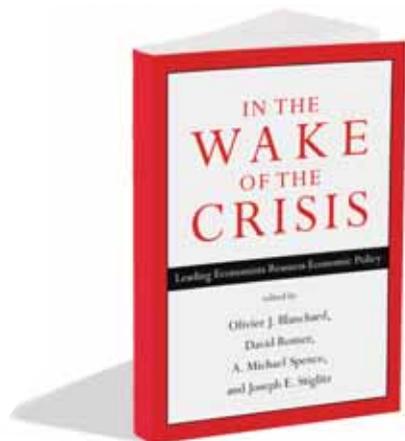


## Repenser l'économie



Olivier J. Blanchard, David Romer,  
A. Michael Spence et Joseph E. Stiglitz  
(directeurs de publication)

### In the Wake of the Crisis

#### Leading Economists Reassess Economic Policy

MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 2012,  
174 pages, 19,95 \$ (toilé).

Si il est un événement qui aurait dû amener toute une profession à une remise en cause fondamentale, c'est bien la crise financière de 2007-08. Sous l'effet de phénomènes à peine évoqués dans la plupart des modèles économiques (surévaluation des marchés des actifs, excès de levier financier), le monde a alors plongé dans une récession profonde que la plupart des économistes n'avaient pas prévue. En 2005, le Président de la Réserve fédérale, Ben Bernanke, donnait cette réponse laconique à une question sur un éventuel crash immobilier : «Ce n'est guère probable. Nous n'avons jamais connu de baisse nationale des prix immobiliers». En mars 2007, il estimait que «les retombées des problèmes du marché des prêts hypothécaires à risque sur l'ensemble de l'économie et les marchés financiers seront probablement maîtrisées».

Après d'aussi piètres prédictions, place à l'humilité.

En mars 2011, le FMI a organisé une conférence sur les ripostes à la crise, dont les communications ont été rassemblées en un ouvrage. Comme le note dans l'introduction Olivier Blanchard, Chef économiste

du FMI, les économistes doivent revoir leurs repères, et surtout garder à l'esprit que «même en période de stabilité de l'inflation et de l'écart de production, tout ne va pas nécessairement bien dans les coulisses de la macroéconomie».

Les 23 essais ne forment pas un cadre cohérent pour une nouvelle politique macroéconomique, mais plutôt une invitation à la réflexion sur les politiques monétaires et budgétaires, le secteur financier, les contrôles de capitaux, les politiques de croissance et la structure du système monétaire international. Certains soulèvent forcément plus de questions qu'ils n'offrent de réponses, mais presque tous permettent de mieux cerner les défis à venir.

Prenons la notion de politique macro-prudentielle, le grand espoir de la gestion économique. Il est possible d'éviter des crises futures (ou d'en atténuer les effets) si les autorités surveillent les risques systémiques financiers. Or, comme le souligne M. Blanchard, cette politique nécessite d'autres instruments que les seuls taux d'intérêt (la modification du plafond de quotité pour les prêts hypothécaires par exemple). Une banque centrale en arriverait à intervenir dans de nombreux secteurs : serait-ce compatible avec l'idée d'une banque centrale indépendante, libre de tout contrôle démocratique?

Toujours sur les banques centrales, les mesures d'assouplissement quantitatif (achat direct de titres publics et autres valeurs pour injecter des liquidités, au lieu d'une baisse des taux d'intérêt) ont fait d'elles des intervenants majeurs sur les marchés financiers. Les opérateurs attendent désormais l'annonce de séries d'assouplissement quantitatif comme des signaux d'achat, ce qui, comme l'indique Joseph Stiglitz, lauréat du prix Nobel d'économie, est un peu déconcertant, car ces mesures sont censées être provisoires. «Si les achats entraînent une augmentation des cours, les ventes devraient provoquer leur baisse.» Pour autant que les marchés anticipent la nature temporaire des assouplissements, les hausses actuelles des prix devraient être limitées; dans le cas contraire, les banques centrales risquent de subir des pertes. Comme le souligne J. Stiglitz, «que la banque centrale ne comptabilise pas au cours du marché n'enlève rien à la réalité de ces pertes.»

S'agissant de la politique budgétaire, certains économistes de l'école de Chicago risquent de tomber à la renverse en entendant David Romer, de l'Université de Californie à Berkeley, affirmer «nous devrions considérer clos le débat sur l'efficacité de la relance». Parthasarathi Shome, qui examine les conditions dans lesquelles la politique budgétaire est la plus (et la moins) efficace, adopte une position plus nuancée; le montant total de la dette publique et l'ouverture de l'économie (les allègements fiscaux pourraient aller aux importations) sont à l'évidence des facteurs à prendre en considération. À ce sujet, comme dans d'autres cas, le livre aurait gagné à recueillir la contribution de Carmen Reinhart, du Peterson Institute for International Economics, ou de Kenneth Rogoff, de Harvard, auteurs d'une rétrospective de huit siècles de crises économiques successives.

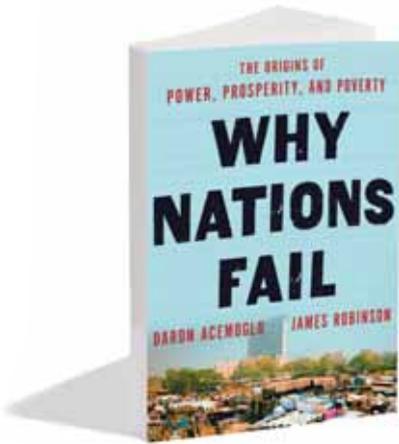
L'autre grand tournant de l'orthodoxie économique (surtout du FMI) est peut-être une meilleure disposition à l'égard des contrôles de capitaux. En effet, si les marchés peuvent provoquer des bulles spéculatives, c'est qu'ils ne sont pas toujours efficaces; or, des marchés inefficaces peuvent déstabiliser. Il ne s'agit pas vraiment d'une nouvelle orthodoxie, mais du retour à une ancienne : Keynes jugeait les flux commerciaux bien plus importants que les flux de capitaux et a conçu le système de Bretton Woods en conséquence. La Chine, puissance économique naissante, estime aussi que les flux de capitaux devraient servir des objectifs économiques plus vastes. Les politiques européens semblent très désireux de jeter une poignée de sable dans les rouages des marchés.

Ainsi, l'observation de l'ancien vice-gouverneur de la Banque de réserve indienne, Rakesh Mohan, selon laquelle «pour les pays émergents tout au moins, la gestion du compte de capital au sens large devrait être un des leviers de la gestion macroéconomique» ne sera pas taxée «d'hérésie» comme elle aurait pu l'être il y a une dizaine d'années. C'est là un précieux enseignement : la meilleure façon de dresser un bilan de la crise est de garder l'esprit ouvert.

**Philip Coggan**

Auteur de la rubrique *Buttonwood* du magazine *The Economist* et du livre *Paper Promises: Debt, Money and the New World Order*

## Accéder à la croissance



Daron Acemoglu et James A. Robinson

### Why Nations Fail

#### The Origins of Power, Prosperity, and Poverty

Crown Publishing Group, New York, 2012, 544 pages, 30 \$ (toilé).

Cet ouvrage insuffle une dose salutaire de scepticisme à qui croit savoir comment déclencher la croissance et la prospérité au Malawi, au Népal, en Égypte, ou même comment les relancer en Grèce et en Italie. Que d'instinct vous penchiez vers Hayek (une société libre ne peut que prospérer) ou vers Marx (un système inégal est voué à l'implosion), ou que, comme beaucoup d'économistes et de spécialistes du développement, vous jugiez possible «d'aménager la prospérité» par un appui et des conseils avisés, ce livre bousculera vos opinions.

Par son ambition et son ampleur, illustré de détails fascinants, il est en outre d'une lecture captivante. Les auteurs affirment que sans institutions politiques et économiques représentatives, les nations finissent par sombrer (voir ci-dessous). Sans institutions pour contester l'élite (les absolutistes, la monarchie, les shoguns, les chefs tribaux) et lui imposer des limites, il n'y a pas de destruction créative. L'élite use de son pouvoir pour préserver le statu quo et l'économie de rente (les rendements excessifs issus du pouvoir de marché). La population n'a aucune raison d'investir ou d'innover. La crois-

sance peut reposer longtemps sur la rente (l'Empire romain, la Chine ces 30 dernières années), mais sans la participation active et l'esprit d'entreprise de la majorité de la population, les régimes rentiers s'essouffent et succombent aux luttes intestines et à l'implosion, ou aux invasions.

Pour illustrer leur thèse, les auteurs citent de nombreux exemples dans le temps (Natoufiens de l'Euphrate à l'ère néolithique, villes mayas en 500 av. J.-C., Angleterre en 411) et dans l'espace (Transkei, royaume de Kongo, Nouvelle-Galles du Sud, Aksoum — aujourd'hui en Éthiopie —, Somalie, Japon, Chine, Russie). Se succèdent des expressions désignant des tournants décisifs : contrats de commande vénitiens, pétitions parlementaires, Peste noire, loi de fer de l'oligarchie, «charme irrésistible de la croissance autoritaire».

Quelle est l'origine des institutions représentatives? Pourquoi sont-elles nées en Angleterre avec la Révolution industrielle et non pas, par exemple, en 750 avant J.-C., quand l'Angleterre était insignifiante, mais la ville maya de Copan comptait déjà 28.000 habitants? Ou pourquoi pas au Ghana, au Pérou ou en Russie? Pourquoi la République romaine, relativement ouverte, a-t-elle cédé à l'absolutisme? Pourquoi Venise a-t-elle créé une société plurielle, pour ensuite la perdre? Les auteurs ne disent pas que ce processus soit simple ou prévisible. La réussite des nations tient en partie à la chance; une centralisation suffisante permet d'écartier le désordre et l'instabilité, et le pluralisme incite à travailler et à inventer. De légères dissemblances initiales conjuguées à des accidents de l'histoire orientent les sociétés sur des voies diamétralement opposées. Au XIV<sup>e</sup> siècle, la Peste noire a eu raison du servage en Europe occidentale, mais pas en Russie; l'essor du commerce atlantique a renforcé le pouvoir du Parlement en Angleterre, mais consolidé la monarchie absolutiste et rentière en Espagne. Pour s'enrichir, le monopole de la Compagnie néerlandaise des Indes orientales a détruit les institutions autochtones représentatives d'Aceh (Indonésie). Le sort de la Virginia Company, son équivalent au XVII<sup>e</sup> siècle à Jamestown

(Virginie), allait être différent; grâce à l'abondance des terres et à la pénurie de main-d'œuvre, ses employés avaient de nombreux choix et ont mis au point leur propre système économique et politique représentatif.

L'ouvrage est loin d'être exhaustif, ce qui donnera aux auteurs l'occasion d'en écrire une suite. Sans définir ce qu'ils entendent par chute des nations, ils traitent aussi bien de l'effondrement complet (Sierra Leone, Empire romain, ville-État de Venise), que de l'incapacité à mettre en place les institutions qui ont apporté une prospérité élevée et durable en Amérique du Nord, en Europe occidentale, en Australie, au Japon, ou encore en Corée du Sud ou au Botswana. Il est davantage question de paliers qualitatifs que du passage de l'exclusion à l'inclusion. Qu'en est-il de la durée? L'Empire romain «rentier» a offert un niveau de vie raisonnablement élevé à beaucoup de ses citoyens pendant quelque 300 ans, et les villes-États mayas encore plus longtemps. La politique rentière de la Chine a amélioré et prolongé la vie de millions de personnes ces 30 dernières années et pourrait se maintenir sur cette lancée pendant des décennies, sans céder à l'inclusion.

Les auteurs soutiennent qu'au final c'est la politique qui importe et non l'économie (pas plus que la culture ou la géographie), mais ils évoquent aussi des réalités économiques pour expliquer des résultats politiques. La pénurie à Jamestown et les retombées économiques de la Peste noire en Europe ont conduit à une politique d'inclusion, et non l'inverse. Au Pérou et dans les Caraïbes la manne de l'or et du coton a permis aux élites d'extraire trop facilement des rentes. Dans la Corée de l'après-guerre, une politique économique avisée — un système économique inclusif (les Américains ont imposé une réforme foncière) — a conduit à une politique d'inclusion. Les pressions salutaires des marchés mondiaux (et l'évolution des normes mondiales de démocratie, Twitter et Facebook, voire les bons conseils du FMI et de la Banque mondiale) ne favorisent-elles pas aujourd'hui ce processus au Ghana, en Indonésie et au Mexique?

Les auteurs dénigrent «l'hypothèse de l'ignorance» en vigueur dans les milieux du développement. Ils ont raison en ce que le problème n'est pas que les dirigeants des pays pauvres ne sachent que faire; ce sont plutôt les incitations et les contraintes locales qui les empêchent ou dissuadent de suivre les conseils des tiers. En revanche, le «harcèlement moralisateur» du FMI quant aux ingrédients d'une bonne politique macroéconomique a peut-être favorisé la croissance régulière récemment enregistrée dans une bonne

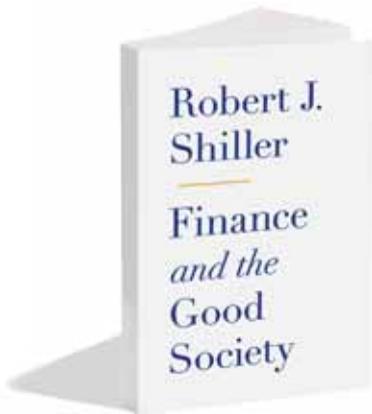
partie de l'Afrique. L'accès aux technologies salvatrices et aux téléphones mobiles, le mouvement féministe, la lutte contre le trafic sexuel, l'essor du microcrédit, même la privatisation, si décriée, et le démantèlement des offices de commercialisation agricole, outre qu'ils améliorent déjà la vie dans les pays rentiers, pourraient peut-être également, comme avec le Printemps arabe, déclencher une nouvelle vague de politiques solidaires, de croissance durable et de prospérité dans les pays en développement.

Ou bien serait-ce que l'auteur de ces lignes refoule le scepticisme salutaire que ce livre devrait susciter (quant à l'influence étrangère dans un contexte de mondialisation croissante) pour succomber à un pragmatisme naïf ou, pire encore, intéressé? Vous qui travaillez dans le développement (militants, étudiants, fonctionnaires, universitaires, dirigeants), lisez-le, et posez-vous la question.

**Nancy Birdsall**

*Présidente fondatrice du Center for Global Development*

## La finance à visage social



Robert J. Shiller

### Finance and the Good Society

Princeton University Press, Princeton, New Jersey, 2012, 304 pages, 24,95 \$ (toilé).

**A**u lendemain de la crise, je suis intervenu lors d'un séminaire rassemblant de hauts responsables financiers africains, auprès desquels les bailleurs de fonds et les institutions financières internationales avaient vanté les vertus du capitalisme financier. Comment expliquer, m'ont-ils demandé, que les États-Unis, chantres du capitalisme financier et de la privatisation, se mettaient maintenant à nationaliser des établissements aussi vénérables qu'AIG et Fannie Mae?

La crise n'a pas eu pour seul dommage collatéral le repli brutal des flux commerciaux et financiers. Elle a provoqué une hostilité croissante envers l'économie de marché elle-même.

L'analyse éclairée que fait Robert Shiller des vertus sociales du capitalisme financier arrive donc à point nommé.

L'ouvrage puise dans la riche expérience de l'auteur dans les domaines de la finance classique et de la finance comportementale, où ses apports ont été décisifs, et dans sa connaissance approfondie d'autres disciplines, notamment l'économie, la théorie financière moderne, l'économie comportementale, l'histoire, la psychologie, la sociologie et les sciences politiques. Son analyse est donc véritablement pluridisciplinaire.

Les éclairages ainsi apportés par ces autres branches mettent en contexte bien des idées très répandues chez des professionnels de la finance habitués à vivre et à penser en vase clos.

Les digressions sont passionnantes (la réflexion sur les «objectifs et nos vies» semble s'inspirer de la spiritualité et du bouddhisme zen), mais l'auteur s'aventure parfois trop loin dans l'analyse des domaines non financiers et perd de vue son propos, qui est de mettre en lumière les effets bénéfiques de la finance sur la société.

M. Shiller défend la nécessité de démocratiser et d'humaniser le capitalisme financier. Son livre s'inspire des avancées de la finance moderne — l'innovation financière, l'efficacité des marchés, les incitations financières et les intérêts contradictoires des différents intervenants vis-à-vis de l'entreprise moderne. Il prône un élargissement du rôle de la finance, au-delà du simple profit.

L'auteur n'est pas opposé au profit, mais dans son analyse de l'instinct qui

le motive, il fait valoir que l'argent est un moyen de produire des externalités positives. On pourrait songer aux dons de bienfaisance, mais il met en lumière la dimension sociale plus vaste qui, consciemment et inconsciemment, s'immisce dans tous les aspects de notre vie. Pourquoi les grandes fortunes suscitent-elles l'animosité? Pourquoi voit-on surgir des mouvements d'«indignés»? On pourrait à notre tour demander, quelle est la place des très riches dans son monde idéalisé d'un capitalisme financier démocratisé?

M. Shiller apporte des réponses parfois incisives. L'aboutissement logique de la pensée marxiste est l'autodestruction du capitalisme. Or, selon lui, le capitalisme, financier notamment, a survécu et s'est même développé au fil du temps. Il a aussi survécu aux technologies modernes de l'information dont il pense qu'elles démultiplieront les capacités humaines et accéléreront la démocratisation financière.

De nombreuses forces compensatoires sont apparues au fil des ans pour développer un sentiment d'appropriation sociale du capitalisme financier — l'actionariat salarié, l'épargne-retraite étendue à un large éventail d'actions et d'actifs financiers ou bien encore la réglementation financière et les systèmes de gouvernance d'entreprise visant à tempérer les excès de ce capitalisme.

Marx n'avait pas prévu ces contre-poids. La démocratisation de la finance diminue le ressentiment envers le capitalisme financier. En fait, dans un tel contexte, il n'est pas difficile d'imaginer un environnement où les grandes fortunes seraient les bienvenues dès lors

qu'elles seraient légitimement acquises, dans le respect des règles du jeu.

L'auteur propose également d'humaniser la finance en exploitant les impulsions humaines (positives et négatives) et analyse comment ces instincts pourraient être utilisés pour encourager les nantis à voir dans l'accumulation de leur richesse un moyen de promouvoir le bien commun. Ainsi, si la finance peut engendrer des excès, elle peut aussi stimuler la croissance et favoriser la réduction de la pauvreté.

L'ouvrage préconise un capitalisme financier qui encourage cette forme de solidarité. L'objectif est vaste, la méthode éclectique, et l'auteur est bien placé pour fournir cette riche analyse pluridisciplinaire.

Bien que le livre s'inspire des innovations de la finance moderne, sa première partie est consacrée à une multitude d'acteurs du système financier et à leurs fonctions et responsabilités. Elle constitue ainsi une excellente initiation pour qui n'est pas familiarisé avec la finance. Il existe une vingtaine

de catégories d'intervenants, dont les dirigeants d'entreprises, les banquiers d'affaires, les juristes, les opérateurs, les assureurs, et même les lobbyistes et les philanthropes.

La structure de l'ouvrage permet de bien comprendre les rôles et responsabilités particulières à chacun, mais j'aurais préféré qu'il s'articule selon les fonctions au sein du monde de la finance, comme l'épargne et la mobilisation de capitaux, la production d'informations, l'intermédiation financière, le partage et la gestion des risques, et la gouvernance.

Il préconise en outre une trop grande dépendance à l'égard de l'État. L'auteur souhaite lui confier plusieurs mesures innovantes, comme des contrats à terme sur des produits non standards. Ces recommandations font craindre que l'on n'encourage un interventionnisme massif.

J'aurais également souhaité que le rôle des incitations et du gouvernement d'entreprise à l'appui d'une finance propice au bien général soit plus développé.

Le montant de la rémunération et les incitations salariales des cadres influent fortement sur les débats actuels concernant la réglementation, mais l'ouvrage en dit très peu à ce sujet. En fait, le problème de la répartition inégale des richesses et des revenus a été imputé, dans certains cercles, à la distorsion des incitations salariales des cadres.

Hormis ces quelques réserves, ce livre mérite éminemment d'être lu. Sa thèse est expliquée simplement, sans faire appel à beaucoup de données ou de méthodes complexes, mais les nombreuses anecdotes et analogies tirées de différentes disciplines sont convaincantes et encouragent le lecteur à élargir sa réflexion. Il faut féliciter M. Shiller de défendre la démocratisation du capitalisme financier, mais aussi de favoriser celle du savoir en matière financière.

**Lemma W. Senbet**

*Professeur de finance titulaire de la chaire William E. Mayer et Directeur du Center for Financial Policy de l'École de Commerce Robert H. Smith de l'Université du Maryland*



## COLUMBIA | SIPA

School of International and Public Affairs

### PROGRAM IN ECONOMIC POLICY MANAGEMENT (PEPM)

Confront global economic challenges with the world's leading economists, policymakers, and expert practitioners, including Jagdish Bhagwati, Guillermo Calvo, Robert Mundell, Arvind Panagariya, and many others.

A 14-month mid-career Master of Public Administration focusing on:

- rigorous graduate training in micro- and macroeconomics
- emphasis on the policy issues faced by developing economies
- option to focus on Economic Policy Management or International Energy Management
- tailored seminar series on inflation targeting, international finance, and financial crises
- three-month capstone internship at the World Bank, IMF, or other public or private sector institution

The 2013-2014 program begins in July of 2013. Applications are due by January 1, 2013.

pepm@columbia.edu | 212-854-6982; 212-854-5935 (fax) | [www.sipa.columbia.edu/academics/degree\\_programs/pepm](http://www.sipa.columbia.edu/academics/degree_programs/pepm)  
To learn more about SIPA, please visit: [www.sipa.columbia.edu](http://www.sipa.columbia.edu)