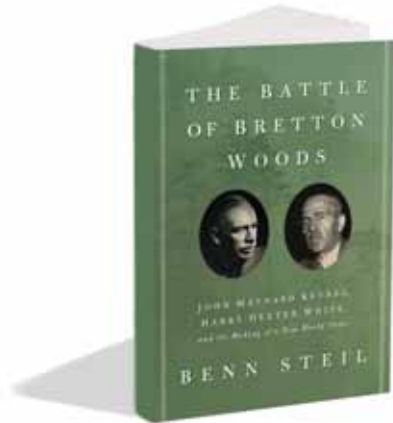


## Une histoire revue et corrigée



Benn Steil

### The Battle of Bretton Woods

**John Maynard Keynes, Harry Dexter White, and the Making of a New World Order**

Princeton University Press, Princeton, New Jersey, 2013, 472 pages, 29,95 \$ (toilé).

La conférence historique de 1944 à Bretton Woods a fait du nom de ce lieu de villégiature du New Hampshire un synonyme de coopération monétaire internationale. Mais les principaux auteurs des accords éponymes, qui donnèrent naissance au FMI et à la BIRD, eux-mêmes n'y voyaient pas une réussite.

Le chef de la délégation britannique, John Maynard Keynes, était consterné par le fait que ces accords n'avaient pas réussi à instaurer un FMI qui aurait pu jouer ce rôle de «super banque centrale» qu'il avait envisagé. Durant ses premières décennies le FMI joua en fait un rôle plus modeste, comme le concevait Harry Dexter White, responsable du Trésor américain. En 1970, Edward Bernstein, porte-parole de cette institution à Bretton Woods, avouait : «le système monétaire international n'a pas fonctionné comme il aurait dû».

L'histoire de Bretton Woods devrait tenir compte de ce scepticisme quant au système et à ses effets, mais Benn Steil, Senior Fellow et Directeur de l'économie internationale du Council on Foreign Relations, propose une interprétation plus extrême. Il s'étend sur le rôle de White, qui non seule-

ment aurait eu des tractations avec les soviétiques sur la politique américaine d'après-guerre, mais qui aurait aussi, selon Steil, agi pour leur compte afin de faire entrer les États-Unis dans la Deuxième Guerre mondiale. Il le décrit comme l'architecte d'un système de Bretton Woods voué à une «apocalypse économique».

Les archives de l'ère soviétique comptent assez de preuves fiables démontrant que White a transmis clandestinement des informations au renseignement soviétique, encore qu'il soit impossible d'en connaître la quantité ou de savoir si elles ont vraiment servi. Même les historiens les plus bienveillants à son égard reconnaissent qu'il s'adonnait à l'espionnage; Steil enfonce un peu plus le clou en soutenant que White, toujours pour le compte des Soviétiques, a été en novembre 1941 le principal auteur de notes diplomatiques qui présentaient des conditions tellement inacceptables pour les Japonais, que ces derniers abandonneraient les négociations et attaqueraient Pearl Harbor, faisant ainsi entrer les États-Unis dans la guerre.

Affirmation peu crédible à plusieurs titres. Ni White, ni le Trésor, n'étaient au cœur des négociations avec le Japon. À l'époque de ces notes supposées cruciales, la flotte japonaise avait déjà pris la mer pour Pearl Harbour. L'histoire de 2002 sur laquelle Steil fonde son analyse repose sur des documents rejetés comme faux par les historiens John Earl Haynes et Harvey Klehr.

L'espionnage de White n'est pas le seul domaine où Steil tient des propos à partir de preuves insuffisantes. Traitant de la politique monétaire, Steil vante les mérites de l'étalon-or d'avant 1914 et ses mécanismes d'autorégulation des taux d'intérêt et des flux internationaux d'or. Une telle description est certes conforme aux modèles économiques régissant le fonctionnement théorique d'un étalon-or, mais elle ne correspond pas à ce que les travaux historiques nous disent de son fonctionnement réel.

Même sous le régime de l'étalon-or, la monnaie-papier était le prin-

cipal signe monétaire. Les instituts d'émission n'adaptaient pas la masse monétaire aux flux commerciaux de manière mécanique, selon des règles fixes. Au contraire, les autorités monétaires fixaient les taux d'intérêt — et donc la masse monétaire — à un niveau qui selon elles dégagerait un bénéfice, permettant aux gouvernements d'emprunter facilement, et leur laissant aussi assez d'or pour assurer de manière crédible la conversion des signes monétaires selon les besoins.

Autrement dit, l'étalon-or, tout comme le système de Bretton Woods, dépendait de l'appréciation des gouvernements. Steil écrit comme si en passant de l'étalon-or à Bretton Woods, puis aux changes flottants de l'ère moderne, le monde était passé des règles fiables et automatiques, à une ère de décisions discrétionnaires, sujette aux ingérences politiques. La réalité est que tout système monétaire est soumis aux influences politiques, la différence tenant plus au contexte politique qu'aux institutions ou aux systèmes eux-mêmes. Bretton Woods et le système moderne de changes flottants obéissent simplement à des phénomènes plus démocratiques que ne le faisaient les institutions de l'ère de l'étalon-or.

Si, au lieu d'affirmer que le système de Bretton Woods courait à l'apocalypse économique, Steil avait simplement dit que, tel qu'il était appliqué, le système ne pouvait pas continuer indéfiniment, il n'aurait pas eu tort et le livre aurait été plus intéressant. D'après le système originel, les États-Unis — par le Plan Marshall et par l'Organisation du Traité de l'Atlantique Nord — devaient mettre des dollars à la disposition du monde entier et maintenir la convertibilité nominale de 35 dollars l'once d'or, ce qu'ils ne pouvaient pas faire éternellement. Mais ce résultat inévitable, loin de marquer l'échec du système, était plutôt un signe de sa réussite. Après tout, il visait non seulement la convertibilité, mais aussi la reconstruction et le développement. Une fois le monde reconstruit et plus riche, le centralisme du dollar n'était

plus nécessaire. Ce qui jusque-là avait été un système centré sur le billet vert est devenu un système multilatéral. Avec la création des droits de tirage spéciaux — véritables avoirs de réserve — le FMI a commencé à ressembler à la «super banque centrale» chère à Keynes. Quand bien même le système de Bretton Woods disparaissait en 1971, son objectif de gestion monétaire internationale dans l'intérêt d'une prospérité partagée a survécu, certes plus souvent en théorie qu'en pratique.

L'historien de l'économie Michael Bordo a mené une étude comparative des systèmes monétaires et conclu que le système de Bretton Woods avait été plus performant que les autres, y compris que celui de l'étalon-or. Les pays ont en effet connu, sous Bretton Woods, une inflation faible et stable, et une forte croissance. Il note que les changes flottants ont aussi plutôt bien réussi, laissant même plus de latitude que Bretton Woods en matière de politique intérieure. Bretton Woods

ne fut pas un système parfait, mais un cadre de concertation internationale et de coordination ponctuelle. Ce qui devrait être le point de départ d'une réflexion sur l'avenir des monnaies mondiales et du FMI post-Bretton Woods.

**Eric Rauchway**

Professeur d'histoire,

Université de Californie, Davis

Auteur de *The Money Makers:*

*The Invention of Prosperity from*

*Bullion to Bretton Woods (à paraître)*

## Les banques mises à nu



Anat Admati et Martin Hellwig

### The Bankers' New Clothes

#### What's Wrong with Banking and What to Do about It

Princeton University Press, Princeton, New Jersey, 2013, 392 pages, 29,95 \$ (toilé).

La régulation financière est au goût du jour depuis la crise récente; les propositions complexes ont fusé et un étourdissant ensemble de nouveaux sigles et organismes ont vu le jour. Mais, dans leur nouvel ouvrage, Admati et Hellwig développent un solide plaidoyer en faveur d'une solution classique et simple au crédit excessif et déréglé : le relèvement des ratios de fonds propres des banques.

Ils recommandent qu'ils soient fixés entre 20 % et 30 %, soit plus du double — selon la méthode de calcul retenue — de ce que propose le récent accord de Bâle III. Leur argumentaire constitue une importante contribution au débat sur la régulation financière, à une restriction près, dont je m'expliquerai.

La thèse de base est que le relèvement du ratio de fonds propres — le

rapport entre le capital d'une banque et les risques auxquels elle est exposée — est contraignant : si les faillites bancaires ont des retombées sur le reste de la société, il faut que nous cherchions à les rendre moins probables et moins coûteuses. La hausse des ratios — décrite parfois comme une «réduction de l'effet de levier» — est un moyen logique de rendre les banques plus sûres. On peut comparer cela aux limites de vitesse, qui se justifient par les risques graves de blessure que peut faire courir aux piétons et aux autres conducteurs une erreur de conduite à grande vitesse.

Les auteurs poussent le raisonnement plus loin, arguant de façon persuasive que les gouvernements ont par leurs actions aggravé le problème des risques excessifs des banques de plusieurs manières. Primo, en avantageant fiscalement l'endettement par rapport au capital, ils ont encouragé les banques à se surendetter. Secundo, en renflouant les créanciers des banques en faillite, ils ont abaissé le coût *ex ante* de la dette pour les banques — par rapport au marché libre — et, enfin, en réduisant le coût *ex post* des faillites pour les gérants et les détenteurs d'obligations, ils encouragent la prise de risques.

Tout cela suggère que le relèvement des ratios de fonds propres serait bénéfique, car les banques mieux capitalisées risqueraient moins de faire faillite, et il y aurait moins de retombées sur le reste de la société. Mais quid des coûts? Dans notre analogie routière, on pourrait sans doute réduire les

effets secondaires de la mauvaise conduite en abaissant la limite de vitesse à quelques km/h. Mais ce qu'il en coûterait, c'est qu'il serait impossible d'arriver où que ce soit en un temps raisonnable. Les critiques de la profession à l'encontre des coefficients de fonds propres vont dans le même sens : il faut choisir entre sécurité et croissance. Ce livre a pour principal mérite de démolir de façon convaincante ces arguties courantes.

Un des arguments contre l'augmentation des fonds propres est que cela diminue le montant de capital en surplus pouvant financer les investissements, et ralentit donc la croissance. Les auteurs ont parfaitement raison de dire que ce raisonnement — que l'on entend souvent dans la bouche de gens qui connaissent pourtant bien le métier — repose sur une confusion entre fonds propres et réserves. Pour les banques, les fonds propres sont simplement la composante capital qui se trouve du côté droit du bilan et ne devrait en principe avoir absolument rien à voir avec l'utilisation qui est faite des actifs, dans la partie gauche du bilan. Les réserves, par contre, représentent des encaisses que l'on ne peut pas faire travailler. Les fonds propres et les réserves sont deux choses différentes et ne devraient pas être amalgamées dans ce débat.

Il est une deuxième objection selon laquelle le marché exige que les fonds propres aient un rendement plus élevé que la dette, or si les banques sont forcées de détenir davantage de fonds

propres, cela augmentera leur coût global, et ce coût se répercutera sur l'ensemble de l'économie. Ce raisonnement est manifestement contraire au théorème de Modigliani–Miller qui postule que, toutes choses égales par ailleurs, la valeur d'une entreprise n'a pas de rapport avec la façon dont elle est financée. Les auteurs expliquent avec une clarté louable les idées qui sous-tendent ce théorème à leurs lecteurs (profanes), ce qui est bien plus difficile qu'il n'y paraît. J'y ai échoué à maintes reprises et je compte me servir de leur explication la prochaine fois.

Ma seule critique à l'égard de cet ouvrage est qu'il est trop étroitement centré sur la banque «traditionnelle», secteur où notre appareil réglementaire est bien développé. Les régulateurs peuvent déjà faire imposer (ou du

moins essayer d'imposer) des normes de fonds propres aux banques. Mais la récente crise a débuté et s'est emballée dans le secteur bancaire dit «parallèle», dans l'univers bien moins policé de la titrisation, des accords de pension et sur les autres marchés monétaires à court terme. En fait, si on relevait les ratios de fonds propres des banques traditionnelles sans toucher au secteur bancaire parallèle, cela pourrait aisément rendre l'ensemble du système financier moins stable, car une plus grande partie du système deviendrait parallèle. Même les rares exceptions au théorème de Modigliani–Miller — il y en a certainement en pratique — peuvent induire un arbitrage réglementaire significatif au détriment des banques traditionnelles. (C'est précisément cet arbitrage réglementaire à la

marge que l'on accuse souvent d'avoir encouragé la croissance du système bancaire parallèle avant la crise.)

Les auteurs mentionnent bien ce problème vers la fin de leur ouvrage, mais en minimisent trop l'ampleur. Si nous vivions dans un monde où la totalité de l'épargne devait forcément être placée auprès des banques, nous pourrions nous préoccuper exclusivement de la bonne santé de ces banques. Mais dans un monde où il y a un grand nombre d'autoroutes parallèles, si la vitesse n'était limitée que sur une seule, les autres seraient plus encombrées en cas d'accident.

**Andrew Metrick,**

*titulaire de la chaire Michael H. Jordan de finances et de gestion, Yale School of Management*

## Le changement au bout de la ligne



Robin Jeffrey et Assa Doron

### **The Great Indian Phone Book**

Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, 2013, 336 pages, 29,95 \$ (toilé).

La Société financière internationale, du Groupe de la Banque mondiale, a déclaré le réseau de téléphonie mobile la «plus grande machine de tous les temps». Un historien et un anthropologue illustrent dans ce livre l'impact gigantesque des télécommunications dans la plus grande démocratie du monde.

Voilà un ouvrage important à recommander aux étudiants, aux praticiens des sciences sociales et aux dirigeants d'entreprise. En fait, à qui-conque s'intéresse au changement et à

ses conséquences dans des sociétés en développement complexes.

Jeffrey et Doron démontrent l'inanité des tentatives administratives ou politiques visant à s'opposer au changement qu'apporte la déferlante des télécommunications, voire à le neutraliser ou à le maîtriser.

Ils illustrent par les tentatives d'adjudication, en Inde, aux États-Unis ou en Europe, du spectre des fréquences 3G pour des sommes colossales, une erreur qui pourrait empêcher ou ralentir l'adoption de la 4G et du LTE et les investissements dans cette nouvelle génération de télécommunications mobiles. D'aucuns avancent que l'État se doit de tirer le meilleur parti de ces types de services. Mais si en tentant d'accroître ses recettes à court terme il réduit la capacité des opérateurs à investir dès à présent dans de nouvelles technologies, à terme c'est la société dans son ensemble qui en pâtira. Les capitaux sont limités, or en tirant des sommes mirobolantes des opérateurs, au final ce sont les consommateurs qui en souffrent, car les technologies ne sont pas mises en valeur, ou ne le sont que très tard, et les services sont coûteux. On ne peut pas résister à une idée dont l'heure est arrivée.

Les auteurs ont décidé de se concentrer sur l'Inde, où l'expansion de la téléphonie mobile est la plus spectaculaire, car sa diversité et sa complexité donnent tout son sens à leur étude. D'ailleurs les enseignements vont bien au-delà de ce vaste sous-continent. Certains des problèmes et des enjeux des opérateurs sur les différents marchés régionaux indiens sont aussi ceux que rencontre ma propre société, Digicel, sur les marchés aussi différents que ceux des Caraïbes ou du Pacifique Sud — dans des pays comme Haïti ou la Papouasie-Nouvelle-Guinée.

La Papouasie-Nouvelle-Guinée présente un vaste marché d'une incroyable diversité. Plus de 800 dialectes y sont parlés; parfois les habitants de villages très proches n'arrivent pas à se comprendre. Le relief est particulièrement accidenté et les routes sont en mauvais état, voire inexistantes, ce qui rend particulièrement difficile la construction d'antennes. Comme Bharti Airtel en Inde, dont le livre donne d'ailleurs une description, nous avons aussi dû adapter notre communication marketing, mettre au point des formules prépayées et adopter des modèles appropriés de distribution des téléphones et des puces.

Comme les autres opérateurs qui ont réussi en Inde, là où nous intervenons nous ne nous limitons pas aux couches les plus aisées ni aux régions les plus prospères. Travaillant de concert avec les gouvernements, nous avons rapidement pénétré les régions les plus difficiles d'accès, qu'il s'agisse des montagnes bleues de Jamaïque, des hauts plateaux de Papouasie-Nouvelle-Guinée ou des régions les plus reculées et déshéritées en Haïti.

Comme le soulignent les auteurs, le mobile bon marché a apporté aux populations démunies un plus pour leur qualité de vie et multiplié leurs débouchés. Mais rien n'aurait été aussi rapide, aussi spectaculaire, aussi efficace sans le dynamisme des opérateurs indiens. Leur marketing et leurs capacités techniques ont atteint une population dont les capacités latentes avaient jusque-là été privées de débouchés.

Les opérateurs ont vu dans les télécommunications une technologie au service des masses. En 2007, la téléphonie mobile indienne employait 2,5 millions de personnes dans la pres-

tation de services, nombre qui ne comprend pas les agents les plus créatifs et innovants : tous ceux qui sont chargés de la réparation et de la vente du matériel d'occasion.

Les entreprises de publicité et de marketing ont prospéré, au même titre que les éditeurs de logiciels. Tout un nouveau monde s'est ouvert à une population qui n'avait jamais songé à travailler dans l'élaboration de plans de transmission ou la construction d'antennes.

La dernière partie du livre, qui traite de la consommation des services de télécommunications, confirme nos propres expériences. Nous avons découvert que les pêcheurs de Samoa, comme ceux du Kerala, en Inde, réagissaient de la même manière, en partageant avec leurs confrères en mer des informations sur les meilleurs ports où vendre leur poisson, les bons sites de pêche ou les conditions climatiques, ou en répondant à leurs appels de détresse. Les petits producteurs en Inde, en Jamaïque ou en Haïti ont multiplié leurs possibilités grâce au

téléphone portable, qui leur permet d'être à l'écoute des marchés et de suivre les prix.

Le chapitre sur l'impact de l'accès des femmes aux services mobiles ouvre des perspectives optimistes dans un pays où le changement, pour des raisons culturelles, a été lent. Les auteurs décrivent le pouvoir insoupçonné d'un simple téléphone portable mis à la disposition des populations pauvres. Comme ils le signalent, les tendances sont imprévisibles, mais nous gagnerons à les suivre et à les examiner.

Jeffrey et Doron concluent que chacun de leurs huit chapitres pourrait à lui seul faire l'objet d'un livre. Et ils ont raison. Le but qu'ils s'étaient donné, de produire un ouvrage «rigoureux dans sa démarche, d'une lecture passionnante et dénué de jargon» est parfaitement atteint.

**Denis O'Brien**

*Président, Groupe Digicel,  
et Président et cofondateur de Frontline,  
the International Foundation for the  
Protection of Human Rights Defenders*



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 2014–2015 program begins in July of 2014. Applications are due by January 5, 2014.

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)