

Sismologue financier



Laura Wallace
**brosse le portrait
de Raghuram Rajan,
l'économiste financier
clairvoyant aujourd'hui
à la tête de la banque
centrale indienne**

RAGHURAM Rajan, le tout nouveau patron de la Reserve Bank of India (RBI), a été aussi le plus jeune économiste principal du FMI et le premier non-occidental à accéder à cette fonction.

Pourtant, quand, à 40 ans, il a poussé la porte du siège du FMI à Washington, bon nombre de ses pairs ont pensé qu'il se trompait d'adresse. En 2003, ce professeur de finance de l'université de Chicago s'appretait à devenir Économiste principal et Directeur du Département des études. Précédé d'une excellente réputation en tant qu'économiste financier, il allait néanmoins prendre un poste qui n'avait jamais été occupé que par d'éminents macroéconomistes; or Rajan était un parfait inconnu.

En le recrutant, le Fonds espérait renforcer son expertise financière après la crise financière asiatique de la fin des années 90. Anne Krueger, alors numéro deux de l'institution en sa qualité de première Directrice générale adjointe, venait en effet de lire *Saving Capitalism from the Capitalists* (2003), de Rajan et Luigi Zingales. Interrogé sur son désir de devenir économiste en chef, Rajan aurait répondu : «Écoutez, Anne, je ne connais rien à la macroéconomie». Son interlocutrice ayant répliqué sur le ton de la plaisanterie : «Moi non plus», il a décidé de tenter sa chance et de postuler.

Une dizaine d'années plus tard, quand Rajan a pris ses fonctions de gouverneur de la RBI, personne n'a douté qu'il poussait la bonne porte. Toutes les recherches universitaires conduites depuis sa thèse doctorale de 1991 sur les dangers de la relation privilégiée des banques avec les entreprises trouvaient là leur aboutissement. Et il avait acquis au FMI une expérience précieuse, à la fois en matière de politiques publiques et de relations avec les pays avancés. Comme l'explique un de ses anciens collègues, Rajan est capable de ne rien lâcher, car les grandes puissances industrielles ne l'impressionnent pas. En outre, il avait été l'un des rares économistes à évoquer très tôt les risques de l'innovation financière, bien avant la crise financière qui a dévasté les États-Unis en 2007, puis toute l'économie mondiale.

On demande et on attend beaucoup de Raghuram Rajan, tant en Inde qu'à l'international. Il dirige la banque centrale indienne alors que le pays tente de relancer son économie et les décideurs du monde entier veulent le consulter sur les réformes du système financier mondial. Sans surprise, ce professeur de l'université de Chicago est partisan du libéralisme, mais dans son livre de 2003, il qualifie aussi le marché d'«institution fragile, naviguant dans une passe étroite, entre la Scylla d'un interventionnisme excessif de l'État et la Charybde d'un État trop peu présent».

En fait, Rajan est assez inclassable. Cet homme qui se dit volontiers «pragmatique» a confié à *Finances et développement* que c'est la strate politique, qui s'immisce et se superpose à la strate économique, qui est décisive en tout. Or la politique est bien moins compréhensible que l'économie. Il faut donc naviguer entre les deux. Comment être sûr que le bon sens économique aura le dernier mot?

Sauver le capitalisme

Né en 1963, à Bhopal, dans le centre de l'Inde, Rajan a longtemps vécu en Indonésie, à Sri Lanka et en Belgique, au gré des affectations paternelles décidées par le ministère de l'Intérieur. Il est retourné en Inde à l'âge de onze ans. Sa fascination pour la finance date de ses études supérieures, quand il étudiait à l'Indian Institute of Management d'Ahmedabad, après avoir obtenu une licence d'ingénieur à l'Indian Institute of Technology de Delhi. Il se rappelle avoir lu la théorie de l'évaluation rationnelle du prix des options (contrats donnant à leur acheteur le droit d'acheter ou de vendre ultérieurement un actif financier, à un prix fixé à l'avance) formulée par le Nobel d'économie Robert Merton, et avoir été frappé non seulement par son «élégance mathématique», mais aussi son «utilité dans la vie réelle». En 1991, il devient docteur en finance de la Sloan School of Management du Massachusetts Institute of Technology, puis maître de conférences à la Booth School of Business de l'université de Chicago, deux institutions ayant attiré les meilleurs experts de la tarification des options.

Durant les 12 années qui suivent ou presque, Rajan enseigne la banque et la finance à Booth et entreprend, avec des collègues tels que Doug Diamond et Zingales, des travaux qui feront référence. En janvier 2003, il a reçu le premier prix Fischer Black, décerné par l'American Finance Association et qui récompense un spécialiste de la finance de moins de quarante ans. Ce prix saluait sa «contribution exceptionnelle à la connaissance des institutions financières, du fonctionnement de l'entreprise moderne et des causes et effets du développement du secteur financier dans tous les pays.»

Le discours de remise du prix précisait que «alors même que de nombreux économistes célébraient les vertus de la finance bancaire, Rajan prévenait dans sa thèse de doctorat influente que les relations privilégiées entretenues par les banques avec les entreprises au Japon, par exemple, pouvaient avoir leur revers». Le discours citait également l'étude réalisée conjointement avec Diamond, qui «combinait microthéorie de la banque et théorie macroéconomique», tout en expliquant le «rôle des banques dans l'offre de liquidités, ce qui faisait que cette fonction les rendait plus sujettes aux crises systémiques et ce qui rendait le crédit bancaire si réactif à la politique monétaire». Le discours évoquait enfin ses études avec Zingales, qui proposaient «une

nouvelle méthode pour identifier l'effet des institutions sur la croissance économique» et montraient que les «secteurs dépendant de financements externes s'accroissaient plus vite dans les pays dotés d'un système financier plus développé», ce qui contribuait à «tordre le cou à l'idée voulant que le système financier d'un pays ne soit qu'un détail, sans réel effet sur la croissance économique».

Dans leur ouvrage paru en 2003, Rajan et Zingales développaient en effet ce thème, jugeant que bon nombre de pays avaient

«Il faut donc naviguer entre l'économique et le politique. Comment être sûr que le bon sens économique aura le dernier mot?»

un système financier hypotrophié en raison de l'opposition politique des élites, qui craignaient la libéralisation de l'accès aux financements et l'ouverture à la concurrence. Pour Rajan, ce livre reste d'actualité, car depuis la crise financière, «les économies se caractérisent par une fiscalité et une réglementation excessives», alors qu'il faudrait plutôt des «économies flexibles pour trouver des solutions».

Par la suite, Rajan a reçu de nombreuses autres récompenses, notamment, en Inde, le Prix Infosys de sciences sociales et d'économie en 2011, et le Prix d'économie financière de la Deutsche Bank en 2013. Diamond, l'un des intervenants de la cérémonie organisée à Francfort, affirme que Rajan «vise toujours clairement à ce que le sujet étudié et les résultats obtenus contribuent à améliorer la marche du monde». Selon lui, Rajan est en outre «incroyablement juste» et fait résonner la «voix de la sagesse au sein de la faculté»; il précise que l'homme «n'a quasiment aucun ennemi à l'université de Chicago, et encore moins à Booth, malgré des prises de position très fermes sur des sujets polémiques.»

De l'université au FMI

En août 2003, Rajan devient Économiste principal du FMI, à la suite du «géant de la macroéconomie» Kenneth Rogoff, de Harvard. Il reconnaît que cela a été «une transition intéressante» et se souvient, amusé, de la réaction suscitée par son arrivée : «Rajan quoi déjà? Mais qui est ce type?» L'une de ses premières tâches a été de prouver qu'il avait quelques connaissances en macroéconomie. Il s'est ensuite démené pour se constituer une bonne équipe et la garder. «Quand des candidatures ont commencé à arriver [au Département des Études], j'ai compris que nous avions passé le cap critique.»

Dans un contexte de calme relatif (les turbulences liées au défaut de paiement argentin s'étant dissipées fin 2001), Rajan a pu se consacrer plus à fond à l'étude du secteur financier et réfléchir aux moyens d'intégrer ses problématiques dans les modèles-pays du FMI. Cela paraissait faisable puisque le FMI proposait déjà des modèles permettant de traiter les questions budgétaires et monétaires, mais pour les questions financières, la tâche s'est révélée bien plus ardue. Même si l'on attribue à Rajan le mérite d'en avoir jeté les bases, le travail est encore

loin d'être terminé, pour les chercheurs du FMI, mais aussi des centaines d'universitaires.

Il y a une dizaine d'années, créer ce modèle n'avait rien d'urgent. Aujourd'hui, en revanche, c'est véritablement une priorité. Comme l'écrivait Rajan dans les colonnes de *Project Syndicate* en 2013 : «Juste avant la crise financière de 2008, les macroéconomistes avaient tendance à utiliser des modèles de pays avancés ignorant le secteur financier. Aucune crise financière majeure n'étant survenue depuis la Grande Dépression, il était commode de se dire que la plomberie financière fonctionnait en arrière-plan. Les modèles ainsi simplifiés préconisaient des politiques apparemment efficaces, du moins tant que la plomberie tenait le coup. Et la plomberie a lâché parce que les comportements grégaires, encouragés par les politiques selon des voies que nous ne commençons qu'à peine à identifier, ont eu raison d'elle.

Pour l'Économiste principal actuel du FMI, Olivier Blanchard, «nous avons largement progressé dans notre manière de considérer le système financier, d'isoler certains types de risques et de collecter des données nous permettant de travailler davantage en temps réel, mais cela ne veut pas dire que nous maîtrisons les questions qui se posent. L'intégration de ces deux volets avance, mais nous n'y sommes pas encore.» Le problème fondamental, poursuit-il, est que «nous ne sommes pas certains de savoir ce que signifie le terme «stabilité financière». Sans compter qu'un modèle macrofinancier pourrait rester hors de portée. «Le jeu du chat et de la souris peut durer éternellement : même si l'on identifie les risques aujourd'hui, une série d'autres risques peut se matérialiser dans deux ans, ailleurs dans le secteur financier.»

Dans ces débats financiers, Rajan se distingue, selon certains de ses collègues, par une aptitude à prendre du recul. D'après Stijn Claessens, Sous-Directeur du Département des études au FMI, «Rajan fait partie des rares personnes qui, dans le cadre universitaire ou professionnel, sont capables de parler de macroéconomie et connaissent en détail la finance et ses institutions, tout en voyant les liens entre ces deux mondes et leurs interactions». Pour Anil Kashyap, de l'université de Chicago et coauteur d'ouvrages avec Rajan, «les arguments en faveur d'une fixation des taux d'intérêt sont généralement assez simples. En revanche, le débat sur ce qu'il faut faire pour assurer la stabilité financière est nettement plus nuancé, notamment parce qu'il nous manque un modèle fiable pour travailler. Raghuram, lui, a une vision claire du système financier, de ses atouts et de ses faiblesses. Je pense que c'est la raison pour laquelle il est en première ligne dans bien des débats sur la stabilité financière.»

Confrontation à Jackson Hole

Pour autant, la vision de Rajan ne fait pas toujours l'unanimité. En août 2005, il essuie de violentes critiques après un discours, *a posteriori* visionnaire, sur les dangers cachés du système financier. Lors du congrès annuel des banquiers centraux et autres économistes influents organisé à Jackson Hole, dans le Wyoming, il est invité à s'exprimer sur les évolutions du système financier sous le mandat d'Alan Greenspan (sur le point de quitter la présidence du Conseil des gouverneurs de la Fed). Il déclare alors qu'il s'attendait à ce que l'essor spectaculaire des marchés financiers réduise les risques encourus par les banques, mais que les calculs effectués par ses équipes montraient le contraire.

La solitude du lanceur d'alerte

Raghuram Rajan aurait-il pu se faire entendre à Jackson Hole? Il pense que non, pour deux raisons.

Premièrement, dans une conjoncture économique favorable, il était difficile de plaider en faveur de mesures risquant de freiner la croissance pour écarter un danger très improbable. Après tout, la Réserve fédérale venait de régler la crise de l'Internet en injectant des liquidités et, de l'avis assez général, «si une autre crise éclatait, elle serait traitée de la même manière, même si, cette fois, le problème ne venait pas des capitalisations boursières mais du crédit bancaire».

Deuxièmement, Rajan a lancé son avertissement lors d'une cérémonie en l'honneur du président de la Fed, Alan Greenspan, qui, comme beaucoup, estimait que «les acteurs clés du système financier n'avaient aucun intérêt à dérailler». Tenter de convaincre un tel auditoire était une gageure. «Ce sont des gens intelligents. Ils viennent de Goldman Sachs, de JP Morgan, on les paie à prix d'or. Ici, ce sont eux les plus brillants, pourquoi voudraient-ils courir à leur propre perte? Et qui sommes-nous, nous, pauvres responsables de la réglementation, pour nous croire plus malins qu'eux? Alors non, nous ne savons pas mieux qu'eux ce qu'ils doivent faire; en revanche, nous n'avons pas les mêmes motivations. Ils sont prisonniers de ce jeu concurrentiel hystérique et nous sommes ceux qui peuvent les arrêter.»

En présence de Greenspan, Rajan a prononcé ensuite un discours s'inspirant de son article sur le développement de la finance et des risques («Has Financial Development Made the World Riskier?») et avertit que les dernières innovations financières (comme les contrats sur risque de défaut, permettant de couvrir la défaillance d'un obligataire) peuvent déboucher sur «une probabilité accrue (quoique toujours faible) d'effondrement catastrophique». Le message passe assez mal dans certaines sphères. L'ex-Secrétaire du Trésor américain, Lawrence Summers, juge l'hypothèse de Rajan «légèrement luddiste» et «très malavisée». Pour Donald Kohn, le vice-Président du Conseil de la Fed, Rajan est nostalgique des systèmes dominés par les banques, ce que l'intéressé réfute catégoriquement.

Rajan écrit qu'il quitta le Wyoming en proie à un certain malaise, non pas en raison des critiques, mais parce que «ses détracteurs semblaient ignorer ce qui se passait sous leur nez» (voir encadré). Des années après, les faits lui ont donné raison : le marché américain des subprimes a commencé à implorer en 2007 et a déclenché la crise financière mondiale.

Son passage à Washington est évidemment loin de se résumer à l'épisode de Jackson Hole et Rajan affirme y avoir acquis une formidable expérience professionnelle et aiguisé ses connaissances macroéconomiques. Il s'est également plongé dans l'art d'élaborer des politiques économiques, en dirigeant par exemple une équipe chargée d'aider certains grands pays à réduire des déséquilibres colossaux (et sans précédent) en matière de balance des paiements. C'est également au FMI qu'il a appris à gérer des équipes : il avait une centaine de collaborateurs sous ses ordres au Département des études, ce qui doit lui sembler incroyablement peu maintenant qu'il en supervise 17.000 à la RBI.

D'après d'anciens collègues du FMI, Rajan est un homme exceptionnel par son humilité et son intégrité et par sa curiosité et sa rigueur intellectuelles. Jonathan Ostry, l'un des directeurs adjoints du Département des études décrit un homme laissant ses interlocuteurs aller au bout de leurs idées et leur accordant l'essentiel du mérite, même quand sa contribution est grande. «Il était également prêt à défendre des positions controversées, que ce soit en interne, ou, dans les limites imposées par sa fonction, en externe, et ce à un point que, sincèrement, je n'avais jamais vu avant.»

En décembre 2006, il achève sa mission au FMI et retrouve un poste universitaire à Chicago. Il a alors le temps et la liberté voulus pour se plonger plus avant dans les répercussions de l'innovation financière. Résultat, il publie *Fault lines* en 2010 et reçoit le prix du meilleur ouvrage d'économie codécerné par le Financial Times et Goldman Sachs. Il y met le monde en garde contre la tentation de faire du secteur financier («bankers gone mad») le bouc émissaire de la crise, dont l'origine réside dans des lignes de fracture complexes et très étendues, en particulier :

- des pressions politiques intérieures (liées aux inégalités de revenu) provoquant une détente du crédit;
- des stratégies de croissance tirées par les exportations (comme en Allemagne, en Chine et au Japon) et s'appuyant sur l'endettement des consommateurs américains;
- des investisseurs prenant plus de risques financiers et comptant sur l'État pour leur sauver la mise.

Retour en Inde

Rajan a certes forgé sa carrière aux États-Unis, mais il n'a jamais oublié l'Inde, souvent évoquée dans ses discours et ses travaux. Il dit avoir été attiré par l'économie parce qu'il y voyait un moyen de faire entrer l'Inde au «panthéon des nations». En 2008, la présidence du comité gouvernemental à haut niveau sur les réformes du secteur financier lui offre l'occasion d'aider à la structuration du secteur financier indien. Intitulé «Une centaine de petits pas», le rapport de ce comité préconise de viser un seul objectif — une inflation basse et stable — au lieu de jongler avec plusieurs mandats (inflation, taux de change, flux de capitaux, etc.).

Le comité propose également d'élargir l'offre de services financiers en Inde, y compris le crédit, l'épargne et les produits d'assurance, notamment en zone rurale, où la majorité de la population n'a pas accès à des sources officielles de crédit et d'assurance; d'alléger le poids de l'État dans le système bancaire; et d'ouvrir davantage les marchés financiers aux participations étrangères.

En septembre 2013, Rajan prend la tête de la RBI, après cinq années passées à conseiller le Premier ministre Manmohan Singh depuis Chicago et une année comme conseiller économique en chef du ministre des Finances, à Bombay. À l'époque, les marchés indiens traversent des turbulences liées à la hausse de l'inflation, au creusement des déficits budgétaire et courant et au ralentissement de la croissance. Mais Rajan prend des mesures rapides pour stabiliser la roupie, réduire fortement l'inflation et augmenter les réserves de change, ce qui lui vaut le surnom de «rock star» dans les médias indiens. Il jette aussi sans tarder les bases nécessaires au ciblage de l'inflation et poursuit de nombreuses autres réformes évoquées dans «Une centaine de petits pas».

Rajan espère que la RBI aidera l'Inde à créer des emplois en garantissant la stabilité économique. Et l'Économiste en chef de la Banque mondiale, Kaushik Basu, espère qu'au passage, Rajan saura encourager la RBI à privilégier «un peu plus l'expérimentation». Selon Basu, qui a précédé Rajan au poste de conseiller

Rajan a certes forgé sa carrière aux États-Unis, mais il n'a jamais oublié l'Inde.

économique en chef du gouvernement indien, les pays émergents n'ont pas besoin de s'appuyer autant sur les pratiques monétaires qui ont bien marché dans les grands pays industrialisés, même si les risques sont tels que «la plupart des banques centrales optent pour la prudence et suivent ces règles». D'après lui, les banques centrales pourraient dire : «Cette politique a été très efficace dans un pays riche, mais pourrait ne pas l'être dans mon pays, donc je vais tenter une intervention légèrement différente sur les taux d'intérêt» et essayer «de nouvelles politiques, pour voir si elles fonctionnent. Avec la réputation dont il jouit, Raju est en position de le faire.»

Dans les cercles de la finance mondiale, Rajan a défrayé la chronique début 2014 en confiant à Bloomberg TV India que «la coopération monétaire internationale avait échoué», faisant ainsi référence à la Fed qui envisageait de retirer certaines des mesures utilisées jusque-là pour relancer l'économie américaine. Plus tard, il a publiquement accusé les grandes banques centrales de se soucier uniquement du sort de leurs économies sans tenir compte des turbulences financières que leurs politiques de taux bas provoquaient dans les pays émergents, obligés de composer avec des entrées massives de capitaux en quête de meilleurs rendements. Et il appelle les banques centrales des pays d'où proviennent ces fonds «à réinterpréter leur mandat et à réfléchir aux effets à moyen terme des mesures prises par les pays destinataires de ces flux, notamment les interventions prolongées sur les marchés des changes.»

En juin 2013, Rajan déclare à la Banque des règlements internationaux : «Dans un contexte d'intégration mondiale de flux massifs de capitaux, la politique monétaire des principaux pays fait office d'accélérateur pour toute la planète. Votre voiture peut rester coincée au fond d'un fossé, même avec l'accélérateur au plancher, pendant que le reste du monde fonce au-delà de la limite de vitesse. Comme les pays n'ont guère de moyens de se protéger des retombées des politiques non conventionnelles menées par les grandes banques centrales, celles-ci devraient-elles internaliser ces effets? Si oui, comment, et est-ce politiquement faisable?»

Rajan a désormais la possibilité, que les universitaires n'ont que très rarement, de pratiquer ce qu'il prône depuis longtemps. La RBI (comme les banques centrales d'autres pays émergents) n'est peut-être pas le bolide le plus puissant, mais pour Rajan, cette occasion d'être un pilote émérite est peut-être la chance de sa vie! ■

Laura Wallace est conseillère en communication et ex-Rédactrice en chef de Finances et Développement.