

Faute de discipline

Gillian Tett

Fool's Gold

Free Press, New York, 2009, 304 pages, 26,00 \$ (toilé).

Tout lecteur de *Finances & Développement* connaît maintenant les contours de la crise financière qui a entraîné la pire récession mondiale depuis les années 30, dont nous ne finissons pas de sortir. Et les avis foisonnent, chez les vulgarisateurs comme chez les universitaires, quant à ses causes exactes et à ce qu'il faut faire pour éviter qu'elle se répète.

Cependant, l'ouvrage de Gillian Tett, *Fool's Gold*, offre une perspective intéressante sur la crise et donne à réfléchir à quiconque s'intéresse au débat de fond, le tout sur un mode enlevé et distrayant. Tett dirige au *Financial Times* la section spécialisée dans les marchés financiers et a été élue Journaliste d'affaires de l'année au Royaume-Uni en 2008. Elle sait décrire les racines de la crise d'une manière qui plaira tant au spécialiste qu'au novice de la finance, pour qui elle décode, en partie au moins, le jargon des SRC, OAA et autres TAA. Mais, de par sa formation d'anthropologue sociale, elle est amenée à fouiller plus profond pour savoir comment «le noble rêve d'une petite tribu chez JPMorgan a été corrompu par la rapacité de Wall Street et a causé une catastrophe».

Si l'expansionnisme économique, combiné à l'inefficacité des organes de réglementation et de contrôle y sont assurément pour quelque chose — Tett n'en fait pas mystère — la crise financière résulte avant tout de l'échec de la discipline des marchés. Comme elle le souligne, les instruments mis au point par JPMorgan et par d'autres peuvent servir à restreindre les risques, ou à les amplifier, selon la façon dont on en use. De fait, leurs concepteurs étaient sûrs de tenir le secret d'une bien meilleure gestion des risques. Mais, on le voit clairement aujourd'hui, l'innovation financière a été à bien des égards mal comprise et employée de travers.

La faiblesse et la moindre variabilité des taux d'intérêt après 2001 ont

accélééré l'innovation financière et la progression de l'effet de levier et accru la complexité des instruments. De ce fait, les risques se sont multipliés beaucoup plus vite que ne le pensaient la plupart des acteurs des marchés. La titrisation, qui avait assez bien fonctionné pour les swaps de risque de crédit (SRC) — où la règle d'or de la connaissance du client avait encore un sens — est devenue problématique lorsque des obligations adossées à des



actifs (OAA) se sont mises à assembler des actifs dissemblables et de plus en plus de mauvaise qualité, notamment des titres hypothécaires à risque non conformes. L'évolution des prix des titres hypothécaires semblait de plus en plus fondée sur l'idée que les prix des logements continueraient simplement à augmenter, ce qui limiterait le risque hypothécaire. Par ailleurs, on accordait aux modèles de gestion des risques — qui, aussi complexes soient-ils, reposent en définitive sur la notion que l'avenir ressemblera au passé — une confiance bien supérieure à ce que leurs concepteurs avaient imaginé. (Cette confiance était particulièrement discutable dans le cas des instruments financiers nouveaux et complexes qui, par définition, n'avaient pas d'histoire.) De même, la notation du crédit — elle-même largement basée sur les modèles utilisés par les institutions financières — a remplacé les règles de précaution que les investisseurs auraient dû suivre. Et la réglementation est à bien des égards devenue inefficace, notamment du fait de la rapide expansion du «secteur bancaire parallèle», aux liens souvent complexes et opaques avec le système financier réglementé. Tous ces facteurs ont fragilisé le secteur financier, et la

crise, lorsqu'elle a éclaté, a frappé avec une rapidité et une force ahurissantes, mettant au jour des relations entre les marchés et les institutions rarement comprises pleinement.

Point crucial, bien signalé dans *Fool's Gold*, toutes les institutions financières n'ont pas réagi de la même façon. Certaines ont poursuivi une ferme politique de gestion des risques tout en restant actives sur le marché des titrisations. D'autres se sont rendues compte de l'aggravation des risques et ont pris des positions anticipant le déclin du marché immobilier.

Le livre montre que, souvent, la nécessité pressante de dégager des bénéfices a encouragé une prise de risque excessive. Ainsi JPMorgan, bien qu'en pointe sur le marché des SRC, ne s'est guère aventuré sur celui des OAA. Tett montre que certains pensaient que la société perdait de bonnes occasions, tandis que ses concurrents accumulaient des quantités de risques dans une totale opacité. Elle dépeint aussi les hauts responsables de JPMorgan se triturant les méninges pour comprendre comment les autres institutions financières affichaient des bénéfices sur les OAA — pour découvrir après coup que leurs concurrents n'y étaient parvenus qu'en amplifiant l'effet de levier à l'extrême en méjugant l'évolution des prix et en accumulant et camouflant des risques énormes dans leurs bilans. Mais «à l'aube du XXI^e siècle, rares étaient les analystes qui s'inquiétaient de l'effet de levier et de l'exposition au risque, obnubilés qu'ils étaient par les chiffres annoncés des recettes et des bénéfices».

L'histoire que raconte le livre se tient, mais les leçons à en tirer sont moins évidentes. En fait, les enseignements les plus intéressants résident dans ce que l'auteur n'approfondit pas. La question qui brille par son absence dans ce livre — et dans le débat d'idées actuel — se rapporte aux actionnaires et aux conseils d'administration des grandes institutions financières. Où étaient-ils pendant que leurs sociétés accumulaient des montagnes de risques, et pourquoi la surveillance des équipes de direction a-t-elle été si inefficace dans bien des cas — mais pas tous? Et si ce dysfonctionnement du gouvernement d'entreprise

a été une des causes majeures de la crise, suffira-t-il que les pouvoirs publics durcissent la réglementation?

Cet ouvrage le montre clairement, l'incurie flagrante de la gestion des risques ne s'explique guère, voire pas du tout par un déni de responsabilité : les dirigeants des grandes institutions financières n'ont pas pris des risques démesurés parce qu'ils comptaient se faire renflouer par l'État; jamais ils n'auraient imaginé, quelques mois ou même semaines avant que la crise se précipite, la chaîne d'événements observée depuis septembre 2008. En fait, les hauts dirigeants des sociétés en cause ont en général subi de grosses pertes personnellement, car la valeur de leurs portefeuilles d'actions s'est effondrée, malgré le soutien massif du public à leurs institutions.

S'il est vrai que l'explosion de l'innovation financière a été en partie motivée par le potentiel de profits individuels, il est difficile de savoir quel sera l'impact des réformes de la rémunération des opérateurs financiers actuellement envisagées. Beaucoup d'entre eux avaient déjà des modalités de rémunération largement conformes à ce qui passe aujourd'hui pour la pratique optimale. Et surtout, la plupart de ceux qui se sont investis à fond dès le départ ne considéraient pas qu'ils

gonflaient les bénéfices à court terme aux dépens des risques à plus long terme. Beaucoup étaient persuadés d'avoir découvert les outils requis pour gérer les risques et révolutionner la finance pour les années à venir.

Enfin, si les recommandations émises *a posteriori* incriminent la pratique consistant à fabriquer des créances pour les répartir ensuite — appelant les investisseurs à laisser un minimum de pions en jeu —, le plus consternant dans cette crise est qu'une part considérable des énormes pertes des institutions financières sont dues à des créances qu'elles ont élaborées, puis conservées dans leurs livres.

Au bout du compte, il est certes crucial de renforcer nos systèmes de réglementation et de contrôle, mais il ne faut pas croire que l'on parviendra ainsi à écarter toute possibilité de crises financières. Tout juste peut-on espérer en réduire la fréquence et le coût. En outre, l'innovation financière n'a pas toujours été bénéfique, mais, pour une large part elle a eu des effets positifs — ou aurait pu en avoir si elle avait été mieux maîtrisée. De fait, il sera crucial pour relancer la croissance économique de revitaliser ces marchés, sans doute à moindre échelle et dans le cadre d'une réglementation plus stricte.

Gillian Tett conclut par des recommandations éminemment sensées et relativement simples : il faut que les banques centrales prêtent plus d'attention à la finance, qu'il y ait plus de capitaux dans le système financier et que les produits financiers soient plus simples et transparents. Mais elle insiste aussi sur la nécessité de «repenser la culture de la finance, en revenant aux bonnes vieilles vertus : prudence, modération, équilibre et bon sens». Selon elle, l'idéologie, au sens large, a été un élément moteur de la crise financière — à cause des «silences polis» de ceux qui n'ont pas voulu dire des vérités qui dérangeaient.

La crise a sans doute fait foisonner les idées et ouvert des pistes de réformes novatrices, à l'appui des dures leçons apprises par les opérateurs financiers ces deux dernières années. L'objectif premier est de faire en sorte que le système financier, ses institutions spécifiques et les individus qui les composent, soient mieux capables de comprendre, mesurer et maîtriser les risques qui font partie intégrante des marchés.

John Lipsky

Premier Directeur général adjoint du FMI (M. Lipsky a été Vice-Président et, avant cela Économiste en chef de JPMorgan Investment Bank de 1997 à 2006)

Keynes est bien vivant en fin de compte

Robert Skidelsky

Keynes

The Return of the Master

Public Affairs, New York, 2009, 250 pages, 25,95 \$ (toilé).

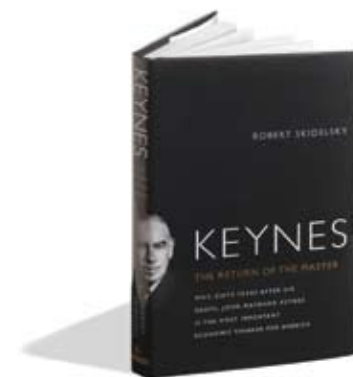
Anand Chandavarkar

The Unexplored Keynes and Other Essays

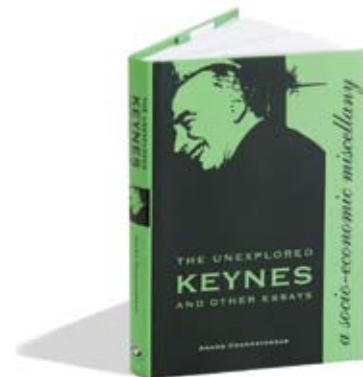
A Socio-Economic Miscellany

Academic Foundation, New Delhi, 2009, 346 pages, 995 Rs (toilé).

En 1984, le Prix Nobel George Stigler a prédit que l'économie allait devenir la reine des sciences sociales, lui décernant le titre de «science impériale», dispensant son



instruction aux autres disciplines sociales par le biais d'«économistes-missionnaires... souvent confrontés à des autochtones craintifs et hostiles». La route du couronnement a fait un drôle



de détour : 25 ans après la publication de l'article de Stigler, on a le sentiment que l'économie a autant à apprendre des autres disciplines qu'à leur enseigner. Un bon exemple est la finance

comportementale, qui fait appel à la psychologie et à la sociologie pour comprendre les marchés financiers. Au vu du déluge de scandales financiers au cours des dix dernières années et de la récurrence de crises financières causées par la cupidité, l'économie doit maintenant faire alliance avec l'éthique. Et le Prix Nobel d'économie est allé cette année à un politologue.

Cet état des choses n'aurait ni surpris ni dérangé l'économiste britannique John Maynard Keynes, qui est

«Bien que soucieux de sa stabilité, Keynes ne voulait pas la mort du capitalisme.»

le sujet de ces deux livres. L'économie prend ses racines dans la philosophie : les premiers praticiens de cette science étaient appelés «philosophes du monde». Skidelsky et Chandavarkar notent que Keynes considérait l'économie comme une science morale, devant servir à montrer aux gens comment «bien vivre»; mais, rappelle Skidelsky, pour Keynes, «bien vivre ne signifie pas être riche, mais être bon». Chandavarkar note aussi que Keynes était à la recherche de solutions alliant «l'efficacité économique, la justice sociale et la liberté individuelle», ce qui n'était possible que si les économistes maîtrisaient plusieurs disciplines : d'après lui, un économiste doit être à la fois «mathématicien, historien, homme d'état et philosophe... dans une certaine mesure».

Le rôle de la confiance

Keynes attachait aussi une grande importance à la psychologie, notamment lorsqu'il déclarait que l'investissement dépend tout particulièrement de l'état de confiance. D'après lui, explique Skidelsky, les hommes d'affaires «n'ancrent pas leurs espoirs de profits sur la productivité et la prévoyance», mais se laissent guider par des anticipations vagues et fluctuantes quant à l'avenir. Pour Keynes, «ce sentiment d'incertitude va et vient : les gens sont plus

confiants à certains moments qu'à d'autres. Lorsque le niveau de confiance est élevé, l'économie prospère; lorsqu'il baisse, elle dépérit».

L'effondrement des anticipations optimistes peut donc entraîner l'effondrement de l'économie. Et si l'économie va mal, les anticipations pessimistes, et donc le chômage, peuvent persister. L'État a pour rôle de stabiliser l'économie par des investissements publics lorsque la confiance du secteur privé est faible. Une phrase fameuse de Keynes dit qu'il est certes bon que l'État investisse de façon productive, mais qu'il peut tout aussi bien payer des gens à creuser des trous et d'autres à les reboucher lorsque l'activité privée stagne. «Les gens pratiques prêtent toujours la plus grande attention à l'état de confiance, mais les économistes ne l'ont pas analysé avec soin.»

Bien que soucieux de sa stabilité, Keynes ne voulait pas la mort du capitalisme. Il n'était pas non plus partisan de laisser l'État jouer en permanence un grand rôle. D'après Chandavarkar, «dans ses jeunes années comme à l'âge mûr, Keynes voyait dans l'initiative et l'entreprise privées le principal ressort du progrès économique en démocratie». Le rôle de l'État, a-t-il écrit, «n'est pas de faire ce que les individus font déjà, et de le faire un peu mieux ou un peu moins bien, mais de faire ce que personne ne fait pour l'heure». Il a tourné le dos au communisme parce qu'il lui est apparu clairement qu'un système autorisant l'État à tout faire ne pourrait atteindre aucun objectif, matériel ni moral. Skidelsky indique que ses voyages en Union soviétique dans les années 20 ont convaincu Keynes que «l'on ne peut pas être dans un bon état d'esprit quand rien ne fonctionne».

Keynes espérait que les gens utiliseraient les forces du marché et le capitalisme pour s'enrichir rapidement, mais une fois prospères, s'attacheraient à bien-vivre — en appréciant la beauté, les arts et autres occupations civilisées. C'est après tout ce qu'il a fait. Comme l'écrit Chandavarkar, Keynes «était parfaitement à l'aise dans les mondes disparates des idées et des affaires — de

Cambridge à la City, de Whitehall à Bloomsbury».

Myopie patriotique

Du temps de Keynes, le principal problème économique était la dépression et le chômage dans les nations les plus riches, et non le développement économique des nations les plus pauvres telles que l'Inde. Pour Skidelsky, bien qu'à cheval sur la morale, Keynes n'a jamais pris en considération «les implications humaines et morales du pouvoir impérial ni la question de savoir si les Britanniques exploitaient les Indiens». Chandavarkar note que l'attitude de Keynes «était à l'opposé» de celle d'autres membres du Groupe de Bloomsbury, tels que E.M. Forster et Leonard Woolf.

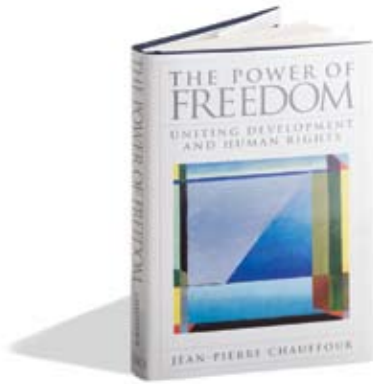
Il est ironique que la réputation d'économiste de Keynes se soit construite d'abord sur une étude consacrée aux pays en développement, *Indian Currency and Finance*, publiée en 1913. Mais Chandavarkar — retraité du FMI — note sur un ton désabusé que Keynes «a écrit cet ouvrage sans aller faire une mission en Inde ni rencontrer le ministre des finances». (Peu de détails des liens entre Keynes et l'Inde échappent à l'attention de Chandavarkar, qui cite une scène d'un film de Bollywood où l'héroïne est plongée dans la lecture de la *Théorie générale* de Keynes.) En fait, Keynes n'a jamais mis les pieds dans un pays en développement, mis à part des vacances au Maroc et en Égypte. Pour Chandavarkar, il faut simplement, comme l'a écrit Paul Samuelson, «s'accommoder de ce paradoxe : Keynes le cosmopolite était aussi un patriote britannique particulièrement borné».

Un proche de Keynes disait que si l'appréciation portée par les générations futures sur Keynes ne le fait pas apparaître «comme un grand homme et un grand économiste, c'est que la définition de la grandeur se sera terriblement dévoyée». Ces deux excellents livres contribueront justement à perpétuer le souvenir de Keynes comme un grand homme et un grand économiste.

Prakash Loungani

Conseiller, Département des études du FMI

Parlons-nous



Jean-Pierre Chauffour

The Power of Freedom

Uniting Development and Human Rights

Cato Institute, Washington, 2009, 212 pages, 22,95 \$ (toilé).

Il y a quelques années, alors que je dirigeais des missions du FMI en Afrique, j'ai eu l'occasion de discuter avec une représentante de la société civile du budget de son pays. Elle voulait que l'État dépense plus pour lutter contre le VIH/sida et invoquait le «droit» des citoyens à des traitements salvateurs, plus prioritaires à ses yeux que toute autre dépense. Il me semblait qu'il y avait une kyrielle de droits de ce genre, dont beaucoup seraient salvateurs, et que le ministre des finances devait quand même faire des choix difficiles. Deux avis inconciliables, donc. Mais nous avons surmonté nos divergences en nous accordant sur une mesure palliative — plus d'aide —, remettant ainsi à plus tard le débat sur les questions fondamentales.

Lorsque mes collègues macroéconomistes et moi-même sommes sur le terrain, en tant que partenaires — parmi beaucoup d'autres — d'un pays en développement, nous avons ce genre de discussions interdisciplinaires sur les décisions horriblement difficiles d'affectation des dépenses publiques et les efforts de la communauté internationale pour guider les gouvernements dans leurs choix. Nous n'avons ni le même bagage ni le même langage. Les défenseurs des droits de l'homme, les économistes, les donateurs, les

spécialistes du développement sur le terrain et les responsables gouvernementaux abordent ces problèmes dans des optiques différentes et ont du mal à communiquer. Tous ressentent la même frustration, tant le drame humain est déchirant et présent. Des gens meurent alors que nous discutons.

Dans son livre captivant, *The Power of Freedom* (le pouvoir de la liberté), Jean-Pierre Chauffour essaie de trouver un dénominateur commun pour une approche interdisciplinaire du développement. Selon lui, la liberté permet de concilier les impératifs du développement et des droits de l'homme. À la différence de l'aide étrangère, en promouvant la liberté, on n'oblitére et on ne diffère pas les choix difficiles. Au contraire, explique-t-il, elle fournit un cadre de communication entre les diverses disciplines et peut encourager un développement qui améliore le sort des hommes et préserve leurs droits.

Chauffour s'en prend aussi bien à l'establishment des droits de l'homme, né de la Déclaration sur le Droit au Développement de 1986 qu'à celui du développement, représenté par les objectifs du Millénaire pour le développement (OMD), ce qui est peut-être réducteur. Après deux chapitres précisant le contexte historique et mettant le débat en perspective, il développe son argumentaire dans le chapitre 3, consacré aux concepts qui sous-tendent le «droit» de l'homme au développement, expliquant que, trop souvent, un impératif moral, la «droiture», a supplanté toute définition raisonnable des droits. Dans le chapitre suivant, intitulé «La pratique», il montre que cela a plongé la communauté des droits de l'homme comme celle du développement dans un imbroglio de priorités concurrentes qu'il semble impossible de démêler. Puis il pose des questions cruciales : quels sont au juste les droits que l'on préserve (où s'arrêtent ceux de l'homme et commencent ceux de la femme?) et qui est censé les préserver (les individus, les États ou un «super-État» international?). Chauffour considère avec le même scepticisme les processus des droits de l'homme de l'ONU, les documents de stratégie de réduction de la pauvreté inspirés par

les institutions de Bretton Woods et les OMD et fait la part belle aux nombreux critiques de l'aide extérieure. Au terme de la première partie du livre, le lecteur pourrait bien abandonner toute idée de développement cohérent.

Chauffour développe alors sa thèse : le pouvoir de la liberté en tant que paradigme unificateur. Le titre du chapitre 5 (Paradigme économique) hérissera sans doute certains non-économistes, mais il jette les fondements d'une approche interdisciplinaire fondée sur la liberté individuelle. Sa vision de l'État frise le minimalisme : il doit laisser libre cours au développement individuel, au lieu d'essayer de le promouvoir. Il prône donc le renforcement des institutions — reprenant le leitmotiv de nombreuses études sur les droits de propriété et ajoutant quelques intéressantes observations sur le sens exact de la «participation» au développement (chapitre 6). Le chapitre sur la politique macroéconomique révèle sa formation. Il s'accorde bien avec son nouveau paradigme, mais reste à savoir s'il convaincra les praticiens d'autres disciplines de l'affinité entre la prudence macroéconomique et les droits de l'homme. Et les économistes refuseront sans doute l'idée que le marché résout tout, compte tenu des récents travaux sur l'asymétrie de l'information et l'économie comportementale.

Mais Chauffour admet d'emblée que ce livre ne satisfiera pas complètement tous les praticiens des autres disciplines. Son champ est trop large pour sonder l'orthodoxie d'une discipline donnée, mais il s'en prend à une grande partie de cette orthodoxie. Il nous serait facile à tous de nous replier dans notre champ d'élection, de publier de savants ouvrages détaillant les principes qui nous sont chers et de dire que Chauffour ne nous comprend pas. Cet ouvrage nous donne une idée de ce que les autres pensent et des limites de notre propre réflexion. C'est ainsi que nous serons en mesure d'avoir une vraie conversation sur la liberté qu'ont les hommes de se développer et de développer leurs sociétés comme ils l'entendent.

Mark Plant

Directeur adjoint
Département Afrique du FMI