



LES CRISES RÉCENTES EN TURQUIE ET EN ARGENTINE SONT-ELLES LES DERNIÈRES D'UNE ESPÈCE EN VOIE DE DISPARITION ?

BARRY EICHENGREEN *

C'est Michel Camdessus, alors directeur général du Fonds monétaire international, qui désigna le cas du Mexique en 1994-1995 comme la première crise financière du XXI^{ème} siècle. Une façon d'envisager sa remarque et les développements ultérieurs de sa pensée consiste à dire que nous sommes plongés dans un nouveau siècle qui promet d'être riche en événements. La crise mexicaine fut suivie des crises asiatique, russe, brésilienne, turque et, à présent, de la crise argentine. En considérant le cas du Mexique comme la première crise financière du XXI^{ème} siècle, Camdessus entendait par là qu'elle a surgi brusquement, s'est étendue rapidement, a causé des ravages sur les marchés financiers, et s'est avérée difficile à prévenir et à contenir même en recourant à l'aide massive des Pouvoirs publics. Les crises qui ont suivi présentaient d'ailleurs toutes ces mêmes caractéristiques à un degré plus ou moins important.

La longueur certaine de la liste des crises ayant suivi celle du Mexique suscite des questions concernant les efforts en cours pour consolider « l'architecture financière internationale ». Bien que cette dernière expression n'ait été forgée qu'en 1998 par Robert Rubin, alors secrétaire américain du Trésor, les institutions financières multilatérales se sont efforcées d'affermir la discipline du marché, de réformer les politiques des gouvernements, et de rationaliser la prévention et la résolution des crises qui s'y attachent, et ce depuis 1995, lorsque les délégués du G10 ont cherché à tirer les leçons de l'incident mexicain¹. Depuis lors,

* Professeur à l'Université de Californie à Berkeley.



un processus complexe s'est développé, impliquant le FMI, la Banque mondiale, le Forum de stabilité financière, le Comité de Bâle des superviseurs bancaires, ainsi que d'autres organisations². Sur le front de la prévention de la crise, des efforts ont été faits pour accroître la transparence, promulguer des normes sérieuses de gestion et de pratique financière, renforcer la surveillance multilatérale, et rationaliser les régimes des taux de changes. Le FMI a mis au point de nouveaux mécanismes pour mobiliser la matière grise, partager des informations avec les marchés financiers et rationaliser leur conditionnalité. Le FMI a également songé à instaurer, grâce à des hypothèses de travail, des limites claires portant sur l'ampleur des plans de sauvetage, tout en développant la participation du secteur privé dans la résolution des crises. En un mot, il a cherché à adopter une approche plus volontariste de la gestion des crises.

Pourtant, malgré une série presque sans fin de rencontres et de rapports, et les efforts pour mettre en application les recommandations émises par les institutions multilatérales et les gouvernements nationaux, la fréquence et la gravité des crises semblent, pour le moins, s'être accélérées et aggravées. Ce n'était pas exactement le résultat escompté. Les crises en Turquie et en Argentine furent largement anticipées, ou tout du moins c'est ce que l'on prétend rétrospectivement, et pourtant elles furent imparables. Dans aucun de ces deux cas, les efforts des instances multilatérales en vue de la résolution de la crise ne peuvent être considérés comme un succès. La Turquie comme l'Argentine ont déjà traversé par le passé de graves récessions et subi des remous politiques ; et pour ce qui est de l'Argentine, cette affirmation ne rend que faiblement compte de la gravité des derniers événements.

Quelle conclusion devons-nous en tirer ? L'ordre du jour des instances officielles est-il de prévenir et résoudre plus efficacement les crises financières, ce qui faisait en effet défaut à maints égards ? Si tel est le cas, la Turquie et l'Argentine pourraient être les exemples les plus récents et, en aucun cas, les derniers à figurer dans la liste des crises financières d'une gravité croissante. D'autre part, les programmes actuels de renforcement de l'architecture financière internationale sont-ils fondamentalement valables ? Les progrès enregistrés dans leur mise en application ne sont-ils pas insuffisants ? Avec plus de temps et d'efforts, les activités déployées dans cette direction réussiront-elles finalement à réduire la fréquence et la gravité des crises ? Cette affirmation plus optimiste renferme l'espoir que les crises en Turquie et en Argentine soient des phénomènes appelés à disparaître. Les réponses à ces questions représentent des enjeux de taille pour les acteurs du système financier international en général, et pour les marchés émergents en particulier.



*L'ENSEIGNEMENT TIRÉ DES CRISES EN TURQUIE
ET EN ARGENTINE*

Les cas de la Turquie et de l'Argentine permettent de tirer quatre leçons apportant des éléments de réponse à la question posée dans le titre du présent document. Elles suggèrent qu'un certain progrès a effectivement été accompli concernant la réduction de la fréquence et de la gravité des crises, mais aussi que nous sommes encore loin d'être les témoins du tout dernier de ces phénomènes. L'élément commun dans ces crises est qu'il n'existe aucun remède miracle au problème de la fragilité financière dans les marchés émergents, problème qui ne peut être résolu qu'à travers le processus fondamental du développement économique et financier.

*Il n'y a pas non plus de remède miracle au problème
des taux de change*

La crise mexicaine a donné tout son sens à une leçon déjà tirée par de nombreux observateurs de la crise de 1992, intervenue dans le Système monétaire européen, à savoir les conditions préalables excessivement exigeantes régissant le maintien des taux de change fixes. La crise asiatique a d'ailleurs engendré des préoccupations supplémentaires vis-à-vis de cette parité fixe qui a banalisé la réalité des risques de change. Les gouvernements, en offrant une garantie efficace contre le risque de fluctuation des devises, ont encouragé les emprunts à l'étranger et, en particulier, exposé ces emprunts à l'étranger à certains risques. L'accumulation de ces expositions aux risques a, à son tour, rendu les modifications de la valeur des devises plus perturbatrices lorsque la parité fixe a disparu, comme c'est le cas finalement de toute parité fixe. Ce désenchantement relatif à la parité fixe a conduit à adopter le point de vue bipolaire selon lequel les pays concernés devraient abandonner le terrain instable des solutions intermédiaires et opter pour les extrêmes en insistant plus fortement sur la parité fixe ou en choisissant un flottement plus libre.

D'un certain point de vue, des progrès considérables ont été enregistrés dans la rationalisation des ajustements ainsi définis des taux de change. Au moment de la rédaction de cet article, les seuls pays dont le taux de change était fixe soutenaient celui-ci en maintenant un contrôle des capitaux (dans le cas de la Malaisie et de la Chine) ou bien étaient capables d'opérer un blocage absolu des prix, par l'intermédiaire d'un conseil monétaire, en raison de conditions politiques exceptionnelles (cas de Hong-Kong et de l'Estonie)³. Une part croissante de marchés émergents ont permis à leurs taux de change de fluctuer plus librement et ont consolidé cette politique en renforçant la lutte contre l'inflation



(Fischer 2001, Mishkin et Schmid-Hebbel, 2001). Le flottement dans les marchés émergents ne signifie pas un flottement libre, étant donné les bouleversements financiers qui peuvent résulter des fluctuations des taux de change au détriment des banques et des sociétés qui subissent des écarts de change sur leurs bilans. Mais nonobstant les avertissements des détracteurs du système de flottement des taux de change, il semble clair, spécialement en Asie, que les marchés émergents permettent déjà à leurs taux de change de flotter plus librement⁴. Et de manière plus inquiétante encore, bon nombre de pays, la Turquie et l'Argentine en tête, ont choisi d'adopter une politique plus flexible des taux de change, non pas dans le cadre d'un processus planifié, mais en conséquence de la crise.

Dans le cas de la Turquie, la parité fixe est une source de vulnérabilité économique et financière. Ce cas témoigne de la difficulté de réaliser une transition en douceur vers une plus grande flexibilité. Le *crawling peg* (la parité à crémaillère), adoptée de concert avec le programme du FMI destiné à ce pays, a limité au départ la dévaluation de la livre à 15 % par an. La « stratégie de sortie » s'est exprimée par le fait qu'en juin 2001, 18 mois après l'adoption du *crawling peg*, le pays a commencé à élargir la fourchette au-dessus et en-dessous de la parité centrale⁵. Le raisonnement justifiant l'adoption de cette fourchette et la programmation d'une transition graduelle était que les banques turques subissaient une certaine exposition aux risques provenant de l'étranger. Une transition de 18 mois permettait de gagner du temps pour consolider le système bancaire et pour habituer les banques à un environnement de flexibilité plus grande des taux de change. Le point faible de cette stratégie était qu'une telle parité de la monnaie créait un risque d'aléa moral pour les banques et le gouvernement. Puisque le risque de change devenait un phénomène banal (cette stratégie engageait le gouvernement à empêcher le taux de change de se modifier et le mettait donc sous pression en l'obligeant à indemniser les banques si cette politique échouait), les incitations à obtenir de meilleurs résultats aux bilans et à renforcer le contrôle s'affaiblissaient. Les positions nettes ouvertes des banques ont ainsi presque doublé au cours des neuf premiers mois de l'année 2000 à mesure qu'elles continuaient à utiliser un financement à court terme en provenance de l'étranger pour bloquer les rendements nominaux à long terme au niveau local. Ces entrées de capitaux induites par la stabilisation permettaient d'arbitrer des taux d'intérêt locaux plus élevés et mondiaux plus faibles. Et, puisqu'elles étaient relayées par le système bancaire, les entrées masquaient les problèmes des institutions financières participantes. Tout ceci affaiblissait les initiatives des autorités visant à mettre en application la nouvelle réglementation bancaire.



Cette même vulnérabilité du secteur bancaire empêchait les autorités à ajuster le taux de change lorsque le système était mis sous pression. Les critiques émanant de ce même secteur bancaire incitèrent le FMI à insister sur le fait que la livre devait être dévaluée ou qu'il fallait la laisser flotter comme condition préalable à l'extension de l'aide financière à la Turquie en décembre 2000. Mais le Fond écarta cette idée par peur de déstabiliser le système bancaire. Deux mois plus tard, le système s'écroula complètement.

La conclusion que je tire de la difficulté à trouver une solution rationnelle à ce problème est que les pays concernés devraient, en premier lieu, éviter la parité fixe. La parité fixe a un intérêt certain comme solution provisoire lorsque les conditions existantes menacent de générer une spirale infernale. C'est l'argument traditionnel en faveur d'une stabilisation fondée sur le taux de change pour les pays actuellement sur le point de connaître une inflation élevée (voir Fischer, Sahay et Vegh, 2002). La leçon à tirer des événements en Turquie, et même davantage en Argentine, pays qui ont eu recours en 1991 à une stabilisation fondée sur les taux de change, est que ce dispositif ne fait que retarder le jour du règlement de comptes. Même si elle permet de résoudre le problème immédiat de l'inflation, une stabilisation fondée sur les taux de change ne garantit pas l'élimination des déséquilibres macroéconomiques et structurels sous-jacents. En encourageant l'accumulation des expositions aux risques et en forçant les autorités à lier la crédibilité de leur politique à la parité fixe des cours, elle accroît la vulnérabilité financière et rend la tâche plus difficile pour les autorités de réaliser la transition vers un régime plus soutenable.

En outre, le cas de l'Argentine remet en question la possibilité d'une parité fixe solide. Tenter d'éliminer toute perspective de modification des taux de change en instituant un conseil monétaire requiert de créer des perspectives supplémentaires d'ajustement portant sur d'autres marges. Apparemment, l'Argentine n'a pas réussi à réformer de manière efficace ses lois et pratiques relatives au travail, ni à créer les perspectives appropriées d'un rapide réajustement budgétaire grâce à la réforme de son système fiscal fédéral. Les partisans du conseil monétaire affirment qu'en se fermant la voie menant à l'option d'une dépréciation de la monnaie, une parité fixe solide augmente la pression en faveur de réformes. La crise en Argentine nous rappelle qu'une telle augmentation de la pression peut purement et simplement provoquer une explosion.

La dollarisation n'est pas non plus une panacée. Tout comme pour le conseil monétaire, elle ne garantit pas l'adoption ultérieure de réformes structurelles et macroéconomiques. Les autorités provinciales, en raison d'un accès refusé aux financements sous forme de liquidités et aux transferts intergouvernementaux, peuvent émettre des quasi-monnaies



provinciales plutôt que de réduire leurs dépenses (pour référence : les *patacones* argentins). La dollarisation provoquera alors un chaos financier et non une stabilité financière. Des troubles de nature politique seront alors sûrement attisés si les monnaies locales sont ainsi réintroduites de manière inorganisée. Si les déséquilibres économiques et financiers continuent à se développer, l'explosion qui s'ensuivra peut s'avérer pour le moins dévastatrice. L'essentiel à retenir est que la technique des taux de change ne constitue ni un substitut, ni une garantie en lieu et place des réformes macroéconomiques et structurelles.

*De la croissance économique dépend essentiellement
la stabilité financière*

Pour les pays ayant hérité de réserves de dette en devises étrangères, la croissance des exportations est nécessaire pour empêcher l'explosion de la proportion du service de la dette par rapport aux revenus. La Turquie et l'Argentine ont toutes deux cherché à utiliser les emprunts à l'étranger comme moyen de relancer la croissance, leur permettant de doubler leurs paris sur leur politique. Ainsi, c'est l'absence de croissance appropriée qui a amené dans ces pays les crises dues à la soutenabilité de la dette et enfin conduit à la perte de confiance de la part des investisseurs.

En outre, la croissance était essentielle pour éviter une réaction politique brutale contre les réformes douloureuses. Elle était nécessaire pour montrer aux électeurs et aux investisseurs que les sacrifices douloureux d'aujourd'hui seraient récompensés dans l'avenir. Sans la croissance, il n'y aurait aucune volonté de poursuivre le cours des réformes, et si le gouvernement était incapable de poursuivre ce cours, les perspectives de croissance seraient limitées. Ainsi, tout incident susceptible d'interrompre cette croissance, même temporairement, pouvait détruire le bel équilibre de ce pays. Il pouvait le faire basculer d'un cercle vertueux vers une crise⁶. De ce point de vue, le ralentissement de l'économie mondiale en 2000-2001 était une malchance pour ces deux pays.

Il s'agissait précisément d'une malchance, étant donné leur croissance décevante par le passé. Le PIB turc par habitant avait augmenté de seulement 1,5 % par an dans les années 1990. À moins que cette performance ne s'améliorât de façon marquée, elle n'était pas compatible avec les taux d'intérêt à deux chiffres de la dette publique. Le fait que la croissance du pays fût de 7 % en 2000, année suivant sa stabilisation, était prometteur. C'est ce qui contribuait à attirer les investisseurs étrangers. Mais la question était précisément de savoir si cette amélioration aurait des suites, particulièrement dans le contexte des tensions politiques croissantes et du ralentissement de l'économie mondiale. En réalité, il ne fallut que la montée de dissensions interministérielles pour mettre à bas le bel édifice.



La croissance de l'Argentine fut supérieure à 5 % par an entre 1991 et 1997, mais commença à stagner par la suite. Ce phénomène de stagnation remit en question la possibilité de supporter davantage la dette⁷. En 2001, l'absence de croissance remit également en question la durabilité du soutien politique pour un gouvernement qui continuait à imposer des réformes douloureuses à ses électeurs, mais qui était incapable de les récompenser sous la forme d'un revenu par tête plus élevé. Une critique souvent entendue sur l'Argentine consiste à dire qu'il s'agit d'un pays internationalisé de manière inadéquate : il exporte trop peu et fabrique trop peu de produits susceptibles d'être achetés par d'autres pays. Bien entendu, il s'agit d'une autre façon de présenter le problème de la croissance. Ceci revient à dire que les réformes structurelles, poursuivies en vue d'augmenter la productivité du travail et de mettre en valeur la compétitivité de l'agriculture et des produits manufacturés argentins, se sont avérées incapables de rassurer les investisseurs, quant au fait que la croissance du produit national, et les exportations en particulier, soutiendraient l'augmentation de la charge que constitue le service de la dette.

Comme c'est le cas généralement, un certain temps doit s'écouler avant que les investissements en capacité de production et les réformes structurelles n'apportent des améliorations visibles sous la forme d'une productivité plus élevée et de taux de croissance plus rapide. Les gouvernements pleins d'impatience, préoccupés par leur réélection, sont à l'heure actuelle enclins à emprunter pour relever ce taux d'investissement et élever le niveau de vie plus rapidement. Les expériences de la Turquie et de l'Argentine ne remettent pas en question le bien-fondé de cette stratégie, mais elles mettent en évidence les risques qu'elle comporte. Ceci implique qu'il y aura toujours des cas de réformes suivies de crises, dans la mesure où les gouvernements subissent une pression constante les obligeant à afficher des résultats satisfaisants.

Décentraliser la politique fiscale à ses risques et périls

Les économistes ont longtemps recommandé la décentralisation fiscale comme moyen d'améliorer l'efficacité du secteur public. Le niveau et la composition des dépenses publiques peuvent être adaptés aux caractéristiques locales. Ainsi, les employés du service public peuvent-ils répondre plus directement de leurs actes auprès des clients des services publics. Les sociétés privées peuvent à leur tour inciter les Pouvoirs publics à améliorer leur efficacité en affichant leur mécontentement.

Les crises récentes, en particulier en Argentine, mettent en évidence les risques significatifs de cette politique. L'Argentine avait l'un des déséquilibres budgétaires les plus importants parmi les pays du



monde occidental. Une part exceptionnellement importante des dépenses supportées par les gouvernements provinciaux était financée par les transferts provenant de l'appareil fédéral. Permettre aux gouvernements provinciaux de financer leurs activités par des transferts depuis l'État central ne pouvait que créer un problème relatif aux réserves financières communes (Eichengreen, Hausmann et von Hagen, 1999). Les autorités de chaque province étaient incitées à effectuer des dépenses excessives, puisque l'imposition, présente ou à venir, obligatoire pour les assujettis, était supportée par les résidents de la fédération en tant qu'entité globale. En Argentine, les dépenses publiques, exprimées en pourcentage du PIB, ont nettement augmenté à partir de 1997, principalement en conséquence de l'accroissement des dépenses de la part des provinces (Kiguel, 2001). Le déficit consolidé atteignait 3 % du PIB à la veille de la crise, et la dette publique, exprimée sous forme de pourcentage de la production, comme mentionné ci-dessus, s'était fortement accrue, surtout en raison de l'attitude de ces mêmes autorités provinciales.

En outre, dans la mesure où les difficultés rencontrées dans une province particulière par le service de la dette peuvent nuire à la solvabilité de ses voisines, les collectivités publiques sub-étatiques qui dépensent trop peuvent anticiper leur renflouement. Les déficits budgétaires de grande ampleur sont ainsi une source de risques d'aléa moral. Et lorsque la prévention ou l'endiguement d'une crise requiert une consolidation budgétaire, chaque province en tant que telle est faiblement incitée à intégrer pleinement les bénéfiques.

Ainsi, dans les économies où la perspective d'ajustement fondée sur des marges différentes est limitée, la décentralisation budgétaire doit être réalisée avec prudence. Elle doit éviter les déséquilibres budgétaires importants. Et, lorsque de tels déséquilibres sont tolérés, les dépenses des collectivités publiques sub-étatiques doivent être plafonnées (von Hagen et Eichengreen, 1996).

L'internationalisation du secteur bancaire n'est pas une panacée

À la différence de la Turquie, qui en était encore au stade balbutiant de la modernisation de son système bancaire lorsque la crise a frappé, l'Argentine avait déjà entrepris un long chemin sur la voie des réformes de son secteur financier. À la fin des années 1990, le contrôle rigoureux qu'elle exerçait et sa politique exigeante en matière de capitaux et de liquidités étaient largement cités en exemple à suivre pour les autres marchés émergents. Un élément important de la recette argentine était l'internationalisation de son système bancaire. Les institutions bancaires locales étaient cédées à des acheteurs étrangers et des concurrents comme la Citibank et le Banco Santander étaient autorisés à pénétrer sur



le marché. Ceci fut interprété comme un moyen immédiat d'introduire la dure loi de la concurrence internationale dans le secteur des services, incitant par là même à intensifier la rentabilité et les réductions de frais généraux. Il s'agissait d'une manière d'introduire des normes de niveau international dans l'évaluation des risques et les contrôles du fonctionnement interne. Le point le plus important peut-être était que l'internationalisation était perçue comme une manière de garantir les intermédiaires locaux contre les risques inhérents à la situation du pays et de réduire le danger de crise bancaire⁸. Le Banco Santander détenait un portefeuille international très diversifié ; en lui permettant de prendre pied sur le marché argentin, cette situation nouvelle garantissait le système bancaire local contre les risques spécifiques de ce pays. Elle permettait de privatiser la fonction de prêteur en dernier ressort dans la mesure où les agences locales souffrant de problèmes de liquidités propres à ce pays pouvaient s'attendre à recevoir un soutien sous forme de liquidités de la part de leur direction centrale.

Dans la pratique, la situation n'a pas évolué de manière si favorable. L'intensification de la concurrence n'empêchait pas la prise de risques, elle eut l'effet inverse⁹. Les opérations des banques internationales en Argentine étant confiées à des filiales plutôt qu'à des agences autonomes, la direction centrale était peu disposée à les soutenir lors de la crise. La seule façon pour les banques étrangères de limiter leurs pertes était de procéder à des coupes claires et d'aller de l'avant. À n'en pas douter, certaines initiatives plus arbitraires du gouvernement argentin, qui a converti les actifs et les passifs des banques selon des taux différentiels favorisant la population locale au détriment des institutions bancaires étrangères, n'ont rien fait pour encourager ces dernières à réaliser des investissements visant à soutenir leurs opérations au niveau local. Quoiqu'il en soit, il apparaît aujourd'hui clairement que les avantages de l'internationalisation du système bancaire sont plus limités que ce qui a pu être suggéré avant la crise par certains de ses partisans les plus zélés. De même, l'incidence plus large de cette expérience permet de conclure qu'il n'existe pas de remèdes miracle au problème de la fragilité du secteur bancaire.

QUELQUES RÉFLEXIONS POUR LIMITER L'APPARITION DES CRISES SUR LES MARCHÉS ÉMERGENTS

Des efforts visant à consolider l'architecture financière internationale ont été entrepris depuis maintenant près de dix ans. Malgré l'apparition brutale de crises nouvelles, comme très récemment en Turquie et en Argentine, il faut souligner qu'un certain progrès est intervenu, à en juger par les efforts visant à faire de la scène internationale une Place



financière plus sûre. Les sociétés privées et les Pouvoirs publics ont commencé à s'adapter aux normes internationales exigeant une plus grande transparence et la divulgation des informations disponibles, les soumettant dans un même temps à une discipline de marché plus rigoureuse. La disparité entre les degrés de solvabilité et les marges offertes s'est accrue depuis 1998, comme si une plus grande transparence avait permis aux investisseurs de faire une meilleure distinction entre les marchés émergents, récompensant davantage ceux qui suivent des politiques saines tout en pénalisant ceux qui ne le font pas. La surveillance multilatérale a été renforcée et les gouvernements ont développé une politique prudente de contrôle et de réglementation. Les Banques centrales ont abandonné la politique de la parité fixe des monnaies, qui fragilisait le système et pouvait favoriser les crises. Elles ont appris à stabiliser leurs taux de change en luttant contre l'inflation. Ces progrès sont reflétés par les retombées internationales relativement limitées des crises en Turquie et en Argentine. La plus grande flexibilité des taux de change dans d'autres marchés émergents a apporté le bénéfice d'une marge supplémentaire d'ajustement et supprimé un mécanisme néfaste qui permettait aux turbulences de se propager, à savoir les attaques sur plusieurs monnaies dont la parité était fixe. L'amélioration du contrôle et de la réglementation, ainsi qu'un niveau d'endettement réduit du système financier international ont limité la détresse du secteur bancaire et affaibli le rôle du réseau des créanciers habituels qui sont à l'origine de la propagation des difficultés financières. Il est toutefois encore trop tôt pour conclure que la contagion n'est plus d'actualité. Il se pourrait simplement que les crises turque et argentine aient été plus largement prévues et anticipées que la plupart des crises précédentes, permettant ainsi aux acteurs du marché financier de couvrir leur exposition aux risques. Davantage de temps et d'expérience seront nécessaires avant de pouvoir évaluer pleinement la gravité du problème posé par la contagion.

Malgré toutes ces démarches pour affermir la discipline du marché, la politique du contrôle avisé et les politiques des gouvernements, on ne peut être qu'impressionné par la fragilité de la situation, en particulier dans les marchés émergents. Lorsque les emprunteurs issus des marchés émergents désirent obtenir des prêts à l'étranger, une initiative somme toute logique étant donné les disparités existant entre les marchés émergents et les économies avancées en termes de rapport capital/travail, de niveaux de revenus et de productivité par habitant, ils doivent nécessairement payer des marges sur le Libor très élevées. Arriver à soutenir le service de la dette, lorsque les taux d'intérêt réels sont de 10 % et le rapport dette/PIB de 50 %, est réalisable, à condition qu'un taux de croissance élevé soit maintenu. Dans le cas contraire, le rapport



dette/revenu atteint des proportions alarmantes. Ainsi une interruption de la croissance, même de courte durée ou peu accentuée, peut conduire à une perte de confiance de la part des investisseurs et faire basculer ces économies dans la catégorie insolvable.

Certains considéreront que l'apport d'investissements directs étrangers (IDE) est une solution pour sortir de cette impasse, les IDE ayant permis aux flux de capitaux de perdurer face au problème des turbulences financières dans la seconde moitié des années 1990. Mais le fait est que les sociétés privées qui envisagent de recourir aux IDE ont besoin d'un taux de rendement encore plus élevé que celles qui réalisent des placements de portefeuille, témoignant à quel point elles empêchent leurs fonds de circuler¹⁰. Ainsi, un ralentissement de l'économie ou une situation de crise politique latente peuvent-ils conduire les entrées d'IDE à se tarir brusquement, précipitant la survenue d'une crise dans un pays qui doit gérer le déficit de ses comptes courants et compte sur les entrées d'IDE pour financer ce déficit. Même si la gestion des excédents de comptes courants minimise ces risques (c'est-à-dire en n'empruntant pas à l'étranger et en investissant moins que la population locale n'épargne), on ne peut s'empêcher de la considérer comme un phénomène pervers étant donné que cette politique ne modifie en rien le faible rapport capital/travail et le faible revenu par habitant.

Non seulement les marchés émergents, cherchant à avancer à marche forcée en important des capitaux, ont-ils une faible marge d'erreur, mais ils ont également peu de choix face à l'application d'actions correctives lorsque la situation se dégrade. Un relâchement de la politique monétaire ne peut qu'aggraver les problèmes de soutenabilité de la dette pour les banques et les entreprises dont la dette est libellée en devises étrangères. Par ailleurs, un durcissement exagéré de la politique monétaire causera des problèmes aigus, étant donné l'asymétrie des échéances apparaissant sur les bilans des banques et des entreprises. Un relâchement de la politique budgétaire est totalement inenvisageable, puisque les investisseurs désirent que la confiance soit restaurée, tandis qu'un resserrement de la politique budgétaire afin de réduire le déficit financier ne fait que diminuer davantage les perspectives de croissance en faisant baisser la demande globale. L'imposition aux électeurs de restrictions supplémentaires est susceptible de saper le soutien politique au gouvernement et, par là-même, de miner la confiance des investisseurs au lieu de la restaurer. Ainsi les outils à la disposition des économies avancées subissant un ralentissement de leur croissance et confrontées à des difficultés financières ne sont-ils purement et simplement pas applicables aux marchés émergents. C'est pourquoi la détérioration du système économique et financier dans les marchés émergents s'intensifie de manière inquiétante sous forme de crise.



Le conseil couramment donné aux marchés émergents se retrouvant pris dans un tel bourbier est de « rester tranquille et prier pour que les choses s'arrangent ». Ceci ressemble tout à fait aux conseils d'un médecin disant à son patient atteint d'un cancer que la meilleure chose qu'il ait à faire est de prier pour une rémission. Ce n'est certes pas le genre de conseil constructif qu'un malade espère entendre de la bouche de son médecin. Tout ceci pour rappeler que les Institutions financières internationales ne peuvent être satisfaites de leur travail. Elles auraient pu mettre au point des plans d'urgence et des programmes de traitement au profit des marchés émergents présentant des symptômes gênants.

Le seul remède durable est le développement financier, qui permet aux pays concernés de financer des projets d'investissement à long terme en émettant des obligations à long terme, limitant ainsi les problèmes de fragilité dus à l'asymétrie des échéances, et en empruntant à l'étranger dans leur propre monnaie, limitant ainsi les problèmes de fragilité dus à la disparité des monnaies¹¹. En outre, c'est le développement financier qui permet aux économies avancées de réagir par un réajustement stabilisateur dans le cadre de leur politique monétaire et budgétaire lorsque la croissance commence à se ralentir, empêchant par là-même une détérioration supplémentaire des conditions financières. Lorsqu'une crise financière a menacé les États-Unis en 1998, la revue *Time Magazine* a publié une couverture célèbre décrivant Alan Greenspan, Robert Rubin et Larry Summers comme « le comité appelé à sauver le monde ». Ceci sous-entendait que leurs recours en tant qu'experts à la politique monétaire et budgétaire de leur choix empêchaient les conditions financières aux États-Unis d'évoluer vers une spirale infernale. Le point de vue actuel est que le crédit d'une telle politique est attribuable, non pas à ces importants décisionnaires entrés en fonction à une époque récente, mais à leurs nombreux prédécesseurs, dont beaucoup sont restés anonymes, et qui étaient en charge de la politique de croissance et de développement des marchés financiers américains.

La recette du développement financier n'est pas gardée secrète. La promotion d'une politique de développement financier requiert, entre autres ingrédients, de renforcer le contrôle prudentiel, les droits des actionnaires, l'autorité de la loi et la politique macroéconomique. Ainsi n'existe-t-il aucun mystère autour du programme à suivre pour que les marchés émergents puissent aller de l'avant.

Le développement des marchés financiers constitue un travail de longue haleine. Ceci a conduit certains observateurs comme George Soros en 2002 à recommander l'octroi de subventions de la part du secteur public et la création d'agences gouvernementales en vue de l'extension des prêts hypothécaires et d'autres formes de micro-crédit. Ceci en a également incité d'autres à recommander l'international-



lisation des systèmes bancaires comme un moyen de relancer le processus du développement financier. Bien que de telles mesures puissent à la limite s'avérer utiles, l'expérience montre qu'il n'existe pas de raccourcis viables. Le développement financier nécessite du temps et de la patience. Il n'y a pas à tergiverser à ce sujet. Tant que les marchés émergents n'auront pas réussi à avancer de manière significative sur ce chemin, ils ne pourront se libérer du spectre de la crise.

NOTES

1. Voir rapport du G10 (1996).
2. Voir les deux rapports sur ce processus par Kenen (2001) et Eichengreen (2002a).
3. À Hong Kong, ces circonstances exceptionnelles comprennent le fait que la démocratie pluraliste ne règne pas sur ces territoires, épargnant ainsi aux autorités monétaires de Hong-Kong toute pression politique les incitant à poursuivre d'autres objectifs politiques, tandis qu'en Estonie, la politique monétaire est tout entière subordonnée à l'objectif accepté par la population de rejoindre l'Union européenne et d'adopter l'euro.
4. Voir Eichengreen (2002b) pour obtenir des renseignements probants à ce sujet. Des positions de bilan plus solides peuvent expliquer pourquoi les monnaies dans les pays asiatiques semblent flotter plus librement que leurs équivalents en Amérique Latine (voir Hausmann, Panizza et Stein, 2000). Cependant, même dans certaines parties de l'Amérique Latine, au Mexique et au Brésil par exemple, des signes évidents de flottement plus libre apparaissent.
5. Cette fourchette a ainsi atteint 7,5 % (valeur mesurée d'une limite à l'autre) à la fin décembre 2001, 15 % à la fin juin 2002, et 22,5 % à la fin décembre 2002.
6. L'interprétation de cette situation par les équilibres multiples est formalisée par Eichengreen et Jeanne (2000).
7. À la fin de l'année civile 2001, la proportion de la dette par rapport au PIB avait atteint 50 %, alors qu'elle était de 35 % quatre ans auparavant.
8. Voir à titre d'exemple Demirguc-Kunt, Levine et Min (1998).
9. Ceci apparaissait également clairement en Turquie, où les banques, sous l'effet de la pression croissante de la concurrence ont dû se battre bec et ongles pour survivre. Quelques banques de taille moyenne ont adopté une position caractérisée par un fort levier financier en anticipation d'un abaissement supplémentaire des taux d'intérêt, ces attentes ayant été finalement trompées par le retard enregistré dans le programme de privatisation et par les inquiétudes exprimées quant au déficit en hausse des comptes courants.
10. À titre anecdotique, les faits témoignent de ce que les auteurs d'investissements étrangers directs ont besoin d'un taux de rendement de l'ordre de 20 à 30 %.
11. Sur ce point précis, les lecteurs ne manqueront pas de remarquer que j'ai été fortement influencé par ma collaboration avec Ricardo Hausmann (Eichengreen et Hausmann, 1999).

BIBLIOGRAPHIE

- DEMIRGUC-KUNT A., LEVINE R. and MIN H.-G. (1998), « Opening to Foreign Banks: Issues of Stability, Efficiency and Growth » in Bank of Korea, *The Implications of Globalization of World Financial Markets*, Seoul: Bank of Korea, pp.83-105.
- EICHENGREEN B. (2002a), *Financial Crises and What to Do About Them*, Oxford: Oxford University Press.
- EICHENGREEN B. (2002b), « What To Do with the Chiang Mai Initiative » paper presented to the Asian Economic Panel, Keio University (May).
- EICHENGREEN B. and HAUSMANN R. (1999), « Exchange Rates and Financial Fragility » in Federal Reserve Bank of Kansas City, *New Challenges for Monetary Policy*, Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City, pp.329-368.
- EICHENGREEN B., HAUSMANN R. and VON HAGEN J. (1999), « Reforming Fiscal Institutions in Latin America: The Case for a National Fiscal Council » *Open Economies Review* 10, pp.415-442.
- EICHENGREEN B. and JEANNE O. (2000), « Currency Crisis and Unemployment: Sterling in 1931 » in Paul Krugman (ed.), *Currency Crises*, Chicago: University of Chicago Press, pp.7-46.
- FISCHER S. (2001), « Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct? » *Journal of Economic Perspectives* 15, pp.3-24.
- FISCHER S., SAHAY R. and VEGH C. A. (2002), « Modern Hyper- and High Inflation » *NBER Working Paper* n° 8930 (May).
- GROUP OF TEN (1996), *Resolving Sovereign Liquidity Crises*, Washington, D.C.: Group of Ten.
- HAUSMANN R., PANIZZA U. and STEIN E. (2001), « Why Do Countries Float the Way They Float? » *Working Paper* n° 418, Washington, D.C.: Interamerican Development Bank (May).
- KENEN P. B. (2001), *The International Financial Architecture: What's New? What's Missing?* Washington, D.C.: Institute for International Economics.
- KIGUEL M. A. (2001), « Structural Reforms in Argentina: Success or Failure? » paper prepared for the Croatian National Bank Conference on Current Issues in Emerging Market Economies, Dubrovnik (28-30 June).
- MISHKIN F.S. and SCHMIDT-HEBBEL K. (2001). « One Decade of Inflation Targeting in the World: What Do We Know and What Do We Need to Know. » *NBER Working Paper* 8497 (July).
- SOROS G. (2002), *George Soros on Globalization*, New York.
- VON HAGEN, J. and EICHENGREEN B. (1996), « Fiscal Restraints, Federalism, and European Monetary Union: Is the Excessive Deficit Procedure Counterproductive? » *American Economic Review Papers and Proceedings* 86, pp.134-138.