

Faut-il crier hurra ou siffler les fautes?

Il serait bon que le FMI se montre un peu plus sévère

Kenneth S. Rogoff



Kenneth S. Rogoff est Conseiller économique et Directeur du Département des études du FMI.

SOUUCIEUX de prévenir les crises financières mondiales, le FMI fait constamment face au même dilemme : vaut-il mieux décerner des blâmes ou des encouragements? Pour empêcher les problèmes de se transformer en crises, il doit parler haut et fort, sur la place publique, dès que possible. Mais la confiance est souvent fragile, et les gouvernements qui entreprennent des réformes difficiles méritent qu'on les encourage publiquement. Comment concilier ces deux rôles?

Pourquoi ne pas être plus encourageant?

La règle d'or inculquée à tout médecin n'est-elle pas «*primo*, ne pas aggraver les choses»? Ne serait-il pas préférable que le FMI ne dise *jamais* rien de négatif, plutôt que de miner la confiance et même éventuellement de précipiter une minicrise? Le défaut de cette stratégie, c'est qu'elle repose sur l'hypothèse que les marchés financiers internationaux sont stables, or rien n'est moins vrai.

En réalité, il y a dans toutes les crises financières une bonne part de hasard. Il est aisé de dire, avec le recul, que le boom technologique des années 90 ne pouvait que finir par une crise. (Soit dit en passant, les *Perspectives de l'économie mondiale* du FMI ont évoqué la menace d'une bulle technologique pendant plusieurs années avant qu'elle n'éclate, de même qu'elles prédisent maintenant une bulle de l'immobilier dans certains pays.) La même remarque vaut pour les bulles économiques qui ont éclaté au Japon la décennie d'avant. Mais, dans la réalité, il est bien difficile de voir juste. Les modèles théoriques perfectionnés confirment qu'il y a toujours dans les crises un élément de hasard irréductible. Certes, de mauvaises bases économiques (par exemple une surévaluation des actifs boursiers ou immobiliers) peuvent faciliter une crise ou la rendre inéluctable, alors qu'il y aurait moyen de l'éviter avec des bases plus solides. Mais tout se passe dans la zone

d'incertitude où l'économie est vulnérable, mais pas assurée de sombrer. En général, lorsque l'économie est vulnérable, il n'y a pas de crise que si un nombre suffisant d'investisseurs succombent à la panique en même temps. (Bien entendu, plus les fondements sont branlants, moins il en faut pour que l'édifice s'écroule.)

Pourquoi le FMI devrait-il donner son avis? Ne peut-on pas compter sur les marchés pour freiner les emprunts inconsidérés et sur les gouvernements des pays en développement pour ne pas prendre de risques excessifs? L'expérience dit que non. Les investisseurs sont disposés à prêter de l'argent aux pays en développement moyennant une prime suffisamment élevée, mais, lorsque la prime est de l'ordre de 5 à 10 %, il est inévitable qu'il y ait parfois des défauts de paiement — souvent coûteux. Par ailleurs, les gouvernements ont souvent une optique à courte vue et désirent surtout rester au pouvoir. Le FMI, par contre, est censé regarder plus loin que les besoins et les désirs des gouvernants en place, si leur politique mène le pays à la crise.

Il faut bien dire, cependant, que le FMI rend compte en définitive aux gouvernements de ses 184 pays membres, dont aucun ne serait enchanté que la surveillance exercée par cette institution déclenche dans leur pays une crise politiquement déstabilisatrice en puissance. Dans le même temps, le Conseil d'administration du FMI est généralement conscient qu'il est du devoir de l'institution de veiller à prévenir les crises financières internationales. Et si le FMI cède trop aux pressions et à la tentation de se montrer conciliant, il risque de laisser les problèmes locaux s'envenimer, ce qui peut mener plus tard à des crises bien plus graves et de bien plus grande ampleur.

Prenons les crises asiatiques de la fin des années 90. Avant leurs prémices, le FMI a considéré avec beaucoup trop de bien-

veillance les énormes mouvements de capitaux qui affluaient vers une région où les gouvernements avaient pour la plupart opté pour un régime d'ancrage monétaire, hautement vulnérable aux attaques spéculatives une fois que les mouvements de capitaux avaient été libéralisés. Lorsque les gouvernements dépeignaient les afflux de capitaux comme le signe de la vigueur de l'économie et de la confiance du marché, et non d'une vulnérabilité croissante, le FMI aurait dû faire entendre sa voix, plus tôt et de façon plus décisive. De même, dans l'Amérique latine des années 90, de nombreux gouvernements claironnaient qu'ils appliquaient le Consensus de Washington (antiphrase s'il en est), alors qu'en fait ils étaient rares à s'être attaqués aux profonds problèmes structurels de leur pays — protection douanière excessive, rigidités du marché du travail, régulation insuffisante et, surtout, déficits publics insupportables et promesses intenable en matière de retraites. La communauté internationale avait raison d'encourager les efforts de réforme, mais elle avait tort de ne pas s'employer plus vigoureusement à freiner la montée de l'endettement public et des emprunts extérieurs.

Plus de franchise peut signifier plus de minicrises

À être trop indulgent, on s'expose certes à des problèmes, mais pourquoi faudrait-il être plus sévère? D'abord, parce que, bien que l'on reproche souvent au FMI de dresser un tableau sombre des réalités économiques, je suis pour ma part convaincu que *l'avenir de l'institution passe par une plus grande franchise* — même si cela signifie parfois que l'on précipite une crise qui aurait pu être différée, ou même que l'on déclenche une minicrise qui ne se serait peut-être jamais produite!

Ma proposition n'est pas aussi radicale qu'il n'y paraît. Les crises économiques ont émaillé l'histoire depuis des siècles (bien avant la création du FMI en 1944), et il y en aura d'autres dans les siècles à venir. L'objectif premier doit être d'éviter les crises qui se traduisent par une perte prononcée et prolongée de bien-être économique — ce que l'Amérique latine a connu dans les années 80, ou le Japon depuis le début des années 90, et ce qui menace l'Allemagne aujourd'hui si elle n'engage pas des réformes décisives de son marché du travail et de son système de retraites. En fait, étant donné que les marchés économiques et financiers sont imprévisibles et fragiles, je dirais que, si la surveillance du FMI ne donne jamais lieu à des déclarations publiques si franches qu'elles puissent causer une minicrise, il doit y avoir moyen de parler plus net. (Je ne parle pas ici d'un excès de franchise *en plein milieu d'une crise*.)

Deuxièmement, *en faisant très tôt preuve de franchise, le FMI peut éviter que l'économie s'approche trop du gouffre*. On peut m'objecter que des avis sans complaisance peuvent attiser la sinistrose des investisseurs et créer un cercle vicieux, le retrait d'un groupe d'investisseurs faisant chuter les prix et renforçant le pessimisme des autres, et enchaî-

nant une spirale descendante. Peut-être, mais le plus souvent, qui dit plus de transparence et de franchise dit plus de stabilité sur les marchés, et plus de confiance de la part des investisseurs, qui n'apprécient certes pas un surcroît d'incertitude. Soit dit en passant, bien que le FMI joue un rôle précieux, je crois qu'il ne faut pas exagérer l'influence de ses activités de surveillance de l'économie mondiale. Il est loin d'être le seul conduit par lequel les pays peuvent révéler leurs informations. De nombreux gouvernements font preuve de plus en plus de transparence dans leurs relations avec les investisseurs privés. Si les avis que porte le FMI diffèrent de ceux des analystes du marché et sont systématiquement infirmés, le FMI risque de perdre tout crédit. Mais il risque aussi de perdre tout crédit s'il ne reconnaît jamais l'existence des problèmes avant qu'ils ne soient devenus trop sérieux.

Troisièmement, *l'évaluation des risques de crise ne sera jamais une science exacte*. Divers chercheurs au FMI et ailleurs ont travaillé à l'élaboration de modèles dits d'alerte avancée des crises d'endettement et de change dans les pays émergents. Ces modèles statistiques intègrent des facteurs tels que la surévaluation de la monnaie et le profil d'amortissement de la dette pour tenter de prédire les crises financières selon la théorie des probabilités. Les modèles semblent bien fonctionner pour détecter, après coup, les facteurs de vulnérabilité des pays frappés par une crise. Mais si on en élargit trop le spectre, de sorte que peu de crises leur échappent, ils «crient au loup» dans bien des cas où, en fait, il n'y a pas eu de crise. On dit souvent que ces

modèles ont réussi à prédire 30 des 12 dernières crises financières internationales.

Quatrièmement, *même les pays industrialisés ont besoin d'être surveillés*. Après tout, les problèmes des pays riches risquent davantage de se propager au reste du monde et de devenir «systémiques» que les crises que connaissent les pays pauvres ou à revenu intermédiaire. Même si aucun pays industrialisé n'a récemment emprunté au FMI, celui-ci a une mission de surveillance qui s'étend à tous, y compris aux pays industrialisés. J'ai évoqué le Japon et l'Allemagne, mais n'oublions pas les États-Unis, qui empruntent à gogo à l'extérieur comme jamais aucun pays avant eux, et dont le déficit extérieur courant restera sans doute de l'ordre de 5 % à perte de vue.

Un équilibre délicat

En somme, le FMI doit concilier le souci de ne pas mettre le feu aux poudres des marchés financiers et celui de désamorcer les crises avant qu'il ne soit trop tard, ce qui est un exercice difficile. Même si nos modèles des crises financières ne sont pas parfaits, je crois que le FMI aurait avantage à être un peu moins conciliant lorsque les dettes s'accumulent et à sonner plus volontiers l'alarme, pour tenter d'éviter les crises vraiment catastrophiques. ■

Le FMI doit concilier le souci de ne pas mettre le feu aux poudres des marchés financiers et celui de désamorcer les crises avant qu'il ne soit trop tard.