

CRISE ASIATIQUE ET ARCHITECTURE DU SYSTEME MONETAIRE ET FINANCIER INTERNATIONAL : LE POINT SUR LA REFLEXION AUX ETATS-UNIS

HERVÉ JOLY*

Un an après son déclenchement, la crise asiatique, ainsi que ses conséquences sur la réforme du système monétaire et financier international (SMFI), font l'objet d'un débat intense et croissant entre économistes américains. Ce débat est d'autant plus animé et lourd de conséquences que certains des membres les plus éminents des universités américaines occupent actuellement des fonctions institutionnelles de premier plan : Lawrence Summers, ancien professeur à Harvard, est le numéro deux du Trésor américain ; Stanley Fischer, ancien professeur au MIT, est le numéro deux du FMI ; Joseph Stiglitz, ancien professeur à Stanford, est l'économiste-en-chef de la Banque Mondiale et était auparavant le chef des conseillers économiques du Président Clinton.

179

L'analyse de la crise par le FMI joue un rôle central dans ce débat : elle demeure assez largement partagée (ce qui n'empêche pas l'institution d'être l'objet de nombreuses critiques) et c'est en référence à elle que sont présentées les analyses alternatives (Stiglitz, Krugman, Sachs...). Les divergences d'analyse sur les origines de la crise se retrouvent bien entendu dans les propositions de réforme du SMFI.

L'analyse du FMI, en résumé, est que la crise trouve essentiellement son origine dans des politiques inadaptées (changes, supervision financière, gouvernance...) et dans une insuffisance d'information et de transparence. Une réforme du SMFI doit donc viser à remédier à ces problèmes, mais sans remettre fondamentalement en cause la globalisation financière et le rôle des marchés financiers.

Les analyses alternatives mettent au contraire en cause ces derniers, accusés d'instabilité intrinsèque chronique (Stiglitz, Sachs). Dès lors, la

* Attaché financier près l'ambassade de France à Washington.
Cette note a été achevée de rédiger le 6 mai 1998.

question de la libre circulation des capitaux (notamment de court terme) se pose ; les auteurs suggèrent qu'il peut être souhaitable d'établir (ou de maintenir) certains contrôles, dont la forme reste sujet de débat. Tous ces observateurs estiment enfin nécessaire de concevoir un mécanisme d'association du secteur privé au règlement des crises, éventuellement sous la forme d'un tribunal international des faillites (dont chacun reconnaît d'ailleurs que l'institution soulève d'importantes difficultés juridiques).

LES ANALYSES DE LA CRISE ASIATIQUE

L'analyse de Stanley Fischer (FMI)

Assailli de critiques¹, émanant tant d'universitaires que d'opinions publiques et d'hommes politiques de certains de ses pays membres, sur son rôle dans la prévention et la gestion de la crise asiatique, le FMI a été amené à présenter publiquement à de nombreuses reprises son analyse sur ce sujet par la voix de ses deux principaux dirigeants, Michel Camdessus et Stanley Fischer. Les débats rappellent bien entendu ceux qui avaient suivi la crise mexicaine de 1995, qualifiée à l'époque par M. Camdessus de première crise du XXI^e siècle. Il est même assez frappant de constater que les principaux enseignements tirés de la crise asiatique (rôle de la transparence, des systèmes financiers, de l'aléa moral créé par les interventions du FMI) l'avaient déjà été de la crise mexicaine².

S. Fischer, qui est resté en contact étroit avec le milieu dont il est issu, participe de façon active au débat de la communauté universitaire. Il a ainsi eu l'occasion de présenter ses vues de façon détaillée au cours d'une conférence à UCLA³. Son analyse des origines de la crise, contrairement à certaines de celles qui lui sont opposées, met l'accent sur des facteurs objectifs, qui pouvaient en partie être diagnostiqués avant le début des événements.

Il estime tout d'abord que les signes de surchauffe économique devenaient de plus en plus manifestes à la veille de la crise, notamment en Thaïlande où le FMI avait pressenti la crise avec 18 mois d'avance. Il cite en particulier l'ampleur des déficits courants, mais aussi les bulles spéculatives sur les marchés boursiers et immobiliers. S. Fischer considère également que les régimes de change fixe avaient été maintenus trop longtemps, encourageant ainsi le mouvement d'endettement en devises, synonyme de surexposition au risque de change pour les entreprises et les institutions financières. Il estime aussi que des régimes prudentiels et de supervision trop laxistes ont laissé se détériorer la qualité des portefeuilles de prêts des institutions financières domestiques. Enfin, il ajoute

que tous ces pays souffraient « d'un manque de transparence au sujet des liens entre le gouvernement, les entreprises et les banques qui a à la fois contribué à la crise et compliqué les efforts pour la désamorcer ».

S. Fischer livre également quelques remarques sur le mécanisme de propagation de la crise. Il rappelle que le phénomène de « contagion » de la crise d'une économie à l'autre dans la région a semblé très rapide et sans rémission. Il estime qu'une partie de l'effet de contagion peut être attribué à un comportement rationnel des marchés. Ainsi, la dépréciation du Baht et le ralentissement de l'économie thaïlandaise pouvaient contribuer à détériorer les comptes extérieurs des pays de la zone et mettre ainsi leurs taux de change sous pression. De même, les problèmes qui affectaient la Thaïlande ont pu conduire les opérateurs, échaudés une première fois, à revoir leurs analyses des situations des pays voisins. Enfin, la dépréciation des monnaies accroissait la charge du service de la dette extérieure (privée ou publique) libellée en devises ; certains résidents ont donc tenté de couvrir ce risque par des placements en devises, accroissant par là-même les tensions sur les changes.

S. Fischer considère cependant que les marchés ont sur-réagi ; il estime en effet que la dépréciation du baht thaïlandais, de la roupie indonésienne et du won coréen a dépassé de loin ce que la simple correction des déséquilibres affectant les pays concernés justifiait.

En résumé, la thèse du FMI est que la crise trouve son origine dans une politique économique inadaptée (qu'il s'agisse du change, de la supervision des institutions financières ou du système de gouvernance) et dans une insuffisance d'information et de transparence. En d'autres termes, selon les termes de certains observateurs (notamment la plupart des journalistes américains), il s'agirait d'une crise du « capitalisme asiatique », qui ne saurait remettre en cause les bienfaits de la globalisation financière.

Cette analyse est également celle de Lawrence Summers et du Trésor américain. L. Summers compare ainsi les marchés financiers internationaux actuels à l'avion à réaction. Ce dernier permet de se déplacer de façon rapide, sûre et peu coûteuse. Les accidents sont certes devenus plus spectaculaires, mais il sont par ailleurs beaucoup plus rares, grâce notamment aux différentes régulations imposées par la puissance publique. Au total, plus personne n'envisagerait aujourd'hui de se déplacer en avion à hélice. De façon similaire, il ne fait pas de doute que la globalisation financière est souhaitable ; il est seulement nécessaire de promouvoir des politiques qui empêcheront la survenue de crises.

L'analyse du FMI est, dans ses grandes lignes, partagée par de nombreux autres observateurs, et notamment par l'Institute for International Economics (Fred Bergsten⁴, Morris Goldstein), influent « think tank » washingtonien.

Les analyses « intermédiaires ».

Les analyses « intermédiaires » présentent la particularité de reconnaître la pertinence de la plupart des facteurs de crise mentionnés par le FMI, mais aussi de mettre davantage l'accent sur certains mécanismes et de douter qu'une libre-circulation complète des capitaux, notamment de court terme, soit réellement désirable. On présentera à titre d'illustration deux analyses : celle de Joseph Stiglitz et celle de Paul Krugman.

L'analyse de Joseph Stiglitz⁵

Les analyses de J. Stiglitz sont à l'origine des controverses, l'hiver dernier, entre la Banque Mondiale et le FMI sur la façon de gérer la crise asiatique. Pour autant, les analyses des deux institutions partagent un certain nombre de points communs. Comme J. Stiglitz le reconnaît lui-même, « la plupart des analystes sont d'accord sur les sources de vulnérabilité en Asie de l'Est, notamment la faiblesse des secteurs financiers, un endettement élevé des entreprises et une transparence insuffisante ». Il met cependant l'accent sur l'accumulation de dette à court terme en dollars par le secteur privé, encouragée indirectement par les politiques menées dans ces pays (politique de change fixe, stérilisation des entrées de capitaux, libéralisation du compte de capital). Il met également en cause une libéralisation trop rapide du secteur financier au regard de l'évolution de la régulation et de la supervision des institutions concernées dans ces pays.

De façon générale, l'analyse de J. Stiglitz frappe⁶ par la remise en cause de « l'idéologie » libérale (pour reprendre ses termes). Ainsi, il fait remarquer que selon cette « idéologie », des marchés financiers libres de toute entrave sont favorables à la croissance de l'activité. Pour autant, il note que « les pays asiatiques, avec leurs taux d'épargne élevés, ont probablement bénéficié d'un supplément de croissance très limité du fait des entrées de capitaux. Lorsque les taux d'épargne excèdent un tiers du PIB, le supplément d'investissement qui peut être financé par un afflux de capitaux contribue vraisemblablement peu à l'ensemble de l'économie »⁷.

De même, « l'idéologie » précitée considère que la libéralisation des systèmes financiers est favorable à la croissance car elle réduit les distorsions de concurrence. J. Stiglitz rétorque cependant que tant les développements théoriques récents que la crise asiatique jettent un doute sur cette affirmation. Il avance, au contraire, qu'une libéralisation trop rapide peut fragiliser un système financier, et par là-même réduire la croissance.

Enfin, prenant ainsi à contre-pied L. Summers, il considère qu'une petite économie qui mènerait la meilleure des politiques économiques

resterait vulnérable à une crise financière. Il compare ainsi ces économies à de petits canots naviguant en mer : même avec un excellent barreur, le risque d'être retourné par une grosse vague demeure (ce risque étant évidemment plus grand si le barreur n'est pas compétent, ou si le canot prend l'eau, y compris un jour de grand beau temps). Ce risque est à mettre au compte d'une instabilité intrinsèque des marchés financiers, fruit de l'instabilité des « croyances » des opérateurs (même en l'absence de changement des fondamentaux). J. Stiglitz fait ainsi explicitement référence aux crises auto-réalisatrices (ou à ce que les économistes qualifient techniquement d'existence d'équilibres multiples). Il laisse par ailleurs entendre que cette instabilité des marchés financiers est perceptible dans le cas asiatique. Il en veut pour preuve l'évolution des primes de risque par rapport au dollar sur les titres de dette publique des pays touchés par la crise. Début 1997, ces primes ont diminué de façon rapide, au point d'atteindre 90 points de base pour la Thaïlande et 110 points de base pour l'Indonésie. Ces primes ont très fortement augmenté au début de la crise et excédaient 500 points de base fin 1997. En d'autres termes, « les marchés semblent n'avoir pas remarqué, ou reflété, ce que, avec le recul, on décrit comme la vulnérabilité croissante des économies d'Asie de l'Est ».

Cette analyse éclaire donc bien la controverse entre le FMI et la Banque Mondiale sur la gestion de la crise. Alors que le FMI préconisait aux pays en crise de relever leurs taux d'intérêt pour éviter la fuite des capitaux et la dépréciation au change, J. Stiglitz considérait qu'une telle mesure était contreproductive dans la mesure où elle ne permettait pas de rétablir la confiance des opérateurs.

183

L'analyse de Paul Krugman

L'analyse de P. Krugman est intéressante au moins à deux titres : d'une part son auteur est considéré comme l'un des meilleurs économistes de sa génération ; d'autre part, il s'est illustré il y a environ 20 ans par ses travaux sur les crises spéculatives qui en ont fait l'un des pionniers dans ce champ de recherche.

P. Krugman⁸ considère que les modèles traditionnels de crises spéculatives⁹ ne permettent pas de prendre en compte certaines caractéristiques importantes de la crise asiatique. Il cite notamment :

- l'absence de déséquilibres macroéconomiques majeurs (pas de déficits publics importants ou de création monétaire très excessive, pas de chômage de masse...) susceptibles de rendre le maintien d'un taux de change fixe avec le dollar difficile ou peu crédible ;

- l'existence d'un cycle expansion/recul sur les marchés d'actifs avant la crise ;

- le rôle central des intermédiaires financiers dans la crise.

Dès lors, P. Krugman avance que la crise asiatique est essentiellement due à une bulle spéculative (et à son éclatement) du prix des actifs ; les turbulences sur le marché des changes ne sont dès lors qu'un symptôme de la crise, et non leur cause. Selon lui, « les problèmes ont commencé avec des intermédiaires financiers -les institutions dont les passifs étaient perçus comme bénéficiant d'une garantie implicite de l'État, mais qui n'étaient quasiment pas régulées et par conséquent sujettes à des problèmes d'aléa moral. Le comportement de prêt excessivement risqué de ces institutions engendra de l'inflation (pas des biens, mais des prix des actifs). La surévaluation des actifs fut en partie soutenue par une sorte de processus circulaire, dans lequel la prolifération de prêts risqués a conduit le prix des actifs risqués à la hausse, faisant apparaître la condition financière de ces intermédiaires meilleure qu'elle n'était vraiment. Alors la bulle éclata. Le mécanisme de la crise mit en jeu le même processus circulaire en sens inverse : la baisse du prix des actifs rendit l'insolvabilité de ces institutions visible, les obligeant à cesser leurs opérations, accroissant par là-même la déflation. Cette circularité permet d'expliquer tant la remarquable sévérité de la crise que l'apparente vulnérabilité des économies asiatiques aux crises auto-réalisatrices ».

P. Krugman n'exclut pas que d'autres facteurs aient pu jouer un rôle dans la crise, mais considère que leurs effets respectifs sont du second ordre.

En résumé, son analyse est bien « intermédiaire » : elle ne rejette pas les interprétations « classiques », mais insiste sur le caractère auto-réalisateur de la crise. La bulle spéculative, à l'origine des difficultés, paraît avoir été rendue possible par une politique de supervision inadaptée et a été alimentée en partie par des capitaux étrangers. Implicitement, l'opportunité de la libre-circulation des capitaux est mise en question, en particulier dans un contexte de faiblesse du système financier domestique.

L'analyse dissidente de Jeffrey Sachs

Les critiques les plus virulentes de l'analyse (et de l'action) du FMI sont venues de Jeffrey Sachs. Ce dernier est actuellement directeur du Harvard Institute for International Development. Il s'est rendu célèbre dans le passé en conseillant différents pays dont : la Bolivie, qui cherchait en 1985 à stabiliser son économie (J. Sachs n'était alors âgé que de 32 ans) ; la Pologne, en 1989, à l'occasion de sa transition rapide vers une économie de marché¹⁰ ; la Russie, au début des années 90 (en particulier le gouvernement Gaïdar). Il convient à cet égard de noter que J. Sachs considère que la stabilisation russe a échoué (du temps où il conseillait le gouvernement et le Président russes) à cause du FMI, qu'il accuse d'avoir insuffisamment soutenu les réformateurs. Cette remar-

que n'enlève rien à la qualité de son analyse de la crise asiatique, mais permet probablement de mieux comprendre la violence de ses attaques à l'encontre du Fonds.¹¹

Les analyses de J. Sachs sont depuis peu disponibles par écrit¹². A défaut d'être consensuelles, elles apparaissent étayées de façon assez détaillée. Dans l'éventail des analyses de la crise asiatique, celle de J. Sachs est la plus éloignée de celle du FMI. Elle n'est cependant pas radicalement différente des analyses qualifiées « d'intermédiaires », mais constitue plutôt la version extrême d'un continuum.

J. Sachs présente tout d'abord l'analyse du FMI de la façon suivante : « le diagnostic de base est que l'Asie de l'Est s'est exposée au chaos financier parce que ses systèmes financiers étaient criblés de délits d'initiés, de corruption et de mauvaise gouvernance, qui à leur tour ont engendré des dépenses d'investissement inefficaces et ont fragilisé la stabilité du système bancaire ». Il reconnaît une part de vérité dans cette explication, mais la qualifie de partielle au motif qu'elle paraît difficilement compatible avec certains aspects de la crise. Il cite en particulier :

- le fait que les économies asiatiques avaient enregistré une forte croissance depuis de nombreuses années, qui lui paraît mettre en question l'existence prétendue de dysfonctionnements majeurs ;
- le fait que cette crise n'avait pas été anticipée (mise en question du caractère visible, voire évident, de ces dysfonctionnements) ;
- le fait que la région ait attiré autant de capitaux jusqu'à la crise.

J. Sachs présente dès lors une analyse alternative qui lui paraît compatible avec les « faits stylisés » de la crise. Elle repose sur trois piliers.

« Premièrement, les marchés financiers internationaux font preuve d'un degré élevé d'instabilité intrinsèque ». En d'autres termes, la crise trouve son origine non dans les économies asiatiques, mais dans le comportement même des marchés, qui sont sujets à des phénomènes de panique. « La crise asiatique est tout autant une crise de capitalisme occidental que du capitalisme asiatique ».

« Deuxièmement, l'Asie de l'Est a été touchée en 1994-96 par des chocs macroéconomiques internationaux difficiles à identifier pour les acteurs du marché ». J. Sachs fait référence à l'émergence de nouveaux concurrents (Mexique et Chine après la dépréciation de leurs monnaies respectives) et à la fin de l'appréciation tendancielle du yen contre le dollar.

« Troisièmement, ces facteurs internationaux ont interagi avec la fragilité des systèmes financiers domestiques pour provoquer la crise ».

La conséquence logique de cette analyse est, selon J. Sachs, que le FMI s'est focalisé de façon inappropriée sur les situations internes des pays en crise, alors qu'il convient également (et même surtout) de prendre en compte le fonctionnement imparfait des marchés financiers internationaux.

J. Sachs n'est cependant pas le seul universitaire de premier plan à s'en prendre au FMI. Martin Feldstein, professeur à Harvard et ancien chef des conseillers économiques du Président Reagan (accessoirement aussi mentor à Harvard de Lawrence Summers et intellectuel influent au sein du Parti Républicain) a attaqué violemment le FMI au motif qu'il aurait outrepassé ses compétences en cherchant notamment à imposer des réformes structurelles fondamentales qui doivent être du ressort d'Etats souverains. Par ailleurs, Feldstein met lui aussi en cause les analyses du FMI (et ses prescriptions budgétaires) dans le cas coréen. Il préconise donc que le FMI s'en tienne à sa mission originelle de surveillance des comptes courants¹³.

LES PROPOSITIONS DE RÉFORME DU SMFI

La position du FMI et du Trésor américain avant le comité intérimaire d'avril 1998.

De même que leurs analyses de la crise, les propositions de réforme du SMFI émanant du FMI et du Trésor américain sont très voisines¹⁴. Elles laissent notamment l'une et l'autre le FMI au centre du dispositif. La philosophie qui les sous-tend est notamment une confiance dans le fonctionnement spontané des marchés financiers, dès lors que les conditions de transparence et de disponibilité de l'information sont réunies et que les systèmes financiers nationaux sont suffisamment solides et bien régulés. La présentation qui suit est de nouveau celle de Stanley Fischer.

Fischer distingue les actions qui relèvent de la prévention de celles qui relèvent du traitement des crises. En matière de prévention, il propose cinq axes de réforme :

(I) améliorer la qualité, la disponibilité et l'exhaustivité des données destinées au public. Outre les actions déjà entreprises sous l'égide du FMI (Special Data Dissemination Standard), il suggère par exemple de rendre publiques les opérations à terme réalisées par les banques centrales ou d'améliorer la couverture statistique de l'endettement à court terme en devises des entreprises.

(II) accroître l'efficacité de la surveillance du FMI. Cela nécessite, par exemple, de s'assurer que toutes les données pertinentes pour l'analyse soient bien transmises au Fonds. Cela passe également par une plus grande transparence du FMI et par la publication éventuelle de documents internes. Une surveillance accrue passe également par un meilleur suivi des flux internationaux de capitaux.

(III) renforcer les systèmes financiers nationaux. Cela signifie notamment la mise en œuvre effective des principes de base de Bâle.

(IV) améliorer le fonctionnement des marchés de capitaux, tant dans les pays développés que dans les pays émergents. S. Fischer suggère par

exemple « l'adoption de standards internationaux dans les domaines nécessaires au bon fonctionnement des marchés financiers, comme les règles encadrant les faillites, les activités sur titre et le gouvernement des entreprises, y compris la comptabilité ». La mise en œuvre de ces standards serait surveillée d'une façon restant à définir. Le Secrétaire au Trésor, Robert Rubin, suggère que cette supervision pourrait être réalisée conjointement par le FMI et la Banque Mondiale¹⁵.

(V) La libéralisation du compte de capital doit se faire de façon ordonnée (mais elle reste un but à atteindre). En particulier, des fondamentaux macroéconomiques sains, et un système financier robuste et correctement supervisé semblent constituer des préalables incontournables.

S. Fischer estime que de nouveaux efforts (au-delà des nouvelles facilités du Fonds) doivent être réalisés en matière de gestion des crises. En particulier, il convient de trouver un mécanisme y associant le secteur privé, permettant par là-même de réduire l'aléa moral engendré par les interventions du FMI¹⁶. Il mentionne ainsi un tribunal international des faillites qui, en dépit des difficultés juridiques que cela soulève, lui paraît être une piste qu'il faut continuer d'explorer.

*Les positions alternatives :
du sable dans les rouages de la finance internationale ?*

187

La position de Joseph Stiglitz

J. Stiglitz reprend à son compte un certain nombre des conclusions tirées par le FMI de la crise (nécessité d'accroître la transparence, la disponibilité de l'information, de renforcer les systèmes financiers...). Néanmoins, il estime que de telles mesures ne suffiront pas à prévenir d'autres crises. Dès lors, il considère que « le temps est venu pour ouvrir un débat sur les avantages et les limites de différentes approches, y compris certaines formes de taxation, régulation, ou limitation des flux internationaux de capitaux ». Il rappelle qu'une intervention publique peut avoir dans ce cas deux justifications théoriques : d'une part, en raison d'une divergence entre risque privé et risque social, les marchés peuvent avoir spontanément tendance à accumuler plus de risque qu'il n'est socialement désirable ; d'autre part, il se peut même que les marchés aient du mal à évaluer correctement les risques privés (marchés « irrationnels »). Bien qu'il ne le dise pas explicitement, J. Stiglitz paraît assez convaincu de ce second point¹⁷. J. Stiglitz estime qu'il faut donner la priorité aux investissements directs sur les entrées de capital à court terme. La première mesure à prendre, selon lui, consiste à éliminer les distorsions qui conduisaient à favoriser ces flux de court terme (*cf.* Thaïlande). En second lieu, il peut être envisagé d'imposer des limites

prudentielles à l'exposition des banques au risque de change ; le cas de la Colombie lui paraît à ce titre intéressant. Enfin, des expériences comme celle du Chili (qui impose des réserves obligatoires sur les entrées de capital à court terme) lui semblent mériter l'attention.

La position de Jeffrey Sachs

La position de Jeffrey Sachs au sujet de la réforme du SMFI est sur le fond très voisine de celle de J. Stiglitz. Il estime ainsi qu'un renforcement de la supervision bancaire est souhaitable, mais doute que cela soit suffisant pour restaurer définitivement la stabilité financière internationale. Il fait à ce titre remarquer que les crises financières ne sont pas l'apanage des seuls pays émergents : elles ont également touché les pays développés (Scandinavie, Europe du Sud¹⁸...), censés disposer de supervisions adéquates... Il en conclut que « dès lors, l'objectif doit être de soutenir des flux de capitaux à long terme, en particulier l'investissement direct et les investissements de portefeuille en actions, et de limiter les flux à court terme au financement des transactions commerciales de court terme ». L'exemple chilien est une nouvelle fois avancé, bien que J. Sachs ne paraisse pas manifester à l'heure actuelle de préférence pour un dispositif précis.

188

D'un point de vue théorique, J. Sachs estime que la solution aux phénomènes de panique sur les marchés financiers serait l'existence d'un prêteur en dernier ressort international. Il considère que le FMI n'est pas en mesure de jouer ce rôle dans la mesure où ses interventions sont limitées, conditionnelles et déboursées par tranches. En conséquence, il juge la situation actuelle très dommageable : d'une part les pertes sont « socialisées » (*in fine* prises en charge par le contribuable des pays en crise), ce qui laisse entier le problème de l'aléa moral (l'investisseur ne supporte pas les conséquences de ces choix) et entraîne des effets redistributifs discutables ; d'autre part la panique n'est pas enrayée.

En matière de gestion des crises, J. Sachs considère qu'une approche digne d'intérêt est suggérée par l'épisode coréen : il s'agit de formuler des solutions ordonnées à la crise (« orderly workout arrangements ») reposant sur des financements du secteur privé plutôt que du FMI. Il propose en particulier de s'inspirer du chapitre 11 de la loi sur les faillites aux Etats-Unis qui prévoit « un cadre de négociation pour les créanciers et les débiteurs surmontant la plupart des problèmes d'action collective inhérents aux crises financières ». « Un accord de faillite implique typiquement un moratoire (« standstill ») sur le service de la dette (comme en Corée début 1998) ; un arrangement pour accéder aux marchés privés de capitaux de façon transitoire ; un système de réduction de la dette ou de conversion de la dette en actifs de façon à éviter les comportements de passager clandestin (« free riding ») des créanciers

dans les exercices de restructuration de la dette ». Sachs estime que l'accès temporaire du débiteur à de nouveaux financements est crucial. Il est en général rendu possible par la décision du tribunal des faillites d'accorder une priorité de remboursement aux nouveaux emprunts.

J. Sachs suggère ainsi quelques pistes. « Lorsqu'un emprunteur souverain (comme le Mexique en 1995) est sur le point de faire défaut, un moratoire sur le service de la dette serait déclenché (et peut-être officiellement approuvé par le Conseil d'administration du FMI). Le pays débiteur tomberait sous la protection du FMI, ce qui faciliterait les négociations entre le débiteur et les créditeurs du secteur privé au sujet d'un plan restructuré de remboursement. Le FMI faciliterait le financement intérimaire, non en le fournissant directement à partir de fonds publics, mais plutôt en supervisant les nouveaux emprunts prioritaires par le pays débiteur. Puisque les nouveaux prêts seraient prioritaires pour le remboursement, le pays débiteur resterait en mesure d'accéder aux marchés de capitaux en dépit du moratoire sur la dette antérieure ». Sachs reconnaît cependant « qu'une situation beaucoup plus complexe apparaît lorsqu'il y a un exode de masse affectant les débiteurs du secteur privé, comme ce fut le cas en Asie de l'Est. Dans ce cas, une procédure individuelle de faillite ne permettra pas une résolution rapide de la crise. Il demeurera nécessaire de réunir les créanciers et débiteurs pour une négociation collective, comme ce fut le cas en Corée fin décembre et début janvier. Ainsi, il se pourrait qu'il faille inclure dans les mécanismes de sortie ordonnée de crise des dispositions en matière moratoire généralisé et de rééchelonnement des dettes sur une base nationale, même lorsque les dettes sont dues par des entités du secteur privé ».

189

Le débat sur la libre circulation des capitaux

Comme le montrent les contributions de J. Stiglitz et J. Sachs, la crise asiatique a relancé le débat académique sur les bienfaits d'une libéralisation totale du compte de capital. Les partisans du « sable dans les rouages de la finance internationale », pour reprendre l'expression de James Tobin, font de nouveau entendre leur voix, comme ce fut le cas après les turbulences ayant affecté le SME en 1992-93. Charles Wyplosz¹⁹, qui a plaidé à plusieurs reprises pour un dispositif « à la Tobin », constate malicieusement que « la libéralisation des marchés financiers est le meilleur prédicteur des crises de change. Ce fut vrai en Amérique Latine dans les années 80, en Europe au début des années 90 et en Asie en 1997 ». Il conclut notamment de la crise asiatique que « la dérégulation doit suivre, et non précéder, le renforcement des secteurs bancaires et financiers » et que « la libéralisation extérieure doit venir en dernier ». Il ajoute que « la libéralisation des flux de capitaux ne doit pas être intégrale aussi longtemps que les pays estiment avoir besoin de limiter

les fluctuations de leurs taux de change ». Il estime que les dispositifs « à la Tobin » ou « à la chilienne » ne permettent pas d'empêcher les crises de se produire quand les fondamentaux sont mauvais ou quand les anticipations sont très défavorables, mais qu'ils ralentissent leur développement et laissent ainsi davantage de temps pour rechercher des solutions.

Dani Rodrik²⁰ adopte une position plus radicale. Il considère que l'instabilité des marchés financiers n'est pas qu'épisodique, mais qu'elle est au contraire une de leurs caractéristiques permanentes. Dès lors, il estime saugrenue l'idée de libéraliser les comptes de capital sous l'égide du FMI : « on se demande à quelle maladie des marchés financiers internationaux ce traitement permettra de remédier. Les pays africains obtiendront-ils les capitaux étrangers dont ils ont besoin en éliminant leurs contrôles ? Les marchés émergents seront-ils moins inondés de capitaux étrangers, qui leur posent des problèmes de contrôle de l'inflation et de maintien d'un taux de change compétitif ? Les retournements de flux deviendront-ils moins probables ? La contagion sera-t-elle moins sévère ? Ces entrées de capitaux se porteront-elles davantage sur des investissements physiques à long terme ? »

Selon lui, les contrôles sur les mouvements de capitaux ne constituent pas une réponse à ces questions, mais il les considère comme un moindre mal par rapport à une situation de libéralisation complète. Il avance d'ailleurs (tout comme J. Sachs) « qu'il n'y a pas de preuve empirique que les pays dépourvus de contrôle des mouvements de capitaux aient crû plus rapidement, investi davantage ou enregistré une inflation plus faible ».

Dans un article très récent de la revue *Foreign Affairs*²¹, Jagdish Bhagwati, l'un des plus fervents défenseurs du libre-échange en matière de biens et services, s'en prend violemment au mythe de la nécessaire libéralisation du compte de capital. Il estime que les tenants de cette thèse n'ont jamais fait de démonstration convaincante et s'en tiennent à une comparaison fallacieuse avec les bienfaits de la libéralisation du commerce international. Les différentes crises financières, et notamment celle en Asie, lui paraissent au contraire clairement montrer que cette thèse est erronée.

Il considère que cette « idéologie » émane de ce qu'il qualifie de « complexe Trésor-Wall Street » (par analogie au complexe militaro-industriel), constitué des personnalités du monde financier New-Yorkais et de leurs « représentants » dans la sphère institutionnelle (il cite explicitement Robert Rubin, Secrétaire au Trésor, James Wolfensohn, Président de la Banque Mondiale...) accusés d'être incapables de prendre en compte d'autres intérêts que ceux du milieu dont ils sont issus.

Rudi Dornbusch²² s'oppose vigoureusement à ces arguments. Il reconnaît avoir plaidé dans le passé en faveur d'une taxe sur les mouvements internationaux de capitaux, mais considère qu'elle ne constitue pas une solution pour prévenir ce type de crises. Selon lui, une telle taxe ne fait qu'allonger un peu l'horizon temporel des investisseurs, mais « n'est pas une réponse à une fuite des capitaux suscitée par la perspective d'un effondrement du prix des actifs, des institutions financières et même de la continuité politique ». Il estime d'ailleurs qu'un tel dispositif était en vigueur de fait en Asie (à en juger par les commissions et les marges des intermédiaires sur le marché des changes pour les transactions sur les devises asiatiques).

R. Dornbusch considère dès lors que la seule solution consiste à ce que tous les pays adoptent de bonnes politiques macroéconomiques et structurelles (notamment en ce qui concerne le secteur financier) avant de libéraliser complètement les flux de capitaux. Il insiste particulièrement sur la supervision des activités financières et propose un mécanisme international de contrôle : « un système de supervision efficace mettrait en place, au minimum, une analyse obligatoire de l'exposition au risque (« value at risk », VAR) non seulement pour les institutions financières [...] mais pour le pays tout entier. La question de savoir comment le FMI pourrait devenir plus efficace²³ en prévenant plutôt qu'en résolvant les crises a une réponse simple. Après une période de transition de un ou deux ans, tout pays membre du FMI serait contraint d'avoir mis sur pied un système de supervision et de régulation conforme aux standards internationaux mais aussi à une évaluation VAR. Tout ceci serait supervisé par le FMI et tout pays contrevenant ne pourrait prétendre au soutien du FMI ».

R. Dornbusch suggère également, conformément à sa philosophie de libre-jeu des marchés, de réfléchir à des mécanismes de réassurance comme celui mis sur pied par le gouvernement argentin pour se procurer des devises. Un tel dispositif permet ainsi en cas de difficulté de disposer quasiment d'un prêteur en dernier ressort. Par ailleurs, il oblige les institutions qui fournissent la réassurance à surveiller le comportement de leurs clients potentiels (qu'il s'agisse d'un gouvernement ou d'institutions privées).

NOTES

1. Les critiques à l'encontre du FMI ne sont pas présentées extensivement dans cette note. Elles sont extrêmement nombreuses et diverses aux Etats-Unis, en particulier au Congrès mais aussi dans certains médias (Wall Street Journal par exemple...).
2. Voir par exemple une intervention de M. CAMDESSUS datant de 1995 : « Lessons from Mexico for IMF Surveillance and Financing ».
3. University of California at Los Angeles. L'intervention de S. FISCHER s'intitulait « The IMF and the Asian Crisis » et a été faite le 20 mars 1998, c'est-à-dire avant le comité intermédiaire d'avril 1998.
4. FRED BERGSTEN présente en revanche la caractéristique d'avoir été l'un des rares promoteurs américains du Fonds monétaire asiatique.
5. La présentation qui suit repose sur le discours prononcé par Joseph Stiglitz au Chicago Council on Foreign Relations le 27 février 1998 : « The Role of International Financial Institutions in the Current Global Economy ».
6. Cette analyse surprend moins dès lors que l'on se rappelle que J. STIGLITZ a consacré l'essentiel de ses recherches théoriques aux imperfections de marché.
7. Il prend cependant soin de préciser que son analyse serait différente pour des pays manquant de capitaux.
8. P. KRUGMAN : « What happened to Asia? », janvier 1998. Paul KRUGMAN est professeur au MIT.
9. KRUGMAN distingue les modèles de la première génération, où les déséquilibres macroéconomiques jouent un rôle prépondérant, des modèles de la deuxième génération dans lesquels des crises auto-réalisatrices sont possibles.
10. En Pologne, J. SACHS était assisté de David LIPTON, qui est devenu depuis l'adjoint de L. SUMMERS au Trésor, en charge des affaires internationales. La rivalité entre SACHS et SUMMERS est connue et a fait récemment l'objet d'un long article du Washington Post.
11. On peut également estimer que ses appels à une plus grande transparence du FMI et à un recours aux expertises extérieures ne sont pas sans rapport avec les fonctions qu'il occupe (l'institut qu'il dirige a vocation à faire du conseil de politique économique à l'étranger).
12. « The onset of the East Asian Financial Crisis », mars 1998, et « The East Asian Financial Crisis : Diagnosis, Remedies, Prospects », mars 1998, à paraître dans *Brookings Papers on Economic Activity*. Les deux articles sont cosignés par STEVEN RADELET.
13. Pour plus de détail, voir « Refocusing the IMF », *Foreign Affairs*, mars/avril 1998.
14. ALAN GREENSPAN, Président de la Fed, fait des propositions également très voisines.
15. « Strengthening the architecture of the International Monetary System », discours prononcé par R. RUBIN à la Brookings Institution le 14 avril 1998.
16. S. FISCHER considère que l'argument « aléa moral » n'est pas pertinent en ce qui concerne les gouvernements : il constate en effet que ces derniers souhaitent au contraire à tout prix tenir le FMI éloigné de leurs pays et qu'ils n'y font appel que dans la dernière urgence. Dans le cas des investisseurs privés, il considère qu'on ne peut rejeter a priori cet argument, mais il lui paraît jouer un rôle plus limité que ce qu'avancent les détracteurs du FMI.
17. « There is an extensive economics literature documenting what is called the market's excessive volatility ».
18. On pourrait également ajouter, comme le fait Stiglitz, les Etats-Unis à la liste (crise des caisses d'épargne dans les années 80).
19. « Globalized Financial Markets and Financial Crisis », Mars 1998. Ch. WYPLOSZ était l'auteur en 1995 avec JAMES TOBIN et BARRY EICHENGREEN (actuellement en activité au FMI) de « Two cases for sand in the wheels of international finance », paru dans *Economic Journal*, 105.
20. Professeur à Harvard (Kennedy School of Government) « Who needs capital-account convertibility? », février 1998. D. Rodrik était déjà l'auteur en 1997 du livre « Has globalization gone too far? ».
21. « The Capital Myth : the difference between trade in widgets and dollars », *Foreign Affairs*, mai/juin

1998. J. BHAGWATI est professeur à Columbia University (New York) et ancien conseiller du directeur général du GATT.

22. Professeur au MIT. « Capital controls : an idea whose time is gone », mars 1998.

23. R. DORNBUSCH considère que le FMI a dans l'ensemble géré correctement la crise, notamment en préconisant des hausses de taux d'intérêt. En revanche, il a des mots très durs pour la Banque Mondiale, qu'il juge inutile. En particulier, il souligne qu'une institution dont le but (selon son Président) est de lutter contre la pauvreté n'a pas à participer au sauvetage de banques en Corée, pays membre de l'OCDE (« Club des pays riches »).