

Faire du profit ou pas, telle est la question

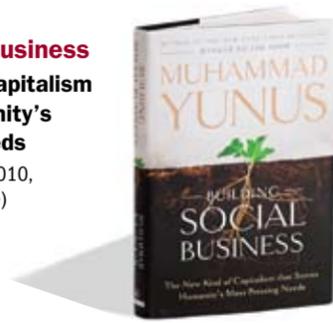
Muhammad Yunus

Building Social Business The New Kind of Capitalism That Serves Humanity's Most Pressing Needs

Public Affairs, New York, 2010,
226 pages, 25,95 \$ (toilé)

Les pauvres sont tenus à l'écart : de l'emploi lucratif, de l'accès à une eau propre, de l'électricité, des routes, des moyens de transport, d'une alimentation suffisamment riche en calories et en micronutriments, des soins de santé, de l'éducation, des services bancaires et de télécommunications, de l'Internet, de la justice et de la sécurité. Leur désir de travailler constitue la ressource la plus gaspillée de la planète.

La mise en rapport de ces populations avec les possibilités de travail peut s'auto-entretenir. Une augmentation du travail productif leur permettra d'acheter de quoi remédier à leurs problèmes, tout en leur apportant une autosuffisance fi-



nancière. Ainsi, la prospérité s'autoalimente : le travail crée une richesse que peuvent ensuite s'approprier ceux qui travaillent.

Building Social Business contient de très nombreux exemples d'idées pour surmonter la pauvreté en valorisant la volonté de travailler des pauvres, et en élaborant des solutions viables à leurs problèmes

les plus pressants. (L'auteur est le fondateur de la Grameen Bank, une des premières institutions de microfinance. Depuis la fin des années 70, cet établissement accorde des prêts de faible montant aux entrepreneurs des régions les plus pauvres du Bangladesh, pays natal de l'auteur. Ses activités se sont à présent étendues à l'échelle mondiale). Dans ce livre, M. Yunus démontre comment remédier à la malnutrition infantile en dissimulant des nutriments essentiels dans des yaourts aromatisés (Grameen Danone); comment des chaussures abor-

dables pour les populations rurales pauvres (Grameen Adidas) permettent de combattre les infections par les vers; et comment proposer des services de santé pour un montant prépayé ou opérer de la cataracte les individus en train de devenir aveugles (Grameen Health Care).

Ce livre n'est pas seulement un ouvrage qui inspire le lecteur. Il vise à créer et à promouvoir un nouveau mouvement social selon lequel les problèmes des populations pauvres pourraient se régler de manière autonome par le biais de l'entrepreneuriat, une méthode qui se distingue très nettement de l'humanitaire ou de la responsabilité sociale de l'entreprise, dont aucun des deux ne s'autoentretient. Mais l'auteur souhaite aussi prendre ses distances avec le capitalisme ordinaire — d'où le sous-titre du livre : «Un nouveau capitalisme pour répondre aux besoins les plus pressants de l'humanité». Il ne s'agit pas seulement de créer des entreprises qui résoudront les problèmes des populations pauvres, mais de donner naissance à des «entreprises sociales», au sein desquelles «tout est fait pour le béné-

ficé d'autrui, en s'appuyant sur le côté altruiste de la nature humaine».

Muhammad Yunus distingue sa nouvelle version du capitalisme de son ennemi, le but lucratif, qui doit être aboli. Tout comme le fumeur qui veut vraiment arrêter doit absolument éviter de fumer une seule cigarette, les entreprises doivent renoncer au profit.

Muhammad Yunus affirme avoir inventé une nouvelle forme d'entreprise sociale dans le domaine des organisations à but non lucratif, axée sur la résolution des problèmes des populations pauvres. Il opère une distinction entre son modèle, d'une part, et la recherche capitaliste du profit, les coopératives, le socialisme, l'État, les œuvres de bienfaisance, le communisme et la responsabilité sociale de l'entreprise (RSE), d'autre part. Il s'attribue la paternité du microcrédit bien qu'Accion International ait eu plus de dix ans d'avance sur la Grameen Bank. En combinant donations et recherche du profit, Accion a donné naissance à des entreprises telles que Compartamos, MiBanco et BancoSol, qui ont enregistré une croissance beaucoup plus dynamique que

Grameen Bank, justement parce qu'elles ne privilégiaient pas le prêt solidaire et ne refusaient pas de faire du profit.

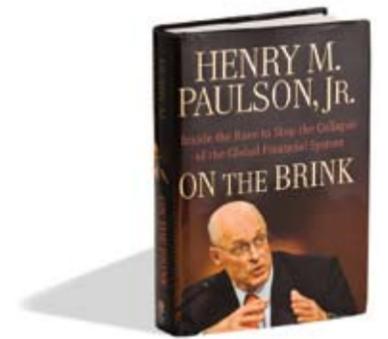
Le modèle non lucratif est indéniablement bien perçu. Grameen Bank a noué des partenariats avec des multinationales comme Danone (yaourts) ou Adidas (chaussures), dont l'image de marque a bénéficié de cette association. Cependant, ces sociétés se sont limitées à des programmes symboliques gérés par leurs départements de RSE. De nouveaux marchés comptabilisés en milliards de dollars transformeraient réellement la vie des pauvres. Le fait d'éviter la recherche de profit empêcherait une véritable montée en puissance de ces solutions, et le fait de renoncer aux donations limiterait le financement d'activités qui ne pourraient être structurées de manière viable.

Ce livre sera sans doute source d'inspiration pour le lecteur, mais celui-ci ne devrait pas prendre cette idée de mouvement social pour ... argent comptant.

Ricardo Hausmann

Directeur du Center for International Development et professeur de développement économique à l'université Harvard

Dans l'œil du cyclone



Henry M. Paulson, Jr.

On the Brink Inside the Race to Stop the Collapse of the Global Financial System

Business Plus, New York, 2010,
496 pages, 28,99 \$ (toilé)

La faillite de Lehman Brothers a engendré un phénomène de fuite hors du système financier mondial. Une forte contraction du crédit a déclenché un grave ralentissement de l'activité économique mondiale qui s'est traduit, aux États-Unis, par un taux de chômage de 10 %, une baisse de 3,7 % du PIB réel et un déclin de 15 % de la production industrielle. L'ouvrage de Henry Paulson traite plusieurs questions clés soulevées par la chute de l'établissement international de services financiers : pourquoi a-t-on laissé la faillite calamiteuse de Lehman Brothers se produire? Les autorités avaient-elles anticipé les risques et, si oui, auraient-elles pu intervenir? S'il était impossible d'intervenir en amont, les pouvoirs publics auraient-ils pu renflouer Lehman au dernier moment, comme ils l'ont fait six mois plus tôt pour une autre banque d'investissement, Bear Stearns, ou dès le lendemain pour le géant de l'assurance AIG?

Henry Paulson a été Secrétaire au Trésor américain de juillet 2006 à janvier 2009, soit pendant les deux années qui ont précédé la crise et pendant les quatre premiers mois de la riposte des pouvoirs publics. Son livre décrit cette expérience.

Présentation de la crise financière

Le livre comporte une présentation historique, jalonnée par des événements

Entre les failles

Parmi les caractéristiques les plus remarquables de la crise financière figure le nombre extraordinaire de dysfonctionnements qu'elle a engendrés et de personnes et institutions qui ont commis des erreurs. L'ancien économiste en chef du FMI Raghuram G. Rajan, qui travaille à la Booth School of Business de l'université de Chicago, rassemble et explique, dans son nouvel ouvrage, les divers manquements qui ont contribué à la crise — les «failles», comme il les appelle, mises au jour par les événements de ces dernières années. M. Rajan propose ensuite quelques recommandations politiques pour éviter tout problème à l'avenir. Alors que certaines de ses recommandations, telles qu'une correction des déséquilibres internationaux, ont déjà été souvent citées, d'autres, comme une amélioration de la couverture de sécurité sociale, sont nouvelles dans le contexte de la crise.

Cet ouvrage couvre un large éventail de failles, qui en fait presque un traité des problèmes macroéconomiques récents. Citons parmi ces problèmes un endet-



Raghuram G. Rajan

Fault Lines How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy

Princeton University Press,
Princeton et Oxford, 2010,
272 pages, 16,95 \$ (toilé)

tement et un recours au crédit excessifs de la part des Américains, des déséquilibres mondiaux en termes d'épargne et de flux de capitaux, une politique monétaire accommodante, des innovations financières qui ont opacifié le système, des régimes de rémunération inappropriés,

des critères de crédit déficients, des erreurs de la part des agences de notation et un défaut de supervision des banques par l'État — entre autres. On peut accorder à M. Rajan une crédibilité particulière, car il n'hésitait pas dès 2005 à mettre en garde contre les dangers potentiels de l'innovation financière.

M. Rajan ajoute les facteurs de politique économique à sa liste d'explications de la crise. Il considère en effet la propagation du crédit et l'endettement croissant des ménages comme un moyen de lutte contre les inégalités croissantes aux États-Unis. À moins de posséder des compétences pointues, les ménages ont pâti d'une stagnation de leurs revenus, qui les a conduits à vivre au-dessus de leurs moyens.

Des facteurs politiques ont également contribué au recours excessif à l'endettement. M. Rajan estime que la sécurité sociale relativement faible aux États-Unis incite les politiques à éviter tout affaiblissement du marché du travail et les rend prompts à utiliser les mesures de relance monétaires et budgétaires. D'après M. Rajan, parmi les politiques mal avi-

sées figurent à la fois la durée de la période de taux d'intérêt extrêmement bas qui a suivi le ralentissement économique de 2000-03 et la persistance de politiques telles que les subventions publiques dissimulées à Fannie Mae et à Freddie Mac avant que celles-ci ne soient placées sous tutelle de l'État en septembre 2008. Une politique monétaire accommodante et la garantie implicite pour Fannie et Freddie ont contribué au recours excessif à l'emprunt ainsi qu'à la formation de la bulle immobilière — et donc à la fragilité du secteur financier et à la crise. La deuxième moitié du livre examine les réformes qui pourraient empêcher la récurrence de tels problèmes, notamment une révision de la réglementation financière et des structures de marché telles que les dispositifs de rémunération.

M. Rajan propose notamment un système de sécurité sociale plus efficace aux États-Unis, qui réduirait les craintes de récession et mettrait un terme aux politiques excessivement accommodantes qui alimentent les bulles. Si les travailleurs — c'est-à-dire les électeurs — avaient moins peur de perdre leur

emploi et des délocalisations, les politiques auraient moins besoin de prendre des mesures à risque. Selon certains, la crise résulterait des politiques menées en 2000-03 pour compenser l'éclatement de la bulle technologique en créant une bulle immobilière. La loi récemment adoptée sur le système de santé aux États-Unis correspond aux recommandations générales de M. Rajan en faveur d'une meilleure sécurité sociale.

À un plus long terme, M. Rajan estime qu'une amélioration de l'éducation et de la formation pourrait remédier aux causes essentielles des inégalités. Un renforcement des compétences se traduirait par des possibilités d'emploi plus intéressantes et par des revenus supérieurs — ainsi que par des politiques moins obsédés par la relance de l'économie.

L'ouvrage de M. Rajan fait ainsi un tour complet des causes de la crise et nous propose une démarche particulièrement intéressante visant à éviter toute récurrence.

Phillip Swagel

McDonough School of Business
Université de Georgetown

allant des premières perturbations sur le marché du crédit en août 2007 à la faillite de Bear Stearns en mars 2008, en passant par la mise sous tutelle (nationalisation) des organismes de crédit semi-publics (Fannie Mae et Freddie Mac), jusqu'à la chute de Lehman Brothers le 15 septembre 2008 et le sauvetage d'AIG le lendemain. Le livre décrit aussi la réaction des décideurs, notamment la loi TARP, du nom du programme autorisant l'achat des actifs sinistrés et l'injection de capital dans les banques ainsi que la création de nombreux guichets à la Fed pour alimenter en liquidité un système financier au désarroi.

Cette présentation est utile, mais l'originalité de l'ouvrage réside dans le fait qu'il émane d'un des acteurs de la crise. Le livre s'articule en quatre points, qui sont des leçons à retenir pour améliorer la stabilité financière et rendre plus efficaces les mesures de sortie de crise.

Leçons à retenir

La première leçon porte sur les conséquences indésirables d'une segmentation de la réglementation financière. Le Secrétaire américain au Trésor était chargé de la finance au plan intérieur, mais il ne pouvait pas s'opposer à l'indépendance opérationnelle des instances de réglementation du secteur. Cette situation a compliqué la supervision macroprudentielle : on apprend ainsi avec stupeur que la nouvelle de l'état désespéré du grand assureur AIG n'est parvenue au Secrétaire au Trésor que quelques jours avant la faillite de l'établissement, ce qui a porté un sérieux coup à la politique de stabilité financière. Henry Paulson raconte que l'autorité de réglementation de Freddie Mac et de Fannie Mae rechignait à reconnaître l'état de sous-capitalisation extrême de ces organismes et à imposer leur mise sous tutelle. Il décrit aussi que l'instance spécialisée dont relevait l'établissement d'épargne en difficulté, Washington Mutual, a décidé de le recapitaliser, et le garder ainsi sous sa coupe, plutôt que de le vendre à une banque stable, JPMorgan. Six mois plus tard, Washington Mutual devenait la plus grande faillite de l'histoire américaine.

La deuxième leçon concerne l'importance du pouvoir législatif dans l'élaboration de la politique financière. Henry

Paulson rappelle à quel point, juste avant la crise, le Congrès répugnait à reconnaître que les failles s'accumulaient dans le système financier, notamment en raison de l'influence politique considérable du secteur financier, et surtout du poids des organismes de crédit d'intérêt public, «les bagarreurs les plus acharnés de Washington». Ces observations se retrouvent dans des études universitaires récentes, qui relient les contributions au profit des partis politiques aux votes du Congrès en matière économique.

La troisième leçon a trait à la difficulté de coordonner la gestion de la crise au niveau international. De l'avis général, le traitement des banques internationales en difficulté constitue sans doute le maillon faible des structures mondiales sur lesquelles repose actuellement la stabilité financière. La faillite de Lehman Brothers en est un exemple. Cette banque d'investissement avait des activités intégrées à l'échelle mondiale, et pourtant ses filiales ont dû déposer le bilan en suivant les règles de leurs juridictions respectives. Face à la faillite, l'administrateur de Lehman à Londres, PricewaterhouseCoopers, a gelé tous les actifs de la société au Royaume-Uni, y compris les garanties de tiers sur les comptes des clients. La confiance des investisseurs en a été ébranlée, même là où la loi prévoit que les comptes des clients des banques d'investissement sont séparés et protégés en cas de faillite, comme aux États-Unis. Henry Paulson explique que des particularités inattendues de la législation des faillites ont été l'un des éléments déclencheurs de l'effondrement du système financier mondial : «Tout à coup, chacun rechignait à négocier avec une contrepartie, même la plus réputée, même connue de longue date.»

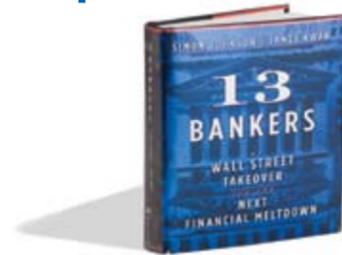
Dans sa description de la faillite de Lehman, Henry Paulson revient toujours aux lacunes du cadre réglementaire américain — c'est la quatrième leçon. Les procédures de liquidation des banques commerciales sont bien définies par la loi, mais rien de comparable n'existait pour les banques d'investissement, les compagnies d'assurances et les grands fonds spéculatifs. L'État ne pouvait pas intervenir en injectant davantage de fonds en cas de faillite d'un établissement, même si celle-ci menaçait l'ensemble du système. En théorie, la Fed pouvait ac-

order un prêt d'urgence à n'importe quel établissement, mais seulement s'il était assorti d'une «garantie jugée suffisante», c'est-à-dire avec un risque de perte minimal. Alors, pourquoi a-t-on laissé Lehman faire faillite alors que Bear Stearns et AIG ont été sauvés? Henry Paulson maintient que Lehman se distinguait des autres établissements par l'absence de garanties à donner à l'État en échange du sauvetage. Cette analyse reste controversée, mais la vision de l'œil du cyclone que nous offre Paulson apporte une perspective importante.

Lev Ratnovski

Économiste, Département des études du FMI

Qui a peur des grandes méchantes banques?



Simon Johnson et James Kwak

13 Bankers

The Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown

Pantheon Books, New York, 2010, 320 pages, 26,95 \$ (toilé)

Aujourd'hui, notre objectif consiste à changer l'état d'esprit traditionnel à l'égard des très grandes banques, concluent les auteurs vers la fin d'un ouvrage extrêmement accessible et provocateur. Au cœur de ce texte réside une question qui déconcentre les décideurs économiques : comment rendre le système financier plus sûr et éviter une répétition des interventions considérables des pouvoirs publics qui ont été nécessaires pour empêcher ce même système de s'effondrer? Dans le collimateur : les difficultés engendrées par les institutions financières considérées comme trop grandes pour faire faillite. Les problèmes d'aléa moral sont bien connus, et Johnson et Kwak font allusion à un sinistre courant

sous-jacent, aux confins de la corruption des mécanismes politiques et institutionnels ayant façonné et supervisé les systèmes financiers, qui a favorisé les grandes institutions financières.

C'est une bonne histoire, avec son lot de méchants et quelques héros ici et là. Les plus méchantes sont les grandes institutions bancaires. Décrites comme les nouveaux oligarques, elles exercent une influence politique et économique excessive et profitent d'être «trop grandes pour faire faillite», en prenant des risques exagérés, sachant que le contribuable finira par les renflouer. La popularité et le soutien accordés à la libéralisation de l'économie, la culture du va-et-vient entre le secteur public et les grands établissements financiers pour les personnalités influentes, et la présence de quelques personnes à des postes clés du Trésor américain et de la Réserve fédérale ont contribué à huiler les rouages de l'exploitation. Le FMI n'est pas épargné.

Cependant, les auteurs feraient bien de reconnaître qu'à une certaine époque, ces méchants étaient considérés comme des héros pour leur traitement des crises financières antérieures et pour leur contribution à une solide croissance économique. On ne peut nier que des erreurs ont été commises au passage et, si nous pouvions revenir

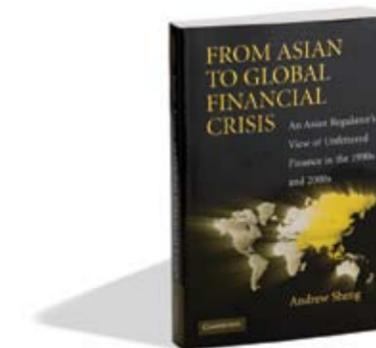
en arrière, il est évident que certaines décisions ne seraient pas prises. La décision mise en avant dans le livre, qui concerne la réglementation des transactions sur produits dérivés de gré à gré, est un bon exemple à cet égard. Le livre suggère que de telles décisions pourraient refléter la capacité d'une poignée de puissants à influencer sur la destinée de la majorité; or, elles pourraient simplement avoir été dictées par une erreur de jugement ou par l'ignorance — on est toujours plus sage avec le recul.

Cet ouvrage tombe à point nommé. Les décideurs politiques du monde entier débattent de la réforme réglementaire de la finance mondiale, et des propositions sont en préparation. L'intérêt de *13 Bankers* réside dans son point de vue indépendant. Selon une de ses thèses centrales, la quasi-totalité des personnes impliquées dans la réglementation financière sont happées par la nature du processus et risquent d'influencer les réformes en faveur des grandes institutions financières. S'il s'avère, cet argument n'augurerait rien de bon pour les réformes fondamentales de nature à permettre des améliorations durables. On ne peut encore rien dire pour le moment, mais il est certain que ceux qui élaborent les réformes remettront en question les opinions des auteurs.

R. Barry Johnston

Sous-Directeur, Département des marchés monétaires et de capitaux du FMI

Nouvelle crise, vieux problèmes



Andrew Sheng

From Asian to Global Financial Crisis

An Asian Regulator's View of Unfettered Finance in the 1990s and 2000s

Cambridge University Press, Cambridge, Royaume-Uni, 2009, 204 pages, 26,99 \$ (broché)

Le nouveau livre d'Andrew Sheng est arrivé juste au moment où le besoin de réponses était le plus criant. L'expérience de M. Sheng en Orient et en Occident, couplée à son passé de régulateur financier et d'universitaire à Hong Kong, plante le décor de cette analyse large et approfondie de la crise financière vue de l'Asie.

Contrairement à de nombreux analystes, M. Sheng intègre une perspective personnelle qui relève à la fois de l'histoire comparée, de la macroéconomie et de la microéconomie, et qui constitue le cadre du livre. De toute mon expérience de journaliste asiatique, je n'ai jamais lu une description plus claire ni plus complète de la crise financière de l'Asie dans les années 90, ni une analyse plus convaincante des liens intrinsèques entre cette période

et la crise mondiale actuelle. Mais, pour certains lecteurs, la réaction de M. Sheng à la crise en tant que membre d'une autorité de réglementation sera plus intéressante que ses explications théoriques. M. Sheng montre comment et pourquoi les structures et outils institutionnels actuels sont dépassés. Parmi les sujets les plus importants qu'il traite figure la relation entre les intermédiaires financiers et les autorités de réglementation ou les pouvoirs publics. L'auteur estime que l'absence de restrictions imposées à la finance est au cœur de ces crises. Cependant, la situation réelle est bien plus complexe. Les États tendent à simultanément sur- et sous-réglementer le secteur financier, ce qui est particulièrement vrai en Asie, affirme M. Sheng. Le système financier n'a pas besoin d'être plus mais mieux réglementé. «Les cycles de réglementation doivent comprendre une évaluation constante

des résultats par rapport aux objectifs afin de déterminer si la stratégie, les priorités, les incitations, les normes, les structures, les processus et la mise en œuvre ont la bonne dimension compte tenu du contexte», écrit M. Sheng. Voilà un argument raisonnable, mais comment garantir que l'évaluation ait lieu?

En Chine, de telles évaluations sont sans doute impossibles à ce stade de développement du système financier. La captation réglementaire est monnaie courante dans ce pays. Aujourd'hui, les pays ont besoin de régulateurs qui se focalisent sur l'élaboration et sur l'application des règles, sans se substituer au marché. Ces régulateurs devraient améliorer le système de négoce, superviser certains groupes d'intérêts, s'assurer d'une communication appropriée des informations, pénaliser les contrevenants et éduquer les investisseurs.

Or, les régulateurs chinois ne semblent pas intéressés outre mesure par de telles missions. Bien au contraire, du fait de leur récupération par de puissants groupes d'intérêts, ils appliquent des politiques excessivement protectionnistes au nom de la sauvegarde des intérêts des investisseurs. Il s'ensuit un contrôle artificiel de l'offre et de la demande de titres et une déformation du marché, qui incitent les entreprises cotées à rechercher la fa-

veur des pouvoirs publics, transformant ainsi les investisseurs en spéculateurs. M. Sheng fait valoir que «la transparence est nécessaire, mais pas suffisante». C'est le moins qu'on puisse dire : en Chine, la transparence reste une utopie.

Comme le souligne M. Sheng, «le principal problème structurel que rencontrent les économies asiatiques réside dans l'héritage d'une structure de gouvernance en silo relativement fermée et hiérarchique, face à un marché mondial complexe, ouvert et en rapide évolution». On ne peut mieux dire.

M. Sheng nous raconte qu'après la crise asiatique et l'éclatement de la bulle des valeurs technologies, le monde financier a connu sa refonte la plus profonde depuis les années 30, dans des domaines allant de la comptabilité à la gouvernance des entreprises, en passant par la réglementation et par les secteurs financiers nationaux. Mais ces mesures n'ont pas suffi à endiguer la dernière crise. En fait, certaines y auraient même contribué. Et le monde cherche encore la réponse à des questions critiques, notamment celles qui gravitent autour de la notion de «trop grand pour faire faillite».

Il y a néanmoins un espoir de surveillance financière pour l'avenir, même si les derniers événements n'incitent pas à l'optimisme. La logique du plan de

sauvetage met l'accent sur les facteurs à l'origine des crises financières, celle d'aujourd'hui comprise. Par exemple, le plan, de sauvetage n'a aucunement modifié — il aurait même aggravé — le mécanisme d'incitations dans le secteur financier et le conflit principal-agent. M. Sheng garde néanmoins espoir : «si toutes les crises financières sont différentes, elles présentent toutefois des éléments communs qui devraient, je l'espère, nous aider à repérer et à atténuer les prochaines», explique l'auteur.

Les défis à relever en Asie étant extrêmement sérieux, la perspective réglementaire de M. Sheng pour le continent est particulièrement bienvenue à ce stade de l'histoire des marchés. «Très rares sont les livres écrits sur la crise asiatique par de hauts responsables locaux en poste pendant la crise», précise-t-il. «Or, la vision asiatique de l'histoire mérite d'être racontée pour la postérité.»

M. Sheng a le mérite de reconnaître sa responsabilité dans l'histoire. Mais nous lui sommes surtout reconnaissants d'identifier certains des plus grands obstacles à un système financier solide, et de montrer le chemin vers des solutions pour l'avenir.

Hu Shuli

*Rédacteur en chef de Caixin Media et
doyen de l'École de communication et de
design de l'université Sun Yat-sen*

FMI Bulletin

Informations et
analyses sur
la mondialisation et
ses conséquences
pour les économies
du monde entier

*Retrouver le Bulletin
du FMI en ligne à
www.imf.org/imfsurvey*