Fiche de lecture sur 'L'économie de la panique : faire face aux crises financières'

Jérôme Creel

▶ **To cite this version:**

Jérôme Creel. Fiche de lecture sur 'L'économie de la panique : faire face aux crises financières'. Revue de l'OFCE, 2003, 84, pp.285-296. hal-01018169

HAL Id: hal-01018169

https://sciencespo.hal.science/hal-01018169

Submitted on 3 Jul 2014

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

FICHE DE LECTURE

L'économie de la panique : faire face aux crises financières

Jérôme Sgard

Paris, collection textes à l'appui/économie, éditions La Découverte, 2002.

Jérôme Creel

Directeur adjoint du département des études

Après cinq années de crises récurrentes dans les économies émergentes, des pays asiatiques en 1997-1998 à l'Argentine en 2002, en passant par la Russie, l'ouvrage de Jérôme Sgard arrive à point pour tenter de nous aider à en comprendre, en particulier, les causes et les dynamiques, mais aussi les conséquences pour « l'architecture financière internationale ».

Loin de développer une analyse polémique, J. Sgard s'en tient longtemps à une étude descriptive dont les détails se lisent parfois comme un bon polar. C'est le cas notamment du chapitre consacré à la crise russe. Le passage sur l'auto-spoliation des grandes banques russes, en particulier, est stupéfiant, dans tous les sens du terme : on est proche « d'halluciner » !

C'est peut-être cependant la non-recherche de polémique qui est préjudiciable à l'ouvrage. Une certaine forme d'argumentation, longue, touffue, basée sur des terminologies peu transparentes (les « institutionnalistes », par exemple, c'est qui ?) fait perdre le fil de l'argumentation. Si on comprend que J. Sgard développe une thèse centrée sur les droits de propriété et la monnaie, sur les lois de faillite et le prêteur en dernier ressort, on ne découvre pleinement ce qu'elle est que fort tardivement : une tentative d'adaptation de la théorie (néo-) classique dominante, mais pas le développement d'une alternative à celle-ci. C'est dommage, car J. Sgard avait accumulé suffisamment de matériau pour s'écarter plus fondamentalement du modèle dominant,

non pas seulement en opposant la réalité à la théorie en termes d'hypothèses, mais aussi en s'attaquant aux déterminants spécifiques des comportements économiques : on n'investit pas dans les mêmes conditions (hypothèses) et pour les mêmes raisons (déterminants) dans un pays émergent et dans un pays du G7 ; les déterminants de la consommation dans le premier sont sans doute plus marqués que dans le second par les « contraintes de liquidité » et moins par le niveau des taux d'intérêt sur les crédits etc. Ce n'est pas simplement l'articulation et les hypothèses du modèle sous-jacent qui diffèrent d'un pays émergent à un pays du G7, mais bien le « modèle » lui-même. L'articulation des variables « endogènes » entre elles compte bien autant que celle entre les « endogènes » et les « exogènes ».

Présentation et discussion

L'ouvrage de J. Sgard est divisé en deux parties. La première, consacrée aux expériences de crise financière, pays par pays, recèle le plus d'informations concrètes, fruits d'un travail de terrain. J. Sgard tord ainsi assez vite le cou à un type d'explication des crises fort répandu : ce n'est pas la crise de change qui a, *à chaque fois*, *déclenché* la crise bancaire parce que la dépréciation ou la dévaluation de la monnaie locale vis-à-vis du dollar américain y aurait gonflé le passif des banques ; la crise interne, bancaire, a pu aussi être à l'origine de la crise financière, et c'est elle qui a eu des répercussions externes. Tel est le cas notamment en Thaïlande et, dans une moindre mesure, en Indonésie. De là finiront par découler dans la seconde partie, les analyses de l'auteur sur les liens entre liquidité, confiance et monnaie (Indonésie, Argentine) et entre droits de propriété, systèmes industriel et bancaire (Corée, Russie).

Plus précisément sur la Thaïlande (chapitre I), la crise financière de 1997 aurait démarré dès la fin de 1996 au moins, car « le système financier thaïlandais était entré au plan interne dans une crise ouverte, qui l'inscrivait dans le cadre des « doubles crises », reposant sur l'interaction entre une crise de change et une crise bancaire (…). En Thaïlande, le principal maillon faible était une grosse bulle spéculative sur le marché immobilier, financée en bonne partie par les banques, mais surtout par une nouvelle classe d'institutions — les compagnies financières. Faiblement régulées, elles avaient recyclé massivement sur ce marché les fonds à court terme empruntés depuis 1992 auprès des investisseurs internationaux, notamment japonais. » (p. 29). J. Sgard ajoute un peu plus loin : « Six mois plus tard, à la veille de la dévaluation (du baht), 90 % des investisseurs immobiliers étaient en faillite et la plupart des tours de bureaux construites depuis 1995 à Bangkok allaient bientôt remplir les comptes de l'agence publique

chargée de la restructuration financière. » (p. 30). Ainsi, le dégonflement de la bulle a-t-il précédé et non pas suivi la crise traversée par l'économie thaïlandaise.

Ce dégonflement va être d'autant plus préjudiciable à l'économie que la banque centrale va commettre une nouvelle erreur, fatale cette fois : après avoir laissé se développer ces compagnies financières, sans les réguler, et au lieu de les sacrifier, la banque centrale va tenter « désespérément » de les sauver, sacrifiant ainsi sans le savoir un pan beaucoup plus large de l'économie thaïlandaise. Et J. Sgard de conclure : « Les premières faillites de la fin 1996, mais aussi le déclin rapide des cours boursiers dès le début de 1997 (début du dégonflement de la bulle immobilière), auraient dû être pris plus au sérieux. » (p. 35). Mais la crise subie par l'économie thaïlandaise a connu un second temps : après avoir porté sur le passif des institutions financières, elle va finalement porter sur leurs actifs. Cette fois, les recommandations du FMI sont au cœur de la tourmente. Ce n'est pas tant le fond de ces recommandations qui va poser problème que leur mise en œuvre. La restructuration bancaire incorporée dans le programme signé avec le FMI en juillet 1997 incluait en effet le retour à des ratios de capitalisation plus conformes à ceux préconisés par la Banque des règlements internationaux (accords de Bâle), afin d'éviter que l'épisode des compagnies financières se reproduise. Pour satisfaire à ces ratios, les banques vont alors réduire drastiquement le crédit et asphyxier, de ce fait, l'ensemble des entreprises installées en Thaïlande.

À ce *credit crunch* s'ajoutera enfin un problème d'aléa moral dont l'issue sera une interruption quasi complète des flux d'échanges, une rupture des contrats privés et une défaillance à grande échelle des agents économiques. Comme le souligne J. Sgard : « Face à une vague de cessations de paiements qui saturaient les capacités de surveillance et de rétorsion des banques, un grand nombre d'entreprises solvables et liquides ont à leur tour interrompu le service de leurs dettes » (p. 39). Il s'ensuivit un cercle vicieux : incapable de contrôler si cette interruption des paiements d'intérêts était une réaction opportuniste ou légitime, les banques ont réduit encore plus les flux de crédits, augmentant une nouvelle fois les cessations de paiement, etc.

Cet exemple de déroute financière avec blocage des échanges marchands se retrouve dans le cas de l'Indonésie (chapitre III) et dans celui de l'Argentine (chapitre V). Dans le premier pays, le fait le plus marquant est le mouvement de fuite devant la monnaie vers les biens réels et la rupture du système de paiements aussi bien internes (gel des dépôts) qu'externes (contrôle des capitaux). Cette crise a fait craindre une situation hyperinflationniste comparable à celle intervenue en Allemagne au début des années 1920. Les raisons avancées par J. Sgard pour expliquer pourquoi cette situation d'hyperinflation ne s'est pas matérialisée ne sont pas claires. Peut-on s'en remettre

simplement, en suivant l'auteur, au fait que les déterminants « historiques » d'autres épisodes hyperinflationnistes (finances publiques détériorées, inflation élevée dans le passé etc.) ne se sont pas concrétisés dans le cas de l'Indonésie ? Il faudrait sans doute expliquer plus en détail pourquoi une large émission monétaire répondant à un besoin de financement *privé* ne provoque pas d'hyperinflation là où le même besoin, mais provenant du secteur *public*, aurait dû, selon l'auteur, avoir des effets nocifs pour l'économie tout entière. Est-ce à dire que les dépenses issues de la sphère publique sont improductives et désincitatives ? Que leur financement ne peut dès lors, dans une période instable, que conduire à une hausse vertigineuse des prix ? L'expérience indonésienne nous apprend cependant que l'émission monétaire, si elle n'a pas conduit directement à une hyperinflation, a contribué à la suspension du système de paiements. Le résultat est donc le même qu'en situation d'hyperinflation : une désorganisation quasi complète des circuits de production et de consommation, et la perte de repères pour fixer les prix relatifs.

Le chapitre consacré à l'Argentine fait intervenir un nouvel élément dans la dynamique de la crise : le fractionnement des moyens de paiement et des unités de compte, que l'on retrouve aussi en Russie. À nouveau, les questions abondent quant à la détermination des prix relatifs : comment, en effet, les définir convenablement quand les unités de compte sont peu crédibles et fractionnées, et que l'information sur leur degré de liquidité est quasi-inexistante ? Quelle confiance peut-on en effet accorder aux « patacones », ces reconnaissances de dettes provenant d'institutions aussi illiquides qu'insolvables ? La monétisation que sous-tendent ces reconnaissances de dette est problématique [1] : elle renforce les anticipations d'inflation et de perte de valeur de la monnaie nationale, au profit du dollar américain notamment. La « repesification » (p. 135) de l'économie argentine devient dès lors extrêmement difficile. Cooper *et al.* (2002) démontrent, par exemple, que la perte de souveraineté de la banque centrale — l'émission de « patacones » acquérant, sous la contrainte (*c'est ça ou rien*), une certaine liquidité, elle « conteste directement le monopole régalien (de la banque centrale) sur l'instrument monétaire » (J. Sgard, 2002, p. 133) — va généralement de pair avec la contrainte d'accroître l'émission de monnaie banque centrale [2]. Ainsi, la banque centrale a-t-elle perdu le monopole d'émission du moyen de paiement et de l'unité de compte « liquide », mais elle subit en outre de fortes pressions pour émettre la monnaie officielle du pays (le peso, en Argentine) : il y a là un mécanisme de double monétisation. La banque centrale perd ainsi toute emprise sur l'économie monétaire, donc toute « crédibilité » ; le risque est évidemment que les « patacones »

1. Sur les relations entre « dette régionale » (type « patacones »), dette centrale et monétisation éventuelle, voir le modèle de Cooper et *al.*, 2002.

2. L'alternative est l'émission de monnaie ou l'augmentation des impôts.

se confondent avec les pesos, et que ces derniers acquièrent au final la même valeur que les premiers, c'est-à-dire aucune valeur.

La différence entre l'échec du « *currency board* » argentin et la « *real-isation* » de l'économie brésilienne, par une « recoordination complète et volontaire des agents sur un indice de prix unique » (p. 129) [3], est particulièrement intéressante. Elle est liée, selon J. Sgard, à la différence de confiance dévolue aux autorités monétaires, cette confiance ayant été d'autant plus forte que le *timing* de la réforme monétaire a été judicieux : dans le cas argentin, l'émission de monnaies parallèles *avant* la chute du *currency board* ne pouvait que la précipiter ; dans le cas brésilien, la création du real *après* qu'un nouvel indice des prix, unique, a été instauré, a été rendue plus aisée, car plus légitime, grâce à l'existence de ce repère préalable, de ce « *benchmark* ». À mon sens, il manque cependant dans l'analyse de J. Sgard un autre élément dans la réussite de la réforme brésilienne, en comparaison avec l'échec argentin, et cet élément est encore lié au *timing* : la réforme brésilienne, et la dévaluation du real, ont eu lieu *avant* l'échec du *currency board*. N'est-il pas indéniable que cette dévaluation a porté un coût sévère à l'économie argentine en termes de balance commerciale et d'implantations d'entreprises étrangères, mais aussi en portant un coût d'arrêt, certes provisoire, à l'intégration commerciale en cours dans le cadre du Mercosur [4] ? Ces phénomènes ont pu précipiter l'échec de la loi de convertibilité adoptée en 1991, qui fixait constitutionnellement le taux de change du peso vis-à-vis du dollar à un pour un.

Revenons maintenant en arrière dans l'ouvrage de J. Sgard. Deux chapitres de la première partie sont particulièrement instructifs et vont alimenter la seconde partie. L'intérêt du chapitre III, consacré à la Corée, réside essentiellement dans la description de la sortie de crise. L'implication du Trésor américain est très révélatrice de la demande de régulation à l'échelle mondiale. Un acteur puissant a réussi à réunir les différents intervenants de la crise (créanciers et débiteurs) et à imposer, hors marché, une solution viable à cette crise. Il ne s'agissait pas pour le Trésor de jouer le rôle de prêteur en dernier ressort international en injectant des liquidités (la politique du FMI avait déjà échoué), mais à coordonner les acteurs en injectant de l'information.

Notons ici que la coordination des acteurs et des politiques fait partie intégrante du rôle dévolu au FMI, et que lorsqu'il s'en tient à ce rôle-là, il sert, plutôt qu'il ne dessert, la gestion des crises inter-

3. Les autorités monétaires brésiliennes avaient découplé l'unité de compte, indexée sur les seuls prix internes, de l'unité de paiement qui se dépréciait irrémédiablement. En indexant la nouvelle monnaie (le real) sur l'ensemble des prix, dans une grande transparence, ces autorités ont réussi à re-fusionner unité de compte et moyen de paiement.

4. Sur ce point, voir Rifflart, 2002.

nationales. Il me semble que Jacquet *et al*. (2002) ont raison de préciser que le « rôle du FMI (…) peut (se) décomposer en deux, en faisant une différence entre l'existence, d'une part, et la nature, d'autre part, des programmes d'ajustement. (…) La première a joué un rôle déterminant dans la mise en place d'une certaine coordination, évitant ainsi le risque de défaut massif et de crise bancaire généralisée que l'absence de coordination aurait pu entraîner. » (p. 48) Dans le cas coréen, le FMI s'est fait « voler la vedette » par le Trésor américain.

En Russie (chapitre IV), l'atteinte au principe des droits de propriété semble être à l'origine de la tourmente. Entre les opérations de démantèlement systématique de leurs propres établissements par les grandes banques moscovites et les négociations de gré à gré sur le recouvrement des impôts, entre les autorités fiscales et les grandes entreprises, on comprend bien que le capitalisme russe n'a pas le goût du capitalisme [5]. Le manque de régulation [6] a précipité la déroute financière russe. J. Sgard démontre, par ailleurs, statistiques à l'appui, que la crise n'est pas la conséquence de l'insoutenabilité des finances publiques russes : si les déséquilibres intervenus sur le marché des titres de dette publique ont contribué à la crise, leurs effets n'ont été que temporaires : l'intervention du FMI a suffi à y remédier. Seulement, il y a aussi un problème d'insoutenabilité des finances privées, dont une large part est consécutive à l'opportunisme de certains dirigeants (*via* l'auto-pillage). Ce problème, comme le regrette J. Sgard, n'a jamais été pris en considération par le FMI.

Au final, une question émerge : quelles peuvent être les réactions des institutions internationales face à l'implication quasi hégémonique d'une nation dans le règlement d'une crise financière (cas coréen), ou face à une corruption généralisée intervenant en toute impunité (cas russe) ?

L'hégémonisme américain est au cœur des chapitres consacrés au FMI et à une brève histoire des modalités de gestion des crises financières (chapitres VI et VIII). Il intervient aussi dans le chapitre IX dans l'évocation d'un instrument d'intervention dont s'est doté le FMI en 1999 (la ligne de crédit contingente, LCC). Cet instrument rompt avec la pratique instaurée dans les années 1980, sous l'impulsion de l'administration américaine (toujours elle) et qui mettait l'accent sur le partage du fardeau de la crise, entre pays débiteur, créanciers publics, mais aussi créanciers privés. La LCC est par essence préventive, ce qui est bienvenu, mais elle fait porter l'ensemble des contraintes sur le pays en crise : une telle asymétrie dans les responsabilités des acteurs concernés par une crise rend cet instrument tout à fait

5. Plus de quatre années après la crise russe, la corruption au sein de cette économie reste endémique, comme en témoignent notamment les rebondissements autour de la privatisation de la compagnie pétrolière Slavneft (voir le quotidien La Tribune, 18 décembre 2002).

6. Aucune institution à caractère public n'a été en mesure d'exercer une « sanction collective de l'entreprise individuelle » (J. Sgard, p. 116).

inadéquat, du moins pour la partie « débiteurs », et est susceptible de générer un aléa moral de la part des créanciers. Cette LCC est la matérialisation d'une forme de reprise en main du FMI par les États-Unis. Elle n'a jamais été utilisée.

Les droits de propriété sont, quant à eux, longuement traités dans les chapitres VII et X. Le chapitre IX, pour sa part, synthétise les débats sur la réforme des instances chargées de la gestion des crises financières, de la proposition d'Anne Krueger d'instaurer un tribunal international des faillites, au débat sur l'opportunité de mettre en place des contrôles, temporaires, sur les mouvements de capitaux. Je reviendrai sur ce dernier point par la suite.

Critique(s)

Deux critiques importantes peuvent être adressées à l'ouvrage de J. Sgard. En premier lieu, sur ce que J. Sgard nomme la « critique de Stiglitz » consacrée aux taux d'intérêt trop élevés imposés par le FMI aux pays en crise (*cf.* chapitre VI), sa contre-argumentation n'est guère convaincante. L'auteur nous dit deux choses (p. 155 et suivantes). Tout d'abord, que les économies asiatiques ont avant tout souffert d'une création monétaire nationale inconsidérée, à laquelle le FMI a mis fin. Cependant, et c'est là le second point, la politique de stabilisation du FMI, passant par un apport de monnaie de réserve internationale (le dollar américain), chargée de compenser la chute de la création monétaire nationale et dont il était attendu qu'elle provoquât une réappréciation des monnaies asiatiques, cette politique a été un échec.

Les différences avec l'analyse de J. Stiglitz sont ténues : elles ne portent que sur les mécanismes, et pas sur le résultat de l'intervention du FMI. Et encore, sur les mécanismes, on comprend bien que chez J. Sgard, la hausse temporaire des taux d'intérêt préconisée dans les programmes du FMI pour les pays d'Asie, est à l'origine de l'échec de la gestion de ces crises, non pas *via* des mécanismes de demande comme chez Stiglitz, mais parce que la politique du FMI n'a pas été « validée par les marchés ». Le sens de cette expression est laissée à l'appréciation du lecteur. On peut s'interroger sur cette non-validation des marchés : ne peut-elle pas découler de l'anticipation qu'auraient formulée les marchés sur une baisse future de l'investissement privé national ? Si tel était le cas, le mécanisme de demande retrouverait sa pertinence…

De plus, la conséquence d'un renflouement inconsidéré ou révélateur de corruption de la part des banques centrales en faveur d'institutions insolvables, comme en Thaïlande ou en Russie, provoque bien une « sélection adverse », dans la même « veine » que dans

l'analyse de Stiglitz et Weiss (1981), quoique là aussi par un autre mécanisme. Ce sont toujours les « meilleures entreprises » qui partent les premières ! Bien sûr, la monétisation ne fait pas partie des prescriptions du FMI, et ce dernier ne peut être jugé responsable d'une telle politique. Cependant, en prescrivant une cure d'austérité monétaire, *via* des taux d'intérêt élevés, il a amplifié le phénomène. L'arrêt des flux monétaires a mis toutes les entreprises en difficulté, qu'elles soient solvables mais illiquides ou tout simplement insolvables ; mais la hausse des taux a incité celles qui prenaient le plus de risque (elles ont déjà bénéficié de la manne de la banque centrale) à capter les crédits disponibles. Une sorte de cercle vicieux a été enclenché. Les seules entreprises à avoir pu envisager une poursuite de leur activité, grâce à l'argent public, ont pu ensuite se tourner vers les banques, au détriment d'entreprises déjà asphyxiées par le manque de liquidité intervenu avant l'intervention du FMI.

En second lieu, on peut surtout reprocher à l'ouvrage de J. Sgard qu'il n'y est fait pratiquement aucun cas du mouvement anti-mondialisation, dont Attac se veut le fer de lance ; qu'il n'apporte aucune réponse aux tenants de ce mouvement qui puissent commencer de les convaincre. J. Sgard propose que, face à la déliquescence de l'État, les nations réagissent en développant partout l'État de droit, garant des contrats et du capitalisme. Les « dérives » du capitalisme — un partage salaire-profit rendu durablement plus favorable aux seconds et légitimant partout la prédominance de la lutte contre l'inflation sur la lutte contre le chômage, de la rente et de la couverture face au risque sur le social et la réduction de l'incertitude — ces « dérives » sont absentes de l'ouvrage ; aucune remise en cause du système actuel n'est envisagée, sinon celle consistant en la gestion des crises. Entre prévenir et guérir, on dirait que le docteur Sgard privilégie le second. Au final, sa position sur l'État de droit ne se départit pas de celle de certains économistes parmi les plus libéraux.

Je crois que J. Sgard n'a pas su gérer les oppositions entre mouvance pro-libéralisation et mouvance anti-mondialisation ; qu'à vouloir privilégier la première au motif qu'elle est « plus orthodoxe » (selon les termes de l'auteur, p. 279), et qu'elle est seule à l'origine de la création et des réformes successives des grandes institutions internationales, le FMI notamment, et qu'à vouloir ignorer la seconde pour des raisons d'incohérence « épistémologique » (sic, toujours p. 279), J. Sgard a raté l'occasion de présenter une économie de la panique centrée sur les économies nationales, plutôt que sur les remèdes, efficaces ou inefficaces, décidés à l'extérieur. Si c'est bien le sous-titre de l'ouvrage, « faire face aux crises financières », qui finit par en être définitivement au cœur, et pas vraiment « l'économie de la panique », il n'était pas nécessaire de faire l'impasse sur les critiques du FMI, provenant des courants anti-mondialisation ou des courants plus

académiques [7], comme si ce n'était pas le problème. Démontrer le plus sérieusement possible que la position du FMI a dérivé d'une pratique de la conditionnalité respectant le principe de souveraineté, pierre angulaire de la conférence et des accords de Bretton-Woods, à une pratique de la conditionnalité à caractère hégémonique (*cf.* le chapitre IX et les développements sur les Lignes de crédit contingentes), ne suffit pas.

Il faudrait revenir — à nouveau car certaines de ces erreurs sont rapidement évoquées, mais au cas par cas, dans les premiers chapitres de l'ouvrage — sur les erreurs commises par le FMI dans les économies en crise et les discuter :

— L'ajustement budgétaire radical imposé dans une quasi totale incertitude est pour nombre d'économistes une aberration, le fruit d'un modèle lui aussi hégémonique, dont les leçons théoriques qu'on peut en tirer ne peuvent pas s'appliquer simplement et automatiquement dans une économie déstabilisée [8] ;

— La « sélection adverse », conséquence d'une politique de taux d'intérêt réels excessivement élevés, selon une grille d'analyse due à Stiglitz et Weiss (1981), avait elle aussi toutes les chances de se matérialiser en présence d'une asymétrie d'information profonde entre des entreprises aux mains d'une *nomenklatura* et les banques centrales nationales ;

— Enfin, les sacrifices induits, au moins à court terme, par des réformes structurelles entreprises sans politique d'accompagnement, étaient forcément énormes ; les négliger en pensant atteindre un sentier de croissance équilibré à long terme était utopique.

Dans ces trois erreurs, se dessine le dilemme entre politique discrétionnaire et règle hégémonique, entre politique et technocratie. Relancer le débat sur la gestion des crises, mais aussi sur les politiques économiques propres aux différentes économies impliquées, est une nécessité.

En se rendant sur place et en rencontrant, comme il l'affirme, des industriels et des banquiers privés, J. Sgard en a fait au moins autant que les « agents » du FMI [9], mais lui n'était pas contraint d'adopter

7. Voir notamment les différentes contributions au rapport Jacquet et al., 2002. Jacquet et al. (2002) précisent : « Le caractère spécialisé des institutions internationales conduit chacune d'entre elles à se prononcer sur la base d'une hiérarchie des finalités biaisée par rapport aux préférences sociales. C'est exactement ce qui leur est reproché, et cela appelle un débat sur la manière dont les institutions s'acquittent de leur mandat. » (p. 85).

8. Du reste, le modèle « nouveau classique » fondé sur la crédibilité des institutions (leur manque de crédibilité, généralement), qui sert de base aux discussions sur les politiques budgétaires dans les pays « développés » (voir les travaux de la Commission européenne, notamment, avec les articles de Marco Buti), n'est pas exempt de critiques. Appliquer brutalement les prescriptions de ce type de modèle aux pays « développés » se révèle être pratiquement aussi dangereux que de l'appliquer aux pays émergents.

9. Depuis les crises survenues dans les pays d'Asie du Sud-Est, les « consultations sous l'article IV », préalables aux rapports du FMI sur tel ou tel pays, impliquent que les « agents » du Fonds rencontrent dorénavant, en plus des agents publics, des industriels et/ou des représentants du secteur privé (voir les « IMF Country Reports » sur le site du FMI – www.imf.org). Par ailleurs, dans le cas des pays asiatiques, notamment, les « agents » du Fonds étudient aussi certains bilans privés, ce qu'ils ne faisaient pas jusqu'à ce que les crises émergent en Asie.

le même schéma d'analyse qu'eux. C'est une des raisons pour lesquelles ses descriptions des crises sont passionnantes, mais c'est aussi la raison pour laquelle je suis déçu qu'il s'en tienne *in fine* aux mêmes modèles théoriques que ces « agents ». Il ne suffit pas de vérifier que les hypothèses du modèle sous-jacent sont vraisemblables pour s'en démarquer ; ou d'admettre que si elles ne le sont pas, les conclusions du modèle sont modifiées. Il faut aussi envisager que le modèle capitaliste est en crise profonde, qu'il n'assure peut-être pas le bien-être optimal, et réfléchir à un autre mode de développement durable et équilibré.

Remettre en cause la gestion internationale des crises, comme le fait J. Sgard, en légitimant la souveraineté nationale face aux tentatives récentes d'hégémonisme de la part du FMI (et de son principal actionnaire aussi, sans doute : les États-Unis), aurait dû déboucher sur une réflexion plus ouverte sur le ou les modèles de développement susceptibles de rendre les crises financières moins fréquentes et moins contagieuses, au sein même des économies en crise comme à l'extérieur. Comme le souligne J. Tirole (2002), « L'analyse des crises financières internationales (…) conduit (trop souvent) à la recommandation d'éliminer les symptômes au lieu d'essayer de traiter le problème sous-jacent. » (p. 293). Ce problème va donc plus loin que l'inadaptation des hypothèses aux conclusions du modèle dominant, pierre angulaire de la démarche de J. Sgard telle qu'elle ressort du chapitre final.

Les crises récentes vécues par le système financier américain devraient amener l'ensemble des économistes à mettre en question le modèle devenu standard de gestion de la crédibilité, qui a servi à vilipender les politiques budgétaires notamment, au motif que leur pratique discrétionnaire n'aurait aucune efficacité. La politique monétaire n'est pas non plus exempte de critiques dans ce *corpus* : elle dont on pense qu'elle ne sert qu'à créer des surprises inflationnistes, et qu'il est de ce fait très important qu'elle soit mise en œuvre par des personnalités indépendantes (donc dignes de confiance) dont le mandat soit très clairement et étroitement défini. Et voici venu le traité de Maastricht.

Quelle ironie de penser que la plupart des économistes qui n'accordaient aucune confiance aux dirigeants politiques, aucune crédibilité aux politiques qu'ils menaient, voyaient dans le marché et dans les dirigeants d'entreprises privées la clairvoyance incarnée ! On sait depuis que certains des dirigeants des plus grandes entreprises américaines ont escroqué leurs employés et leurs actionnaires. Ils n'ont pu résister à la tentation de les surprendre ! Mais certainement on s'éloigne du sujet de l'ouvrage de J. Sgard, quoique…

Pour parvenir à définir d'autres voies de développement que celles préconisées par le FMI, on trouvera sans doute quelques pistes dans

les récentes exhortations de J. Stiglitz à voir le monde, les États-Unis et les pays ayant subi les récentes crises financières, au travers du prisme keynésien. D'autres modèles, certains à définir, doivent être envisagés.

Il est particulièrement intéressant de voir noter que la Malaisie est parvenue, mieux que d'autres pays, à endiguer la crise financière et réelle, en adoptant un contrôle des capitaux. En allant, au moins temporairement, à rebours du processus de libéralisation financière, cette économie a pu revenir sur les marchés plus vite que les autres, signe que son « hétérodoxie » (J. Sgard parle « d'hérésie ») a été peu ou prou couronnée de succès. Le contrôle des capitaux est-il un élément constitutif de la théorie (néo-) classique, ou son corollaire ? Aucunement. Malgré cela, ou grâce à cela, elle rend possibles une politique monétaire et une politique budgétaire plus autonomes, différentes de celles préconisées par le FMI. Elle assouplit les contraintes issues du « triangle des incompatibilités » de R. Mundell. Il y a donc là un champ d'investigation susceptible de remettre en cause le modèle dominant, tel qu'il ressort, notamment, de la conditionnalité inscrite dans les programmes du FMI.

On remarquera d'ailleurs que l'exemple de la Malaisie, toutes proportions gardées et différences sans doute multiples mises à part, peut être rapproché de celui de la Slovénie. Ce petit pays, candidat à l'entrée dans l'Union européenne dès 2004 (première vague), a en effet fondé son développement sur une gestion très peu libérale des mouvements de capitaux. Les investissements directs étrangers y sont peu importants, notamment parce que ce pays a longtemps imposé un contrôle des capitaux relativement sévère et que les privatisations ont été mises en œuvre avec beaucoup plus de retard et de lenteur que dans les autres PECO candidats à l'élargissement [10]. Les performances de la Slovénie en termes de PIB par tête placent cette économie en deuxième position parmi les pays postulant à une adhésion à l'UE dès 2004 ; la croissance du PIB y est largement supérieure à la moyenne des PECO candidats ; les finances publiques — la Slovénie respecte, et de loin, les deux critères de finances publiques du traité de Maastricht —, et les taux d'intérêt de long terme — l'écart de taux avec l'Allemagne était de l'ordre de 0,7 point en octobre 2002 — placent ce pays parmi les plus vertueux des postulants à une adhésion à l'UE en 2004, malgré un taux d'inflation et, surtout, un taux de chômage supérieur à la moyenne des PECO candidats. Penser que les limitations imposées aux mouvements de capitaux sont un élément central de la « réussite » slovène mérite

10. Pour une analyse détaillée de la situation macroéconomique récente des PECO, voir Levasseur, 2002. Toutes les informations chiffrées qui suivent sur la Slovénie proviennent du même article. On trouvera d'intéressants détails sur les privatisations en Slovénie sur le site internet du gouvernement slovène (http://www.uvi.si/eng), notamment au travers des propos du ministre des relations économiques et du développement slovène tenus à Vienne le 17 mars 1999.

de plus amples recherches que ce que cette note de lecture peut apporter, mais c'est un phénomène qu'il ne faut sans doute pas négliger, même s'il apparaît dans des petites économies.

Références bibliographiques

BRUNILA A., M. BUTI et J. IN'T VELD, 2002 : « Fiscal Policy in Europe : How Effective are Automatic Stabilizers ? », European Economy, *Economic Paper* n° 177, EC, septembre.

COOPER R., H. KEMPF et D. PELED, 2002 : « Regional Debt : Taxation or Monetization ? », *mimeo*, décembre.

JACQUET P., J. PISANI-FERRY et L. TUBIANA, 2002 : *Gouvernance mondiale*, Rapport du Conseil d'Analyse Economique, n° 37, Paris : La Documentation française.

LEVASSEUR S., 2002 : « La situation macroéconomique des pays candidats à la veille de leur adhésion à l'Union européenne », *mimeo*, octobre.

RIFFLART C., 2002 « Le Mercosur à la croisée des chemins », *Accomex*, n° 47, septembre/octobre.

STIGLITZ J.E. et A. WEISS, 1981 : « Credit Rationing in Markets with Imperfect Information », *American Economic Review*, 71(3), juin.

TIROLE J., 2002 « La gouvernance des institutions internationales », contribution G, dans JACQUET *et al.*, *op. cit.*