

## Ressusciter les « esprits animaux »

**Robert J. Shiller enseigne à l'université de Yale et est économiste en chef de MacroMarkets LLC.**

**Le principal problème** économique actuel est celui d'une perte totale de confiance de tous les acteurs économiques, qui compromet les projets de création d'entreprises ou d'investissements et plombe la consommation des ménages.

Nos « esprits animaux », selon les mots de John Maynard Keynes pour décrire une forme particulière de confiance ou d'optimisme naïf, se sont affaiblis. Partout, les gouvernements commencent à mettre en œuvre des mesures incitatives et des plans de renflouage, sans pour autant influencer sur les perspectives économiques qui restent toujours aus-

si moroses. Comment sortir d'une crise de confiance ? Une partie du problème est d'abord que la confiance est difficilement quantifiable. Les différents indices de confiance des consommateurs (Conference Board aux États-Unis, Nielsen pour 52 pays) sont, certes, au plus bas. Mais, compilant des réponses courtes à des questions simples, ces indices ne nous disent rien sur le point auquel les sondés croient à leurs opinions, sur la manière dont de nouvelles circonstances pourraient modifier le degré de confiance ou sur ce que feront vraiment les individus au moment de prendre des décisions importantes.

Cette perte de confiance est directement liée au chaos des marchés financiers, au spectre de l'effondrement des institutions financières dans le monde, et aux efforts désespérés de renflouage de ces institutions par les gouverne-

ments : un sentiment de danger généralisé est né.

Il est vrai que les « esprits animaux » sont aussi influencés par ce que la mémoire collective a enregistré. Tout le monde en sait assez sur la Grande Dépression pour comprendre qu'il existe des analogies avec la situation actuelle : des taux à 3 mois sur les bons du Trésor américains légèrement négatifs en septembre 2008 pour la première fois depuis 1941 ; des marchés financiers ultra-volatils et, venant des États, des mesures de renflouage exceptionnelles prises en évoquant, en termes à peine voilés, le spectre de la Grande Dépression. On est très loin du krach boursier de 1987 — pendant lequel le S&P 500 a décroché de 20,5 % en un jour, où les investisseurs, qui savaient la Bourse surévaluée, ont vite jugé que le krach avait corrigé l'anomalie.

Cette fois, plans de renflouage des banques et mesures de soutien ont été rapidement mis en réaction à l'horrible semaine du 3 au 10 octobre : ce jour-là, les pays du G7 annonçaient un plan coordonné pour sauver l'économie mondiale. Et le week-end de la même semaine, les pays du G20 approuvaient le plan. Mais en novembre, les Bourses en sont à peu près au même point.

L'érosion des « esprits animaux » se nourrit d'elle-même. La volatilité extrême des marchés ne fait qu'accroître le sentiment chez les acteurs économiques et sociaux que la situation échappe vraiment à tout contrôle. Un cercle vicieux s'installe ensuite : plus le marché est volatil, plus les acteurs économiques pensent devoir prêter attention au marché, et plus les échanges deviennent imprévisibles.

Le bon côté de la situation est peut-être que les « esprits animaux » peuvent faire et font parfois des changements

impromptus de direction. La confiance est un phénomène psychologique caractérisé par des sautes d'humeur aussi bien vers le haut que vers le bas. Le facteur le plus prometteur d'un retour de la confiance des acteurs économiques serait celui d'une source d'inspiration publique. Aux États-Unis, le président, Barack Obama, semble être suffisamment charismatique pour jouer ce rôle. Même sur le reste du monde, l'élection du premier président africain américain aux États-Unis pourrait avoir un impact psychologique important.

Quoi que nous réserve l'avenir proche, les nombreux plans en discussion aujourd'hui, pour faire face à cette crise mondiale, doivent être évalués à l'aune de l'impact insaisissable et inexplicable qu'ils peuvent avoir sur la confiance. Les « esprits animaux » que Keynes a évoqués il y a quelques générations sont encore avec nous aujourd'hui.

Copyright : Project Syndicate, 2008.



ROBERT J. SHILLER

### LES ÉCONOMISTES

## LETTRÉ AU RÉDACTEUR EN CHEF

**LE « PREND L'OSEILLE ET TIRE-TOI ! » A BIEN MARCHÉ PENDANT DES ANNÉES**

« La gouvernance des banques est-elle fiable ? Même en France, où de grands banquiers ont donné des leçons de « corporate governance » au monde économique, vantant leur transparence et la qualité de leur contrôle, on est en droit de se poser la question ! La faillite des systèmes de contrôle interne et de l'analyse de risques, celui des agences de notation, l'opacité des hedge funds, toutes les bonnes raisons et arguments techniques avancés pour expliquer la crise, masquent, en réalité, la faillite de la gouvernance bancaire. Mais c'est aussi la perte du simple bon sens de ces dirigeants et de leurs conseils d'administration, que ce soit en Europe, aux États-Unis ou ailleurs, qui frappe les esprits. Qu'allait donc faire les Caisses d'Épargne avec une salle de marchés hors contrôle avec des participations massives dans une société de promotion immobilière et une banque de marché (perte de 5 milliards d'euros), ou le Crédit Agricole, avec Calyon (perte de 5 milliards de dollars) sur le marché des subprimes et des rehausseurs de crédit ? Et pourtant, ce sont des banques mutualistes et coopératives ! D'autres, hélas, ont fait bien pire ! Il faut croire qu'aucun administrateur, ni aucun dirigeant, ne connaissait les vieilles règles de la finance telles que « la rémunération est à la hauteur du risque pris », ou encore « tout emprunt à long terme doit être financé avec des ressources longues ». Au contraire, il semble que l'ensemble des acteurs, partout, du président de banque au plus obscur trader, n'ait eu en tête que de faire un maximum d'argent dans le délai le plus court. Leur complicité est flagrante et indécente. Et que faisaient donc les comités de rémunération qui ont accepté des modes de rétribution « pousse au crime » ? Il n'est plus question de technique, mais bien d'éthique. Le « Prends l'oseille et tire-toi ! » a bien marché pendant quelques années.

**PHILIPPE BROUSSE**, past-président de l'Adae (Association des dirigeants et administrateurs d'entreprises)

Écrivez nous [votreavis@latribune.fr](mailto:votreavis@latribune.fr)

## Les collègues de superviseurs financiers, vraie ou fausse solution ?

**Le 15 novembre dernier**, les pays du G20 ont indiqué dans leur déclaration de Washington que « les superviseurs doivent collaborer pour créer des collèges de surveillance pour toutes les grandes sociétés financières transnationales afin de renforcer la surveillance des entreprises transnationales ». De quoi s'agit-il ? Jusqu'au début des années 1990, la plupart des grandes sociétés financières étaient presque exclusivement nationales. Puis le monde financier s'est mondialisé à toute allure. Des difficultés de coordination internationale sont apparues, notamment lors de la chute de BCCI en 1991 et celle de Barings en 1995, sans justifier une réforme majeure du système. En 2004, l'Union européenne a créé un comité de superviseurs bancaires nationaux, mais celui-ci fonctionne au consensus et n'a aucun pouvoir formel au-delà du fait de donner des avis aux institutions communautaires.

Tant que le soleil brillait sur le système financier, les carences de ce dispositif n'inquiétaient que quelques experts. Mais depuis que la crise a éclaté, l'absence de cadre crédible pour la supervision des groupes transfrontaliers devient criante. La fragmentation entre plusieurs autorités nationales, comme la Commission bancaire en France ou la Financial Services Authority outre-Manche, fait qu'aucune d'entre elles n'a la vision d'ensemble des engagements financiers d'un groupe donné. Elle entraîne des suretoits et surtout correspond de moins en moins à la réalité selon laquelle ces groupes transnationaux regroupent de plus en plus de fonctions à un échelon régional ou mondial, et ne peuvent être réduits à une juxtaposition d'entités nationales dont on pourrait apprécier séparément la viabilité financière et les risques.

Face à ces carences, l'idée de créer des « collèges » de superviseurs consiste à formaliser une structure associant les autorités nationales de surveillance concernées, avec un pouvoir prédominant accordé au « lead supervisor » qui est en général celui du pays d'origine. Cette proposition a été reprise par la France et le Royaume-Uni, qui y ont vu le moyen de réformer le cadre actuel sans pour autant créer une autorité de niveau européen. Mais cette solution séduisante sur le papier ne fonctionne pas dans la pratique. Les pays où des filiales de groupes financiers étrangers ont une importance systémique majeure ne peuvent accepter que les décisions clés de régulation soient prises dans une capitale étrangère. La France et le Royaume-Uni, dont la grande majorité des entreprises de services financiers de

principales banques auraient chacune un « lead supervisor » différent, établi respectivement à Stockholm, Helsinki et Copenhague. Chacune de ces autorités publiques aurait naturellement tendance à défendre les intérêts de son « champion » contre ses homologues, ce qui n'est guère favorable à une action publique cohérente. Dans le cas de l'assurance, ces contradictions sont déjà évidentes : faute de consensus, le compromis de la présidence française sur la directive dite « Solvabilité 2 », qui devait introduire les collèges, n'abordera finalement pas la question de l'organisation de la supervision. Pour les banques, les collèges sont censés être établis par la révision de la directive sur l'adéquation des fonds propres, prévue en 2009, mais les mêmes raisons ont toutes les chances de conduire à l'échec. En



## CHRONIQUE NICOLAS VÉRÓN

Économiste au sein du centre de réflexion européen Bruegel, associé de la société de conseil Ecf

détail sont des acteurs nationaux, sont peu sensibles à cet argument. Au contraire, en Europe centrale et orientale mais aussi par exemple en Belgique ou en Finlande, la majorité des grands acteurs financiers sont d'ordinaire des branches locales de groupes étrangers. Soit le schéma n'accorde pas de délégation de pouvoir réelle au « lead supervisor », auquel cas on reste proche du statu quo ; soit la délégation est substantielle, et devient alors impraticable politiquement. En outre, la concurrence réglementaire ainsi introduite a des effets pervers. En Finlande par exemple, les trois

dépôt des réserves qu'une telle option suscite toujours dans plusieurs pays, la seule solution cohérente pour la supervision transfrontalière en Europe reste la création d'une autorité nouvelle de niveau européen. Quant à la supervision des groupes financiers mondiaux, le G20 ne pourra que créer ce qui existe déjà, à savoir des échanges d'information sur base volontaire entre autorités publiques de différents continents, sans établissement d'un véritable pouvoir supranational. Cette réalité est sans doute regrettable, mais elle n'est pas près de changer.

## LA TRIBUNE

Édité par : La Tribune SAS  
26, rue Oradour-sur-Glane, CS 91522,  
75725 Paris Cedex 15  
Standard : 01 44 82 16 16  
Adresse Internet : <http://www.latribune.fr>  
Président, directeur de la publication :  
Alain Weill  
Directrice générale : Valérie Decamp

Directeur des rédactions : Erik Izraelwicz.  
Directeurs adjoints : Sophie Gherardi,  
Pierre-Angel Gay.  
Rédaction en chef : Jean-Baptiste Jacquin  
(Technologies, Médias, Télécom) ; François  
Langlet (Économie, Politique, International) ;  
Olivier Provost (Latribune.fr) ; Bruno Segré  
(Marchés & Finance) ; Philippe Mabille  
(Éditorialiste) ; Anne Debray (Édition).

Directeur artistique : Éric Bézat.  
Directeur général adjoint,  
Responsable Diffusion et Fabrication :  
Stéphane Chabenat.  
Multimédia : Arnaud Chéabasser  
Publicité : La Tribune Régie  
Directrice générale adjointe : Catherine  
Gottlieb, Directeur commercial Pôle  
Financier : Thomas Defossez.

Impression : Paris Offset Print — 30, rue Raspail,  
93230 La Courneuve ; Midi Print, Gallargues ;  
Ouest Print, Bournezeau, Nancy Print.

**Service abonnement**  
Numéro vert : 0 800 13 25 33 (appel gratuit)  
Fax abonnement : 01 44 82 17 92  
Abonnement 1an (France métr.) : 420€ TTC

USA : USPS #07551.  
Periodical Postage paid at Champlain N.Y.  
and additional mailing offices.  
For Details call 1-855-811-6000 (428 5305)

Distribué par les NMPP. Commission paritaire :  
0900/CE0607 ISSN 0989-1922  
Modification de service :  
(uniquement pour réseau de vente NMPP)  
Téléphone vert : 0 800 47 10 09



IMPRIMÉ EN FRANCE  
PRINTED IN FRANCE

Reproduction intégrale ou partielle interdite sans l'accord  
de l'éditeur - Art. 172-4 du Code de la propriété intellectuelle.

**LA TRIBUNE**  
est une publication de La Tribune Holding  
Président associé : News Participations  
Président : Alain Weill  
Directeurs généraux : Marc Laurer, Valérie Decamp