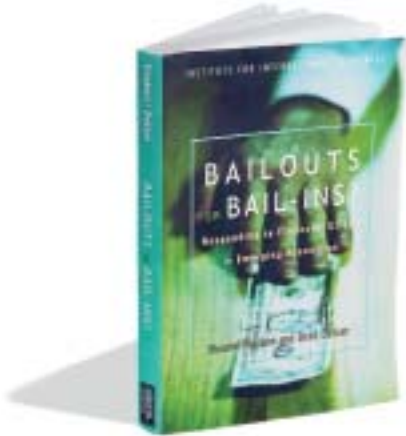


La vérité sur les crises financières



Nouriel Roubini and Brad Setser

Bailouts or Bail-Ins? Responding to Financial Crises in Emerging Economies

Institute for International Economics, 2004,
427 pages, 28,95 \$ (toilé)

Ce livre de Nouriel Roubini et Brad Setser est à lire par toute personne qui s'intéresse aux marchés émergents et à leur dette. Les auteurs parviennent à nous donner à la fois une vision théorique et pratique des crises financières qui se sont produites dans la décennie écoulée. En passant tout au crible, des origines des diverses crises à la réaction de la communauté officielle, ils nous aident à assimiler les leçons acquises. Ils prennent soin de détruire les mythes qui circulent et mettent en lumière les différences de points de vue — surtout au sein du Groupe des Sept (G-7) pays industrialisés — qui expliquent les solutions de compromis parfois retenues face aux diverses crises (comme la deuxième ligne de défense utilisée dans les pays asiatiques touchés par la crise). Le texte aurait pu être moins long et comporter moins de répétitions. Mais ne coupons pas les cheveux en quatre! Si la communauté internationale veut mieux ancrer le débat actuel sur le rôle du FMI dans les pays à marché émergent, elle a intérêt à étudier ce livre avec soin.

Les auteurs ont une profonde connaissance de cette question. Ils connaissent bien le FMI et la dynamique des crises — notamment les origines sectorielles des crises récentes et la nature autoaggravante des forces libérées par les premières perturbations. Ils ap-

prouvent implicitement les nombreuses initiatives prises pour renforcer l'architecture financière internationale — en particulier l'élaboration de normes statistiques, l'accroissement de la transparence (par les pays eux-mêmes aussi bien que par le FMI), les évaluations du secteur financier, les analyses de bilan et les cadres d'analyse de la viabilité de la dette. Cependant, ils reprochent à la communauté internationale de n'être pas parvenue à mieux définir le rôle futur du financement du FMI dans les pays à marché émergent.

Cette partie de leur exposé est consacrée au noyau de politiques concernant le rôle des créanciers privés et la politique d'accès aux ressources financières du FMI. Beaucoup se souviendront des débats sans fin sur la «participation du secteur privé». Les auteurs en rendent bien compte, décrivant la complexité du sujet (comme la hiérarchisation des créances) et les différences de vues qui subsistent sur le financement officiel et l'aléa moral.

L'une des réponses à ces débats a été la stricte application des limites d'accès aux ressources du FMI — politique qui a été largement mise en brèche, comme l'ont montré les cas de la Turquie, de l'Argentine et du Brésil. Les auteurs appellent à une meilleure stratégie, dans laquelle serait mieux défini le rôle des gros financements éventuels du FMI, même dans le cas de restructurations forcées. Comme ils l'ont dit : «le plus gros problème posé par le cadre actuel n'est pas le fossé entre paroles et actions, ou la nature irréaliste du but énoncé des limites, même en tant qu'objectif de politique à long terme. C'est plutôt le fait que ce cadre n'a pas permis d'explorer à fond les moyens d'utiliser au mieux la capacité du FMI de fournir un volume important de financement d'urgence à un éventail d'économies émergentes. Déclarer que de gros apports de fonds ne seront pas faits à l'avenir, c'est permettre aux gardiens de l'ordre financier mondial d'éviter de définir les circonstances dans lesquelles de tels apports seraient la politique à suivre — et celles dans lesquelles ils ne le seraient pas.»

Cette question est indissociable de la recherche des moyens d'assurer une restructuration raisonnablement ordonnée de la dette lorsqu'elle est né-

cessaire. Les auteurs présentent un examen exhaustif des propositions de créer un mécanisme de restructuration de la dette, d'encourager l'utilisation des clauses d'action collective dans les contrats d'émission d'obligations souveraines et d'élaborer un code de conduite à l'intention des emprunteurs et de leurs investisseurs. Ils concluent que, si des modifications d'ordre contractuel ou statutaire pourraient aider à résoudre le problème des créanciers irréductibles et des menaces de poursuite en justice, les changements en cours ne sont pas «propres à remédier à la multitude de difficultés que rencontre par ailleurs un pays dont la dette doit être restructurée». Ce qu'il faut d'urgence, disent-ils, évoquant le cas de l'Argentine, «c'est que le FMI, avec l'aval du G-7, soit disposé à faire davantage, dès le début, pour accompagner un pays sur le chemin de la restructuration. Le FMI doit fournir effectivement au pays des apports de fonds et des orientations pour chercher effectivement à éviter un défaut prolongé.» À l'exception des apports effectifs de fonds, le passé récent montre que malheureusement ce bon conseil n'a pas été suivi.

Bien qu'il éclaire de nombreux points, le livre n'offre pas de solution miracle aux crises futures. Les auteurs appellent plutôt à un meilleur équilibre — entre les extrêmes que sont les gros montages financiers et un accès limité aux financements officiels, entre financement complet et moratoire complet, et entre le non-recours au secteur privé et les restructurations de dettes forcées. C'est une conclusion qui a un côté décevant. Cependant, les auteurs ne manquent pas de nous aider dans notre recherche de cet équilibre illusoire en améliorant notre connaissance des crises et des efforts faits pour y remédier. Aussi précieuse que soit cette aide, l'incertitude quant à la manière de procéder et l'ignorance complète des faits qui caractériseront sans nul doute les crises futures appellent à une grande prudence dans l'évaluation des risques toujours inhérents à l'action menée face à ces événements.

Jack Boorman

Conseiller de la direction du FMI et ancien Directeur du Département de l'élaboration et de l'examen des politiques

La quête de la perfection à la Banque centrale européenne



Tommaso Padoa-Schioppa

The Euro and Its Central Bank Getting United After the Union

MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 2004,
264 pages, 40 \$ (toilé)

Ce livre, d'une richesse exceptionnelle, retrace l'histoire de l'intégration européenne, relate la genèse de l'euro et de sa banque centrale et décrit le fonctionnement de l'Eurosystème (composé de la Banque centrale européenne [BCE] et des banques centrales nationales des pays qui ont adopté l'euro). L'Eurosystème occupe une place centrale dans l'analyse, mais pas au sens étroit. L'auteur, un banquier central qui a participé au processus d'unification monétaire européenne depuis 1979, insiste sur l'importance de l'environnement économique et politique, qui, dans le cas de l'Eurosystème, comprend douze entités nationales distinctes et une organisation supranationale.

Cette complexité distingue l'Eurosystème des autres banques centrales — y compris celle des États-Unis. Même si l'économie de ce pays a à peu près la même taille que celle de la zone euro, la BCE doit tenir compte du fait que les économies qui lui ont confié la direction de leur politique monétaire restent principalement nationales par leur champ d'action. Autre complication, un grand nombre des marchés de la zone ont pris du retard en termes de compétitivité. Cela est vrai du marché du travail, qui reste divisé en douze entités politiques et sociales distinctes. Mais pour Tommaso Padoa-Schioppa (TPS, comme l'appellent ses amis), il est pos-

sible de concevoir une politique monétaire qui réponde aux besoins d'une zone aussi hétérogène — en fait, il pense que la BCE a fait du travail quasiment parfait jusqu'à ce jour. Il insiste beaucoup plus sur un autre problème, qui est le leitmotiv de son livre : une banque centrale ne doit pas se contenter d'assurer la conduite de la politique monétaire, elle doit aussi surveiller le système financier, en particulier le système de paiement. Ce n'est qu'alors qu'elle peut être qualifiée de «parfaite».

Mais parce que la BCE n'est pas chargée de surveiller les systèmes de paiement (restés nationaux dans certains cas), elle est loin de ce concept de perfection. La raison en est le caractère incomplet de l'intégration européenne. L'Eurosystème se compose de douze banques centrales nationales pleines de fierté dont les effectifs regroupés font paraître minuscules ceux de la BCE. Bien que les profanes centrent tout naturellement leur attention sur les décisions prises par la BCE à son siège à Francfort (Allemagne), la majorité des décisions sont prises par les gouver-

«Parce que la BCE n'est pas chargée de surveiller les systèmes de paiement, elle est loin de ce concept de perfection.»

neurs des banques centrales nationales, dont la résidence physique et politique se trouve dans les capitales nationales. Ce sont, par exemple, leurs douze gouverneurs — et non la BCE — qui sont chargés de la plus grande partie des réserves de change pouvant servir à des interventions sur les marchés.

Pour ceux qui sont déjà familiarisés avec l'UE et l'euro, la partie la plus intéressante du livre se trouve dans le dernier chapitre, qui identifie cinq grands obstacles sur le parcours allant «de la petite enfance à la maturité». Cependant, l'analyse déçoit quelque peu le lecteur. Après avoir relevé toutes les défi-

ciences du système actuel, TPS conclut que la BCE ne peut quasiment rien faire pour changer l'état actuel des choses. Cela est particulièrement vrai à deux égards : la faiblesse chronique de la croissance dans la zone euro et l'absence d'union politique. La première n'est pas un problème particulier à l'Europe. Le Japon a été confronté pendant la dernière décennie à un problème de croissance encore plus grave. S'il est certes vrai que la BCE ne peut pas faire grand-chose pour influencer les perspectives de croissance en Europe, l'exemple du Japon donne toutefois à penser que les mauvaises politiques peuvent causer beaucoup de dégâts. La conclusion aurait été bien plus convaincante si TPS avait montré que la BCE peut éviter les erreurs commises par le Japon.

Aucune analyse de l'euro ne peut passer sous silence l'absence d'union politique. C'est sur ce point que le banquier central rejoint le citoyen en TPS. Sa description est élégante, comme d'habitude : l'Europe est un «être politique en création». Mais n'est-elle vraiment qu'un défi? L'absence d'union politique ne pourrait-elle pas être aussi une occasion de chercher à instaurer une banque centrale plus «parfaite»? La coexistence de nombreuses entités politiques différentes en Europe a pour avantage de réduire les chances que la politique économique soit le fait de décisions erronées ou de certains engouements. Dans une entité politique nationale, un parti — parfois même une seule personne — peut commettre une erreur ou suivre certaines vagues. TPS défend l'approche éclectique de l'Eurosystème en s'appuyant sur l'argument hayekien selon lequel on ne peut jamais savoir avec une entière certitude quel est le meilleur modèle. Mais cet argument implique en même temps que la dispersion de la prise de décision entre de nombreux centres, associée à une forte concurrence des politiques, pourrait en fait constituer un avantage. L'absence d'union politique pourrait ainsi à long terme rendre l'économie de la zone euro — et l'euro lui-même — plus solide et plus stable que beaucoup ne le pensent aujourd'hui.

Daniel Gros

Directeur, Centre d'études sur la politique européenne, Bruxelles (Belgique)