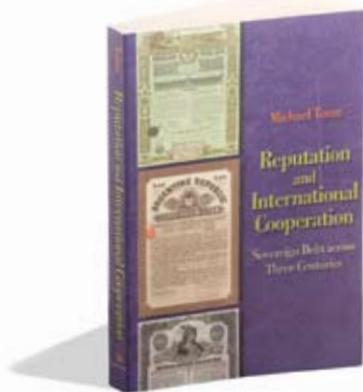


Cessation de paiement et histoire



Michael Tomz

Reputation and International Cooperation

Sovereign Debt across Three Centuries

Princeton University Press, 2007, 328 pages
22,95 dollars (broché).

LES LECTEURS désireux de mieux comprendre l'histoire des défaillances sur la dette souveraine seront servis en lisant *Reputation and International Cooperation* de Michael Tomz.

Le premier chapitre donne un aperçu des diverses manières d'aborder le problème frustrant de la dette souveraine — pourquoi les pays cessent de payer, pourquoi certains le font à répétition, et ce qui pousse les débiteurs à rembourser. Le chapitre 2 jette les bases de ce que Tomz appelle un modèle de réputation dynamique, qui explique le comportement des débiteurs et des créanciers. Dans ce modèle largement descriptif et non mathématique, les gouvernements ont des préférences hétérogènes et les types d'emprunteurs ne sont pas entièrement révélés aux participants du marché. Ainsi, les créanciers forment des croyances sur les emprunteurs, actualisent ces croyances au fil du temps, et s'appuient sur la réputation de l'emprunteur pour décider s'ils doivent prêter et à quel taux. L'auteur propose un moyen pratique de décrire la réputation des emprunteurs à un moment donné — « toujours fiable » (payent toujours), « souvent fiable » (payent

en période faste mais pas toujours en période difficile) et « peu fiable » (ne payent pas en période difficile et cessent parfois de payer en période faste) — et utilise cette classification pour comparer les prédictions de son modèle à ceux des autres modèles.

Le reste du livre présente une variété de tests empiriques utilisant des ensembles de données impressionnants et nouvelles pour convaincre les lecteurs que le modèle de réputation dynamique cadre avec les données issues de trois siècles de prêts et d'emprunts souverains. Pour un livre qui porte principalement sur le passé plutôt que sur le présent, il est un peu étonnant que la narration manque parfois de nuances historiques. Le livre brosse l'histoire d'un tableau saisissant qui cadre toujours avec la théorie de la réputation. Ainsi, il ignore ou sous-estime parfois l'importance des preuves et données historiques qui ne confirment pas les prédictions du modèle, mais cadrent peut-être mieux avec d'autres modèles.

Ces carences sont le plus visibles au chapitre 6. Tomz affirme que les interventions de l'État au nom des créanciers étaient rares entre 1820 et 1913 et sont donc pertinentes pour la réglementation des défauts de paiement. Premièrement, il ne considère que les interventions militarisées. La Turquie (empire ottoman), la Grèce, l'Égypte, la Tunisie, la Serbie et le Libéria sont des exemples d'emprunteurs souverains du XIX^e siècle qui ont cédé leur autorité budgétaire (et leur autonomie) à des gouvernements de créanciers mécontents après avoir cessé de payer leurs dettes. Les gouvernements créanciers recouraient à ces interventions (sanctions draconiennes) à la fin du XIX^e et au début du XX^e siècle. En les omettant, Tomz sous-estime l'utilisation globale des interventions, donnant ainsi l'impression que les sanctions étaient trop peu fréquentes pour être utiles dans la régulation des défauts de paiement au XIX^e siècle, et que le moment de ces défauts ne justifie pas le recours aux sanctions.

Deuxièmement, en incluant la période 1820–69 à son analyse des

interventions militarisées, Tomz sous-estime l'efficacité des sanctions comme mécanisme d'application des règles. Au début du XIX^e siècle, les emprunts souverains posaient de nombreux problèmes d'information, d'où la difficulté d'évaluer les raisons de la défaillance des pays. Il se peut que les États ne fussent pas disposés à mener des interventions militarisées ou d'appliquer d'autres sanctions draconiennes parce qu'ils étaient incapables de déterminer les causes de défaillance; il était tout simplement politiquement coûteux « de jouer les justiciers » sans disposer d'informations suffisantes. Mais, dès la seconde moitié du XIX^e siècle, l'économie politique de la finance internationale avait sensiblement évolué. À l'ère de l'impérialisme triomphant, les États ont amorcé l'acquisition de nouvelles colonies et le marquage de certaines régions du monde comme territoires sous tutelle. Il s'ensuit qu'à l'époque, le financement était lié à des considérations stratégiques. Il ne serait donc pas étonnant que l'on puisse prouver que les sanctions draconiennes étaient souvent utilisées lorsque les pays cessaient de payer leurs dettes dans la période 1870–1913; en effet, il y avait environ une chance sur trois qu'une puissance étrangère impose de lourdes sanctions.

Enfin, dans son analyse, Tomz définit les interventions militarisées comme des épisodes pendant lesquels un pays utilisait la force, faisait étalage de la force, ou menaçait directement un autre pays. D'après cette définition, l'analyse de Tomz sous-estime les effets véritables des sanctions sur le comportement du débiteur parce qu'il exclut les effets des *perceptions* de menaces de recours à la force contre des débiteurs souverains. Les données historiques donnent à penser que les emprunteurs souverains évitaient les cessations de paiements ou contractaient d'autres dettes de peur de représailles de la part des créanciers. Par exemple, durant la crise Baring des années 1890 (la plus grande cessation des paiements du 19^e siècle), la menace d'intervention extérieure a pesé dans la décision de l'Argentine de conclure une entente avec les créanciers, et le Brésil a choisi de rééchelonner ses dettes à l'époque en partie parce qu'il craignait qu'en

Responsable de cette rubrique : Archana Kumar

cas de non remboursement, sa souveraineté serait gravement menacée. Le comportement du Brésil suggère aussi que la perception d'une menace de lourdes sanctions a incité de nombreux pays à éviter la cessation de paiements, même en période difficile. Il est donc tout à fait plausible que les autres parties de l'étude de Tomz, qui cherche à promouvoir la théorie de la réputation en comparant la performance des souverains en matière de remboursement de la dette en période faste et néfaste, souffrent d'un problème d'équivalence d'observations. L'auteur affirme que les pays continuent à payer «même en cas de difficultés» pour redorer leur blason, mais la réaction du Brésil durant la crise Baring suggère que certains pays ont peut-être remboursé «en période difficile» de peur d'être sanctionnés. Un exemple encore plus clair de la raison pour laquelle les créanciers remboursaient auparavant réside peut-être dans la réponse des emprunteurs d'Amérique centrale à l'annonce, par le gouvernement des États-Unis, du corollaire

de Roosevelt à la doctrine de Monroe en 1904. D'après cette réponse, si un pays de l'Hémisphère occidental honore ses obligations financières, il n'a pas à craindre une intervention des États-Unis; mais dans le cas contraire, Washington réclamerait son dû en agissant comme «une puissance policière internationale».

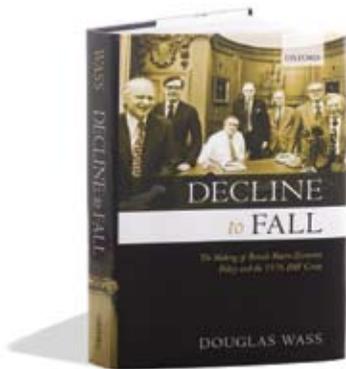
Le gouvernement américain a rendu crédible cet énoncé de politique en envoyant des canonnières à Saint-Domingue en 1905 et en prenant le contrôle des douanes pour payer les créanciers étrangers après que ce pays eut cessé de payer sa dette extérieure et que les puissances européennes eurent menacé d'intervenir. Convaincus que l'oncle Sam pourrait intervenir ailleurs, les créanciers ont relevé de 74 % le prix de la dette souveraine pour les pays d'Amérique centrale et des Caraïbes sur le marché de Londres dans l'année qui a suivi l'annonce de la nouvelle politique. L'intervention américaine à Saint-Domingue eut un profond retentissement sur le comportement des débiteurs. Les pays de la région, qui

avaient failli collectivement pendant 140 ans au total ont conclu des accords avec les détenteurs d'obligations et ont pu émettre de nouvelles dettes sur les marchés de capitaux européens.

Les décideurs et les historiens savent bien que le monde des prêts souverains est compliqué : le fait que les pays fassent défaut et décident ensuite s'il faut rembourser tient probablement à plusieurs facteurs. Comme le démontre clairement ce livre, la réputation en est un; mais les sanctions ont également joué un rôle important et peut-être primordial dans certaines périodes. En privilégiant la théorie de la réputation pour expliquer l'emprunt souverain au cours des trois derniers siècles et en rejetant la possibilité que des périodes précises puissent mieux s'expliquer par d'autres modèles, Tomz dévalue son analyse historique du reste sérieuse.

Kris James Mitchener
Professeur associé d'économie
Université de Santa Clara et
National Bureau of Economic Research

Tristes souvenirs



Douglas Wass

Decline to Fall

The Making of British Macroeconomic Policy and the 1976 IMF Crisis

Oxford University Press, 2008, 399 pages,
55 livres sterling (toilé).

L'ACCORD de confirmation conclu en 1977 entre le FMI et le Royaume-Uni fut un événement majeur pour les deux parties.

Côté FMI, le prêt mis à la disposition du pays — alors deuxième actionnaire de l'institution — fut pendant quelques années le plus important jamais accordé. L'accord fut également l'un des tout derniers en faveur d'un pays industrialisé. Côté Royaume-Uni, comme l'indique *Decline to Fall*, le FMI «a joué un rôle crucial» à travers l'accord dans la résolution de la crise qui avait éclaté en 1976.

L'histoire du programme de 1977 appuyé par le FMI en faveur du Royaume-Uni a déjà été racontée, notamment dans l'histoire officielle de l'institution et dans les mémoires de ministres britanniques. La grande nouveauté de ce livre réside dans le fait qu'il s'inspire essentiellement de documents britanniques publiés récemment. Et pour nous guider dans l'examen de ces documents, nul n'est mieux placé que Sir Douglas Wass qui, en tant que Secrétaire permanent du Trésor de Sa Majesté, pilota les négociations avec le FMI. (Auparavant, il avait été Administrateur suppléant du Royaume-Uni au FMI dans la période

précédant le programme de 1967 appuyé par le FMI.)

Wass raconte en détail l'élaboration de la politique macroéconomique britannique sur la période 1974–76 précédant l'accord de 1977. Il procède année par année, examinant tour à tour les grandes questions de politique (dépenses publiques, taux de change, etc.), les mémorandums et les réunions. Cette seule chronique rendra le livre essentiel pour les étudiants de cet épisode. Mais l'intérêt de l'étude réside aussi dans l'analyse de la conduite et de l'évolution de la politique macroéconomique du Royaume-Uni au milieu des années 70, ainsi que dans l'évaluation intelligente et cruciale de l'élaboration de la politique à l'époque, et surtout du travail du Trésor.

Au début des années 70, le cadre de politique économique du Royaume-Uni n'était en rien semblable à celui d'aujourd'hui. La politique budgétaire était le principal outil de régulation de la demande, le but principal étant de préserver le plein-emploi, la politique monétaire jouant un rôle

complémentaire. L'inflation était surtout considérée comme un processus engendré par la hausse des coûts : l'atténuer au moyen de mesures axées sur la demande, surtout quand on sait qu'elle avait atteint 10 % par an début 1974, «prendrait beaucoup de temps et nécessiterait un chômage substantiel», ce qui était jugé inacceptable. Le principal outil de lutte contre l'inflation était la politique salariale. Wass observe que la banque d'Angleterre n'était pas tellement engagée dans la maîtrise de l'inflation. Elle n'était pas indépendante et la modification des taux d'intérêt officiel répondait à des contraintes politiques et à des préoccupations relatives à la fragilité financière. La livre sterling faisait l'objet d'un flottement dirigé, mais seulement depuis 1972.

Fin 1973 et début 1974, ce cadre, déjà mis à rude épreuve par les tensions inflationnistes, subit deux traumatismes : le premier choc pétrolier et l'effondrement de la politique de revenu du gouvernement conservateur suite à des grèves et à une élection qui porta les travaillistes au pouvoir. Pour Wass, la crise de 1976 découle de ces événements ainsi que des engagements et politiques de la nouvelle administration.

En 1974 et au début de 1975, la politique de revenus ayant été déléguée aux syndicats, les salaires ont grimpé et l'inflation annuelle des prix a atteint 25 % environ. Le déficit budgétaire s'est creusé et, en raison notamment des baisses indirectes d'impôts visant à réduire l'inflation en maîtrisant les salaires, mais aussi parce que la planification des dépenses publiques reposait sur des hypothèses trop optimistes de croissance économique. L'auteur considère ces hypothèses comme un échec majeur du Trésor dans la période précédant la crise, même si, à l'époque, la croissance anémique n'était pas l'apanage du Royaume-Uni. Sur le plan extérieur, les emprunts officiels, facilités par les excédents accrus des producteurs de pétrole, ont contribué à la relative stabilité du taux de change tandis que le déficit courant s'est creusé et la compétitivité internationale s'est détériorée. Il y avait parmi les décideurs une «confusion

d'attitudes» envers la politique de change — une autre défaillance du Trésor.

Wass raconte les fortes corrections de politiques survenues en 1975. Le déficit budgétaire avoisinant les 10 % du PIB, on s'est intéressé davantage à ses répercussions financières. Pour l'auteur, il s'agit d'un tournant dans la conduite de la politique budgétaire : les effets classiques de la demande «keynésienne» avaient perdu leur primauté, et des mesures ont été prises pour réduire le déficit malgré la faiblesse de l'économie. Le système de contrôle budgétaire a aussi fait l'objet de réformes majeures dont les résultats sont apparus dès 1976. En outre, à la mi-1975, les syndicats ont commencé à appliquer une «norme» pour les hausses salariales inférieures à l'inflation des prix. Wass considère cet événement comme un tournant dans la maîtrise de l'inflation, fût-ce à un coût important, eu égard à l'emprise qu'il a donné aux syndicats sur d'autres aspects de la politique économique. Début 1976, les perspectives n'étaient pas tout à fait sombres. S'agissant du financement extérieur, une note du Trésor signalait que 1976 serait une année «très confortable». Préviation trop optimiste. En 1975 déjà, la livre sterling avait été sous pression à trois reprises; à la fin de l'année, le Royaume-Uni avait effectué des tirages auprès du FMI autant qu'elle pouvait le faire sans conditionnalité substantielle. En 1976, la tension est montée, les détenteurs officiels de soldes en livres sterling diversifiant leurs portefeuilles. Les mesures budgétaires n'ont pas contenu la vague et, fin septembre, le pays a demandé au FMI un nouvel accord de confirmation assorti de conditions plus rigoureuses. Cela s'est produit dans le contexte d'un regain de tensions sur la livre qui empêcha le Chancelier de l'Échiquier de s'envoler à Manille pour l'Assemblée annuelle du FMI et de la Banque mondiale.

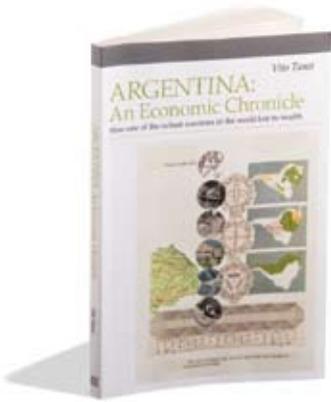
Dans les entretiens subséquents entre le FMI et le Royaume-Uni, il a surtout été question d'ajustement budgétaire et de taux de change. S'agissant de l'ajustement budgétaire, Wass raconte que, lors des discussions techniques, on s'est rendu compte que

la logique ne faisait pas l'unanimité, les responsables britanniques ne jugeant pas la programmation financière du FMI applicable à leur économie. Ils étaient sceptiques quant aux fondements des objectifs de croissance monétaire et aux liens présumés entre le solde budgétaire et l'expansion du crédit intérieur dans une économie à système financier avancé. Mais le FMI s'est mieux entendu avec le chancelier Denis Healy, qui a reconnu que l'expansion monétaire sur les politiques budgétaires existantes attiserait probablement l'inflation, tout en contestant l'ampleur de l'ajustement recherché par le FMI. Les positions se sont finalement rapprochées, en partie du fait que le FMI accepta l'engagement des autorités en faveur des mesures budgétaires à prendre uniquement si la croissance pendant la deuxième année du programme était supérieure à un certain taux.

Wass considère l'accord comme «un grand succès personnel» pour Healy et pour Alan Whittome, chef de l'équipe du FMI. L'annonce de l'accord eut d'emblée un effet «extrêmement positif» sur la livre, favorisant la reconstitution des réserves et la baisse des taux d'intérêt. Le Royaume-Uni n'avait plus besoin que de deux tirages auprès du FMI sur les huit autorisés, et après, il a commencé à rembourser. Selon l'auteur, la crise a été résolue avant que les mesures convenues avec le FMI ne prennent effet : le redressement de la situation a été une question de confiance. Les données subséquentes montrent que les dépenses publiques avaient été contenues grâce aux mesures antérieures et surtout aux réformes de 1975, et que les compressions des dépenses publiques dans le cadre du programme s'étaient avérées excessives. Elles ont été largement annulées en 1977 sans porter préjudice aux engagements budgétaires globaux du pays au titre du programme. Selon Wass, les compressions de dépenses convenues étaient donc importantes en tant que «signaux totémiques» aux marchés, dont elles ont transformé le sentiment.

Graham Hacche
Directeur adjoint, Département des relations extérieures du FMI

Argentine : une chronique signée Tanzi



Vito Tanzi

Argentina: An Economic Chronicle

How One of the Richest Countries in the World Lost Its Wealth

Jorge Pinto Books, New York, 2007, 164 pages
19,95 dollars (broché).

VITO TANZI, ancien Directeur du Département des finances publiques du FMI, connaît bien l'Argentine, qu'il a visitée une trentaine de fois au cours des quatre dernières décennies et où il a vécu pendant plus d'un an au total. Il retrace une histoire de l'Argentine sous l'angle de ses visites et contacts périodiques. Certes, *Argentina: An Economic Chronicle* porte d'abord sur les problèmes économiques et budgétaires du pays, mais sa portée est large.

Il s'agit d'un livre-mémoire très agréable à lire, qui relate des rencontres avec des présidents et des ministres, des artistes et des intellectuels, des politiciens et des journalistes, des chauffeurs de taxi et des immigrants italiens. C'est une collection d'impressions — sur quatre décennies — d'un visiteur européen qui tente de déchiffrer la culture et l'histoire de l'Argentine, réfléchit sur le sort des nombreux immigrants italiens dans ce pays, décrit des paysages d'une beauté renversante (l'utile et l'agréable...) et rend compte des expériences (inévitables) du grand voyageur international — grèves, vols angoissants et intoxications alimentaires.

Tanzi doit aussi aimer l'Argentine, qui a inspiré «l'effet Tanzi». (En Argentine, ce phénomène est souvent appelé «effet Olivera», en l'honneur du

professeur Julio Olivera de l'université de Buenos Aires, qui a également écrit sur les décalages budgétaires à peu près au même moment.) L'effet Tanzi explique que la valeur réelle des recettes fiscales baisse du fait d'une forte inflation, en raison des décalages habituels dans le recouvrement de l'impôt—par exemple, entre le moment où le revenu est gagné et celui où l'impôt sur le revenu est payé. En cas d'inflation élevée, ce décalage fait en sorte qu'au moment où l'État reçoit l'argent, son pouvoir d'achat a déjà diminué en ce qui concerne l'achat des biens ou le paiement des salaires (qui sont plus vite indexés à l'inflation que les impôts). En cas d'inflation modérée, l'effet Tanzi est négligeable; à partir d'un taux à trois chiffres, il peut être dévastateur. L'Argentine a été malheureusement le sujet parfait pour les observations de l'auteur et ses estimations sur l'impact du décalage budgétaire.

Le livre n'est certes pas technique et ne contient ni graphique ni équation, mais l'auteur tente sérieusement d'expliquer l' inexplicable déclin économique séculaire de l'Argentine. Il y a 100 ans, note-t-il, le pays représentait 7 % des exportations mondiales et son PIB par habitant était plus élevé que celui de la France et le double de celui de l'Italie. L'histoire économique de l'Argentine est une histoire de développement à rebours. À quoi tient cette tragédie? À la mauvaise gestion des finances publiques, tout simplement, répond Tanzi. Depuis que le régime péroniste a commencé à créer un État providence dans les années 40, le pays n'a plus jamais pu équilibrer ses comptes budgétaires. Il s'en est suivi des décennies d'inflation persistante, ponctuées par des épisodes d'hyperinflation dévastatrice, car la banque centrale était la source ultime de financement du déséquilibre budgétaire. Lorsque, en 1991, l'Argentine a adopté un régime monétaire empêchant la banque centrale de financer le déficit de l'État et de juguler l'inflation, le déséquilibre budgétaire a entraîné une accumulation explosive de dette publique qui s'est soldée par la fameuse défaillance sur les obligations souveraines à la

fin de 2001. C'est à ce niveau que le livre peut paraître particulièrement controversé. Tanzi estime que les prêts du FMI à l'Argentine dans les années 90 ont été largement responsables de l'endettement qui a dégénéré en crise financière. Quel que soit ce que l'on pense des conseils du FMI à l'Argentine à l'époque, conseils qui étaient beaucoup plus nuancés qu'on ne le pense généralement, cela ne change rien au fait que les marchés privés mondiaux brûlaient alors de prêter à ce pays des montants quasi illimités. Les taux d'intérêt du marché étaient certes plus élevés que ceux du FMI, mais ce détail aurait-il empêché les emprunts et les dépenses?

Quelle a été la cause ultime de l'impossibilité séculaire d'équilibrer les comptes publics? Beaucoup ont déploré l'incivisme fiscal légendaire. Partant de la blague selon laquelle «les Argentins sont des Italiens qui parlent l'espagnol et pensent qu'ils sont britanniques», Rudi Dornbush a commenté que «le problème de l'Argentine est que les syndicats sont britanniques mais les contribuables italiens». Pour autant, la culture seule ne saurait expliquer l'incivisme fiscal. Un système avec de forts taux d'imposition et pratiquement pas de promotion du civisme fiscal peut détruire la culture du contribuable, même en Finlande. En fait, les recettes fiscales ont connu une nette hausse au fil du temps, et ce résultat tient au moins en partie aux recommandations d'une mission du FMI que Tanzi a conduite en 1989, de même qu'aux forts taux de croissance et faibles taux d'inflation enregistrés dans les années 90 (revers de la médaille de l'effet Tanzi). Malheureusement, les dépenses publiques ont augmenté plus ou moins parallèlement aux recettes fiscales, et le déséquilibre budgétaire a persisté. Selon Tanzi, l'Argentine est «une société qui voulait à long terme un niveau de dépenses publiques supérieur à ce qu'elle était préparée ou capable de financer (au moyen des impôts ou des autres recettes ordinaires).» Mais pourquoi? Mystère et boule de gomme.

*Eduardo Borensztein,
Conseiller,*

Département des études du FMI