboucher rapidement sur des solutions communes. Voilà les challenges sur le plan micro-économique.

Sur le plan macro-économique, il y a également de très difficiles problèmes de coopération et de coordination des politiques économiques. Cette coordination serait particulièrement nécessaire dans une époque où sont à l'œuvre deux forces ; d'une part la nécessité de remettre de l'ordre dans les finances publiques. C'est vrai aux Etats-Unis avec la perspective du *fiscal cliff*. C'est vrai en Europe, avec les politiques d'austérité qui sont menées un peu partout. C'est vrai au Japon, dans un pays où le niveau de la dette a atteint des chiffres absolument faramineux. Il y a partout une espèce de pression qui s'impose de plus en plus pour la remise en ordre des finances publiques. Evidemment, ce n'est pas un contexte qui est très propice au soutien de la demande. Il n'y a pas besoin d'être un keynésien doctrinal

pour imaginer que si tout le monde freine en même temps, cela délivre des perspectives de croissance pas très favorables.

Et cette perspective macro-économique rétroagit sur l'aspect financier. Puisque, comme on le voit dans les pays d'Europe du Sud, en particulier en Espagne, on voit que le fait que la conjoncture, l'activité, le PNB et les recettes fiscales se dégradent, est un des obstacles majeurs à la solution des problèmes financiers. Ce que l'on voit de manière très simple en observant les ratios de dettes sur PIB. Au moment où l'on fait des efforts de réduction des déficits pour contenir la dette, ces ratios de dettes sur PIB, très souvent, augmentent, simplement parce que le dénominateur diminue.

En conclusion, je reprendrai quelques mots de Jean-Claude Trichet à ma manière. Premièrement, nous avons observé que le système financier dont on nous vantait tant les mérites et la solidité il y a une dizaine d'années, ce système était beaucoup plus faible qu'on ne le pensait. Des mesures appropriées et un climat général de coopération internationale très bienvenu ont permis d'éviter la répétition d'une immense catastrophe, mais, compte tenu de l'ampleur des challenges qui sont devant nous, l'on ne peut pas non plus exclure que cela se présente à nouveau.

A court terme, cela soulève des risques certains de fragmentation de la sphère financière. On parle de renationalisation des systèmes financiers. Renationalisation non pas au sens politique et institutionnel, mais au sens que les systèmes financiers se replient sur leur base nationale pour éviter d'avoir des mécanismes de dépendance à l'égard de pays sur la santé desquels on s'interroge. Cette stabilité financière reste donc fragile, elle est plus dépendante qu'elle n'était dans le passé, de la volonté démocratique de continuer à soutenir une industrie qui reste très fragile. Je suis toujours frappé d'entendre Jean-Claude Trichet évoquer, non pas comme un risque probable, mais comme un risque peut-être majeur, le fait que l'on puisse se trouver de nouveau face à des difficultés imprévues, comme une menace par exemple portant sur une très grande institution financière. C'est quelque chose que l'on ne peut pas exclure.

Dans une situation de ce genre, contrairement à ce qu'il a été possible de faire en 2007-2008 dans l'urgence, peut-être qu'aujourd'hui la volonté démocratique de continuer à soutenir cette industrie ne serait plus là. Ce qui pourrait poser des problèmes de sortie dans un contexte totalement nouveau.

Pour ce qui me concerne, j'ai apporté plutôt une note positive, et je voudrais terminer là-dessus. J'ai évoqué l'idée que dans les grandes zones du monde, aux Etats-Unis, et en Europe en particulier, il y avait plutôt une période de calme qui pouvait se manifester. C'est un calme fragile, on voit qu'en Europe il est menacé par le simple fait que Monsieur Berlusconi réapparaisse. Cela prouve que le calme n'est pas encore calme absolu. Il suffit de peu de chose quand même pour mettre de l'incertitude dans les esprits.

Mais enfin, si on se compare à la situation d'il y a un an, la distance est quand même incommensurable, et évidemment l'eurozone est entrée dans une zone de plus grand calme. Je suis assez confiant finalement que, d'une manière tortueuse, les Etats-Unis vont sortir des problèmes du *fiscal cliff*, également de manière positive. Probablement avec des chaos assez importants d'ici la mi-janvier. Mais au total, il se pourrait qu'en 2013 nous arrivions vers une zone un peu plus calme que ces deux ou trois dernières années.

Dans ce cas-là, le risque principal est celui de la complaisance, en disant : nous sommes sortis d'affaire, inutile de continuer les efforts. Alors que tout ce que j'ai expliqué auparavant indique au contraire le besoin que nous avons de continuer dans la voie de la coopération internationale et d'une meilleure gouvernance.