

# Panser le capitalisme

Comment analyser la crise financière ? Comment « refonder le capitalisme » ? Quel peut être le contenu d'un nouveau Bretton Woods ? Voici trois ouvrages récents ou moins récents mais néanmoins prémonitoires qui peuvent être autant d'outils en cette période d'intense agitation intellectuelle. Ils rappellent tous trois quelques solides fondamentaux.

## Sauver le capitalisme des capitalistes

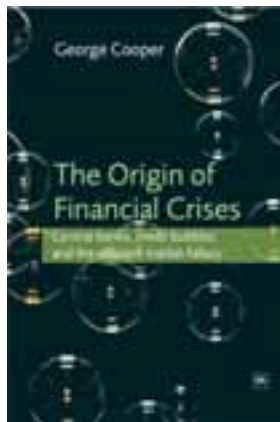
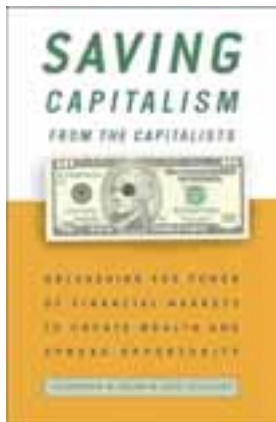
**SAVING CAPITALISM FROM THE CAPITALISTS**  
**Unleashing the Power of Financial Markets to Create Wealth and Spread Opportunity**  
par Raghuram G. Rajan, Luigi Zingales

New York, Crown Business, 2003, 370 pages.

Les écroulements des dernières semaines sont en partie de la responsabilité d'une élite aux activités dématérialisées et déconnectées de la réalité. Ces titulaires de hauts bonus méritent maintenant des malus. Ils ont mis le système en péril. Celui-ci est-il pour autant mauvais ?

Dans un ouvrage qui nous vient d'une époque lointaine, celle de la fin de la bulle dot-com et des scandales de type Enron, deux enseignants de la Business School de Chicago soutiennent que les marchés financiers sont des leviers essentiels du progrès, pour tous. Les périodes de baisses boursières brutales sont l'occasion de déclarations anticapitalistes aux accents révolutionnaires. Pour Raghuram Rajan et Luigi Zingales, il faut s'en méfier. Les marchés, en particulier les marchés financiers, sont décriés. Ils ne profiteraient qu'aux riches. C'est faux. La finance est, selon nos deux économistes, un outil formidable pour diminuer la pauvreté et soutenir le dynamisme économique. Cela s'illustre dans le long terme pour les pays développés et, actuellement, par le développement (trop restreint) de la microfinance dans les pays en développement.

Tout est affaire de régulation, non pour limiter le marché, mais au contraire pour en assurer l'expansion. Rajan et Zingales veulent éviter que le capitalisme devienne un racket organisé par les établis et les installés (lire les responsables politiques corrompus mais aussi les traders et autres apprentis sorciers des produits dérivés). Pour Rajan et Zingales, le « laisser-faire » absolu ne fonctionne pas. Le dilemme est classique : faire vivre des règles pour faciliter la concurrence, sans l'étouffer. L'idée est de « sauver le capitalisme des capitalistes », c'est-à-dire de protéger le marché d'intérêts installés qui cherchent à limiter les mécanismes de destruction



créatrice. Concrètement, les auteurs plaident pour la limitation des concentrations et l'ouverture la plus complète possible des frontières. La visée est de toujours permettre la concurrence, avec une intervention publique minimale. C'était leur leçon en 2003.

Le mouvement de panique inspire maintenant à Rajan et Zingales, très critiques à l'égard du plan Paulson trop favorable aux établis de Wall Street, des positions radicales. Rien ne légitime l'achat d'actifs à prix dépréciés pour sauver des actionnaires et des dirigeants de banques qui ont failli. Ce n'est pas aux contribuables, mais aux actionnaires de recapitaliser.

L'ambition de Rajan et Zingales, qui considèrent que les pires ennemis du capitalisme ne sont pas les gauchistes antimondialistes mais les protégés de la finance, est de renforcer le soutien en faveur du marché, en éduquant le public aux bénéfices du marché. L'ouvrage, qui se veut partie de cette œuvre éducative, a été traduit en italien, en japonais, en chinois, en russe. Mais pas en français...

## Ne pas trop soutenir les banques

**TOO BIG TO FAIL**  
**THE HAZARDS OF BANK BAILOUTS**  
par Gary H. Stern, Ron J. Feldman  
Washington, Brookings Institution Press, 2004, 230 pages.

Dans des économies de plus en plus imbriquées, la débâcle d'une banque peut avoir des répercussions sur d'autres établissements, sur le système bancaire dans son ensemble, voire sur l'ordre social. En raison de ces dangereuses perspectives, les responsables politiques ont élaboré des garanties, totales ou partielles.

Les institutions financières, notamment les plus grandes, sont généralement appréciées comme étant trop importantes pour faillir (« too big to fail », ou bien TBTF). Gary Stern et Ron J. Feldman, deux responsables de la réserve fédérale américaine, s'intéressent à la protection accordée aux orga-

nismes dits TBTF. Ce statut particulier, explicite ou implicite, est en soi un problème et nos auteurs considèrent qu'il importe de réduire les espoirs des déposants.

Dans la mesure où les clients des banques TBTF s'attendent à une couverture publique, ils font moins attention aux activités bancaires. Ce contrôle relâché peut laisser les banques prendre des risques exagérés. Moins de vigilance d'un côté. Moins de prudence de l'autre. Il y a incontestablement un aléa moral dans la protection TBTF. Pour Stern et Feldman, à mesure du grossissement (par concentration) des banques a grandi leur niveau de protection et, partant, celui du problème.

Les responsables politiques, en accordant un label TBTF aux institutions financières, se posent en protecteurs des entrepreneurs et des épargnants, voire en « sauveurs » de l'économie. Ils sacrifient pourtant de cette manière l'avenir sur l'autel du court terme. D'une faillite évitée peut en effet naître une dégringolade infinie.

Dans ce livre qui repose sur l'expérience et le bon sens, les experts praticiens souhaitent une révision des règles comptables pour plus de clarté et moins d'investissements risqués. Ils veulent mieux exercer leur métier de banquiers centraux, c'est-à-dire mieux réguler et mieux superviser. Ils souhaitent que des simulations de faillites et de leurs effets de contagion soient effectuées, cela, afin de se préparer au désastre. Ils doivent être aujourd'hui servis. On retiendra de cet ouvrage publié en 2004 et préfacé par un connaisseur, Paul Volcker, qu'il est potentiellement dangereux de soutenir les banques.

## Soigner la convalescence

**THE ORIGIN OF FINANCIAL CRISES**  
**Central Banks, Credit Bubbles and the Efficient Market Fallacy**  
par George Cooper  
Petersfield, Harriman House, 2008, 208 pages.

L'argument des performances optimales du marché est aux yeux de George Cooper fallacieux. Ancien de Goldman Sachs, de la Deutsche

Bank et de JP Morgan, il propose dans un petit livre datant de l'été 2008 une analyse des origines de la crise. Il décrit les évolutions des systèmes monétaires modernes et l'histoire de l'émergence nécessaire des banques centrales. Celles-ci, rendues aveugles par le culte du marché, devraient abandonner leur objectif pre-

mier de lutte contre l'inflation. On leur a demandé de contrôler l'inflation des prix à la consommation, sans trop se préoccuper de l'inflation sur les marchés immobiliers et financiers. L'accroissement de l'endettement et l'accumulation du déficit américain encouragés par la politique de crédit peu cher de la Fed ont contribué au gonflement de la bulle immobilière.

L'erreur est de penser que les actifs sont valablement évalués par les prix du marché. Cooper signale d'abord, à la manière d'un Hayek, que la connaissance est toujours imparfaite. Personne ne saurait maîtriser les effets réciproques, pervers ou vertueux, de l'ensemble infini des décisions prises chaque instant sur les marchés. Il rappelle également que l'intervention publique crée toujours des perturbations. La raison d'être des banques centrales est de maintenir la stabilité du système monétaire ; une part vitale de cette activité consistant à vérifier que les banques privées n'abusent pas du système. Cooper plaide donc pour une supervision et un contrôle renforcés des activités financières par les banques centrales.

Cooper souligne surtout qu'il faut savoir éteindre un incendie. Laisser maintenant libre cours aux forces du marché risquerait de produire une spirale récessive. Les sauvetages d'établissements financiers montrent que les autorités craignent une telle perspective. Le danger réside certes dans l'alimentation d'une nouvelle bulle, sauvant l'économie du désastre dans le court terme, mais préparant une déflagration plus grande encore pour le long terme. Mais c'est un risque à prendre.

Selon Cooper, nous sommes au moment de l'arrêt cardiaque. Ce qu'il faut faire pour empêcher l'effondrement généralisé, c'est investir massivement de l'argent (provenant du contribuable) et coordonner les actions gouvernementales. La santé économique à venir dépend de la manière dont on traitera la période de convalescence. Ce constat médical est vrai, quels que soient les traitements choisis...

JULIEN DAMON  
professeur associé à Sciences po  
(master d'urbanisme)