

Jean-Pierre Danthine, professeur d'économie à l'Université de Lausanne et directeur du Swiss finance institute

# «Malgré leur sophistication, les acteurs financiers ont manqué de bon sens économique»

Propos recueillis  
par Frédéric Lelièvre

*Le Temps: La crise financière partie cet été des Etats-Unis n'en finit pas de secouer les places boursières. Au cœur du problème se trouvent des instruments financiers très (trop?) sophistiqués, dont les banques ont perdu la maîtrise. Cela veut-il dire que l'innovation financière, ce pour quoi le Swiss finance institute (SFI) a été créé, fait fausse route ou, à tout le moins, montre certaines limites?*

**Jean-Pierre Danthine:** C'est tout le contraire! La crise montre qu'il reste un grand travail à accomplir, mais on ne peut pas balayer tous les outils utiles, voire nécessaires, qui ont été créés. Les produits construits à partir des «subprime» ont été une tentative pour résoudre un problème qui a plusieurs composantes dont la première, majeure, est le rationnement du marché du crédit. Le problème a été identifié par Joseph Stiglitz (ndlr: Prix Nobel d'économie en 2001). Les prêteurs manquant d'information sur les débiteurs limitent leurs risques en rationnant les prêts.

– *Comment cela?*

– Prenons la situation, près de chez nous, de la Banque Cantonale Vaudoise (BCV). On lui reproche régulièrement d'être trop chiche en matière de prêts aux PME, par exemple. Les détracteurs ont sans doute partiellement raison, mais ce n'est pas spécifique à la BCV, c'est la nature même du marché du crédit. En permettant de mieux diversifier le risque et de le céder à d'autres acteurs, les innovations financières permettent au bout du compte d'accorder davantage de prêts. Dans le cas de la BCV, le procès qui se tient en ce moment à Lausanne découle sans doute d'une situation où la banque concentrait trop de risques. Il n'est sûrement pas optimal qu'elle assume à elle seule 60% à 70% du risque immobilier du canton. Car, si ce dernier traverse une mauvaise passe, la banque rencon-

tre aussi des difficultés, alors que c'est précisément dans cette conjoncture difficile qu'on a besoin d'elle. Enfin, les outils développés aux Etats-Unis permettent de limiter l'immobilisation des fonds propres, qui coûte très cher et conduit aussi à limiter les capacités des prêteurs. Il ne faut donc pas renoncer à ces instruments, mais travailler pour les améliorer.

– *Tout de même, ces outils ont entraîné des pertes que l'on estime aujourd'hui à plusieurs centaines de milliards de dollars.*

– La bulle immobilière y est pour beaucoup. Les banques et les intermédiaires financiers ont à la fois atteint un niveau très élevé de sophistication, et manqué de bon sens économique. On a oublié que le crédit exige un suivi de ceux à qui on prête. La banque américaine Goldman Sachs, qui a évité la crise, a pris la peine d'aller voir ce qu'il y avait réellement derrière les «ABS», et autres «RMBS» (ndlr: ces instruments financiers qui permettent aux banques de revendre les hypothèques américaines), pour décider de se retirer du marché. Les autres auraient été bien inspirées de faire de même.

– *Pensez-vous que les Etats-Unis vont maintenant entrer en récession?*

– Après l'écroulement de la bourse en 2000, le consommateur américain a conservé sa capacité à consommer, car l'augmentation des prix immobiliers lui a permis de préserver la valeur de son patrimoine. Aujourd'hui, il semble inévitable qu'il doive (enfin) se remettre à épargner. Et, comme la consommation représente 70% du produit intérieur brut (PIB) américain, la croissance va ralentir. Certes, le dollar faible va stimuler les exportations, mais historiquement le consommateur du reste du monde a trop peu d'importance pour l'économie américaine.

– *Serons-nous touchés?*

– Pour la première fois peut-être depuis une centaine d'années, l'affaiblissement des Etats-Unis pourrait avoir peu d'effet en Europe et en Asie. Le «découplage» est une vraie thèse. S'il ne se produit pas cette fois, ce sera le cas à la suivante. Un monde globalisé signifie un monde mieux diversifié.

– *Un facteur d'inquiétude réapparaît, l'inflation...*

– Elle reste encore limitée! Sur les 20 dernières années, c'est clairement un succès à mettre à l'actif des banques centrales.

– *Elle revient néanmoins dans la zone euro (2,6%), et dans une certaine mesure en Suisse (1,8%). N'est-ce d'ailleurs pas logique lorsque l'on regarde la quantité de monnaie dans l'économie? La masse monétaire croît beaucoup plus vite que le PIB, ce qui, selon la théorie, finit par générer de l'inflation. Or les banques centrales ont négligé ce signal d'alerte!*

– Le débat sur l'importance des agrégats monétaires n'est pas terminé. Il y a un an, une conférence de la Banque centrale européenne a porté précisément sur ce thème. Tous les chercheurs, sauf un, estimaient que, dans un monde où la banque centrale vise un objectif d'inflation (ndlr: comme c'est le cas de la BCE ou de la Banque nationale suisse), la quantité de monnaie devient secondaire. Jean-Claude Trichet, le président de la BCE, n'était pas de cet avis. Il est peut-être en train d'avoir raison. Il est certain que, lorsque l'on ne comprend pas tout à fait un phénomène, et c'est le cas ici, il y a un risque.

– *Un autre facteur pèse sur l'économie européenne, la faiblesse du dollar. Pensez-vous qu'un nouvel*

*accord international, comme celui du Louvre ou du Plaza dans les années 80, pourrait au moins stabiliser le billet vert?*

– La taille du marché des changes est devenue trop importante pour qu'un tel accord puisse avoir de

l'effet. Les banques centrales ont peu de pouvoir. Elles peuvent (un peu) bouger les taux d'intérêt, (beaucoup) parler et tenter d'influencer la psychologie des marchés, mais pas manipuler les taux de change. Le dollar devait baisser depuis longtemps. Il a tardé à le faire.

– *Au 1er janvier 2008, l'accord de Bâle II, qui impose aux banques un niveau minimum de fonds propres, va entrer en vigueur. N'est-il pas en retard d'une bataille puisqu'il ne tient pas compte des instruments en cause dans la crise des «subprime»?*

– Les banques vont pouvoir lier leurs engagements à leurs besoins en capitaux d'une façon moins mécanique qu'avec Bâle I, ce qui est une bonne chose. Mais l'accord ne va pas assez loin. Les activités hors bilan, telles celles qui se sont développées à partir du marché des «subprime», échappent à la nouvelle réglementation. C'est l'éternelle histoire du gendarme courant après le voleur toujours plus sophistiqué. La réglementation est toujours en retard.

– *Cette crise a fait le malheur des uns, mais le bonheur des fonds souverains, ces véhicules d'investissement de la Chine ou des pays du Golfe qui prennent des participations dans de grands groupes occidentaux. Craignez-vous, comme d'autres, que ces fonds cachent un agenda politique?*

– Tant que ces fonds agissent comme des investisseurs financiers, ils ne posent pas de problème. On pourrait imaginer qu'ils adhèrent à une charte qui encadre ou clarifie leur comportement, à l'instar de celle développée par le fonds souverain de la Norvège. Enfin, si leur action devient très clairement contestable, les Etats concernés ont encore quelques instruments à leur disposition pour sauvegarder leurs intérêts. On peut penser à l'expropriation, un outil très fort que l'on peut agiter, en espérant ne pas avoir à s'en servir.

## Simplicité d'abord

Professeur ordinaire à l'Université de Lausanne depuis 1980, Jean-Pierre Danthine a dirigé l'institut lémanique FAME, créé en 1996. Ce petit frère du Swiss

finance institute (SFI) a fusionné avec la Swiss Banking School zurichoise. Le SFI est né en 2006 à l'initiative des banques, des universités, de la Confédération et de la bourse suisse. Il constitue un réseau entre les chercheurs des universités de Genève, Lau-

sanne, Lugano, Zurich, ainsi que les Ecoles polytechniques. L'Uni de Saint-Gall fait encore bande à part. Docteur en économie de l'Université américaine Carnegie-Mellon, Jean-Pierre Danthine, 57 ans, continue d'enseigner la macroéconomie. La direction du

SFI doit, selon lui, rester «un poste à mi-temps». Belge devenu Suisse, il privilégie une structure simple et modeste. A l'image de son bureau à Lausanne, sobrement décoré de deux peintures de sa femme et de quelques photos de famille. **F.L.**

# «Les banques s'arrachent nos doctorants»

Le Swiss finance institute (SFI) a importé la culture du résultat à l'université

**LI: Après la nomination en septembre des titulaires des quinze «chaires SFI», dont la responsabilité est d'animer la recherche, le SFI est-il en ordre de marche?**

**Jean-Pierre Danthine:** Oui, d'autant que le Poly de Zurich vient officiellement de prendre la décision de nous rejoindre. Et que nous pouvons annoncer en primeur la venue à l'uni de Zurich du professeur Félix Kübler, en provenance de l'Université de Pennsylvania. Il occupera une chaire SFI à Zurich dès mi-2008.

**– Ces chaires donnent plus de moyens financiers aux chercheurs, à condition que leurs travaux fournissent des résultats. Comment cette révolution culturelle a-t-elle été acceptée dans les universités?**

– Il y a eu des résistances. Les titulaires des chaires ont été choisis en décembre 2006, mais nous n'avons pu les annoncer qu'en septembre dernier après avoir convaincu nos partenaires. L'Uni de Lausanne a eu un comportement assez exemplaire. Nos propositions ont conduit à adopter de nouvelles règles mettant les chercheurs de toutes les disciplines sur un pied d'égalité. Les difficultés rencontrées par nos universités pour attirer les cher-

cheurs de talent ne concernent pas que la finance. A Genève, les discussions ont été longues, et il a fallu aller jusqu'au Conseil d'Etat.

**– Les résistances étaient-elles moins fortes outre-Sarène?**

– Non, ce n'était pas plus facile à Zurich. En revanche, l'Uni de Lugano, dont l'histoire est moins ancienne, s'est montrée la plus souple et la plus rapide à s'adapter.

**– Le SFI évalue ses chercheurs selon la parution de leurs travaux dans les six revues scientifiques les plus cotées, dites «A». Toutes publient des articles en anglais, et une seule est européenne. Cela a-t-il une influence sur la recherche?**

– La langue ne constitue pas un enjeu. Ce qui importe, c'est que les chercheurs publient des idées qui fassent la différence et qui soient reconnues par leurs pairs. Une bonne idée ignorée de la communauté scientifique n'a pas d'avenir. Or, dans notre domaine, la recherche peut non seulement changer la façon de penser, mais aussi faire évoluer la pratique dans l'industrie financière.

**– Ces revues A sont-elles infaillibles?**

– Elles peuvent commettre des erreurs, dont certaines sont entrées dans la légende. L'article de Black et Scholes sur la valorisation des options, qui a valu à Scholes le Prix Nobel, a été refusé par une de ces

revues avant d'être accepté par une autre. Il faut donc rester vigilant. Toutefois, l'enjeu tient davantage à la composition des comités de sélection de ces revues. Ils sont essentiellement composés d'Américains, qui n'ont pas forcément la même vision que les Européens. Ce n'est pas qu'une question de chauvinisme, mais une vraie bataille sur le plan des idées. Les États-Unis font par exemple une large place à une forme de validation économétrique que beaucoup d'Européens considèrent comme primitive. A l'inverse, les Européens ont un goût pour le formalisme mathématique et statistique qui les éloigne parfois trop des questions centrales de la gestion d'actifs et de la finance d'entreprise.

**– Les chercheurs formés au SFI trouvent-ils facilement du travail?**

– L'industrie s'arrache nos doctorants, ce qui était impensable dans les années 80, et même 90. Certains ont du mal à terminer leur thèse parce que les banques leur demandent de les rejoindre prématurément. L'intérêt de la part des étudiants est également fort. Le master en finance commun aux Universités de Lausanne, Genève et Neuchâtel compte largement plus de 100 inscrits cette année. J'ajoute encore que nos formations en cours d'emploi, comme cette année sur les produits structurés, remportent un franc succès. Nous

allons en lancer de nouvelles sur le courtage des droits de polluer ou encore sur la finance comportementale.

**– Votre projet de MBA en «Bank management» est-il toujours à l'ordre du jour?**

– Oui. Nous sommes en discussion avec une université américaine de la côte Est. Les premiers cours devraient commencer fin 2009. Par ailleurs, nous achevons la préparation d'un master en finance et gestion de fortune à Lausanne, en partenariat avec une autre université américaine, Carnegie-Mellon (ndlr: Pittsburg, Pennsylvania).

**– En 2006, le SFI a enregistré une perte de 3,4 millions. Qu'en sera-t-il cette année?**

– Nous ne sommes pas là pour gagner de l'argent, mais pour financer des chercheurs et des doctorants! Seule notre activité de formation en cours d'emploi («executive education») a pour objectif d'équilibrer ses comptes. C'est-à-dire d'être profitable en général, sauf sur certains produits qui répondent à une demande spécifique de l'industrie. Il en est ainsi du master en finance quantitative que nous lançons à Zurich en 2008 avec l'Uni et le Poly. Placé sous l'égide de Bologne, qui limite les frais d'écologie, ce master sera trop bon marché pour être financièrement rentable. **Propos recueillis par F.L.**



PHILIPPE PACHE

*Jean-Pierre Danthine: «Pour la première fois peut-être depuis une centaine d'années, l'affaiblissement des Etats-Unis pourrait avoir peu d'effet en Europe et en Asie. Le «découplage» est une vraie thèse. S'il ne se produit pas cette fois, ce sera le cas à la suivante.» LAUSANNE, 29 NOVEMBRE 2007*