

## Nouveau regard sur le krach russe



Martin Gilman

### No Precedent, No Plan

#### Inside Russia's 1998 Default

MIT Press, Cambridge, 2010, 416 pages, 29,95 \$ (toilé)

La crise financière mondiale a relancé l'intérêt pour les crises précédentes. Le livre de Martin Gilman, la contribution la plus importante jusqu'à présent sur le krach russe d'août 1998, arrive à propos. Nommé représentant résident principal du FMI à Moscou en 1996, l'auteur y réside depuis (sauf pendant trois ans) et connaît donc très bien le processus de prise de décision en Russie, l'action du FMI et l'évolution de la crise. Il connaît aussi les acteurs, le pays et les ouvrages pertinents.

Les répercussions de ce krach spectaculaire ont été triples : défaut de paiement des bons du Trésor, forte dévaluation du rouble et gel pendant trois mois des paiements aux banques étrangères. Beaucoup redoutaient alors une spirale hyperinflationniste et la fin de l'expérience de l'économie de marché en Russie. Le krach a certes marqué un tournant, mais pour le mieux : le PIB de la Russie n'a reculé que de 5,3 % en 1998 et a progressé à un taux annuel moyen de 7 % durant les dix années suivantes. En outre, la majeure partie de la dette intérieure a pu être annulée.

L'auteur présente une description chronologique et thématique du krach. Il rapporte très bien les faits, sans utiliser inutilement le jargon des experts, de sorte que son ouvrage se lit facilement. Il fait aussi preuve d'une sincérité

peu commune dans ses opinions. Il admire les réformateurs russes et la direction du FMI (Michel Camdessus et Stanley Fischer), mais n'a aucune sympathie pour les administrateurs rouges, les communistes, nationalistes et oligarques, ni pour Joseph Stiglitz. Ses nombreuses observations personnelles sont à la fois convaincantes et révélatrices. «Le problème du côté des autorités est qu'à l'évidence, personne ne tenait les rênes.» M. Gilman cite la situation calamiteuse des institutions russes, la gravité des difficultés économiques et la faiblesse de l'État après l'effondrement de l'URSS. Les politiques étaient élaborées sans concertation et les informations essentielles ne circulaient pas. L'auteur donne de nombreux exemples de l'absence de coordination. Aussi incroyable que cela paraisse, le Ministre des finances et le Président de la banque centrale refusaient de se parler pendant la crise financière, aussi les décisions étaient-elles souvent prises par des personnes qui n'avaient pas de fonctions gouvernementales.

L'auteur décrit bien comment le FMI fonctionne. Il bénéficiait d'un accès impressionnant auprès des dirigeants russes, mais souvent ses services ne savaient pas ce qui se passait vraiment. Les observateurs extérieurs se feront une idée remarquablement claire de l'influence que pouvait avoir ou ne pas avoir le FMI. La plupart réaliseront que ses pouvoirs sont très limités. M. Gilman souligne à juste titre que son rôle le plus important était de faciliter le dialogue. Par contre, il désapprouve son employeur de longue date de s'être opposé aux taxes à l'exportation, à l'impôt forfaitaire sur le revenu et à la caisse de stabilisation. Je pense que son bilan est exact : le FMI agit rapidement et avec bon sens, mais sa réflexion économique est intelligente et satisfaisante, et pas exceptionnelle.

L'auteur dénonce avec satisfaction trois mythes. Contrairement à des informations fausses mais largement diffusées par les médias, le décaissement de 4,8 milliards de dollars du FMI en juillet 1998 n'a pas été volé. Il n'y a pas

non plus «de preuve que la Bank of New York ait blanchi des milliards de dollars de la mafia russe». Après plusieurs articles à la une, *The New York Times* est revenu plusieurs mois après sur ses allégations de blanchiment et, de manière hypocrite, a enterré sa condamnation de sa principale source d'information dans un long article de son cahier affaires. Enfin, et malgré des affirmations non fondées (en particulier de Joseph Stiglitz), la fuite des capitaux n'a pas été provoquée par la libéralisation des mouvements de capitaux imposée par le FMI. La Russie n'a procédé à cette libéralisation qu'en 2006, soit huit ans après le programme du FMI, lorsque, à cause de sa faiblesse, l'État ne pouvait plus réguler les flux de capitaux.

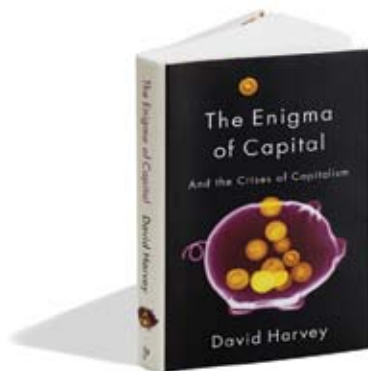
Curieusement, l'auteur hésite à tirer toutes les conclusions du krach, qui, rétrospectivement, s'est révélé un grand succès. Selon lui, l'absence de financement a imposé la discipline budgétaire aux autorités, encouragé l'adoption d'une profonde réforme fiscale et permis de mener à bien diverses réformes structurelles. Cependant, il n'est pas prêt à dire que ce fut une bonne chose que le krach ait lieu à un stade précoce, la Russie pouvant ainsi préserver 10 milliards de dollars de réserves, ou que la défaillance a permis d'annuler quelque 60 milliards de dollars de bons du Trésor. Le krach a été une véritable thérapie de choc, mais a aussi favorisé le régime autoritaire de Vladimir Poutine.

D'après l'auteur, la crise de 1998 est une «leçon d'humilité pour le FMI». Vraiment? En juillet 1998, le FMI a offert à la Russie des conseils judicieux et un financement substantiel. Hélas, le Parlement russe a refusé d'adopter les mesures nécessaires. Le FMI a alors honnêtement exécuté sa menace de mettre fin au financement. Le krach s'est produit, donnant une leçon aux dirigeants russes. De manière autonome, ils ont fait ce que le FMI avait proposé et ont résolu la crise. Après les récentes frasques financières de l'Occident, nous sommes sûrement plus tolérants à l'égard des échecs de la Russie, qui, depuis lors, en a si bien tiré les enseignements.

**Anders Åslund**

*Chercheur principal, Peterson Institute for International Economics*

## Les secrets de l'argent



David Harvey

### The Enigma of Capital

Profile Books, Londres, 2010, 256 pages, 24,95 \$ (toilé)

Les causes de la crise financière mondiale ont naturellement fait naître un grand nombre de théories. Si celles-ci portent pour la plupart sur un facteur ou un autre (déséquilibres mondiaux, taux d'intérêt directeurs excessivement bas, échec de la réglementation financière), David Harvey fournit une explication de plus grande portée. Analysant la crise principalement d'un point de vue marxiste, il estime que la lutte des classes entre les travailleurs et les capitalistes pour le partage des richesses en est la cause profonde.

Pour l'auteur, dans les années 60, la pénurie de main-d'œuvre a limité une accumulation continue du capital et la consolidation du pouvoir économique entre les mains des capitalistes dans les pays industrialisés. L'immigration (programmes de travailleurs invités en Europe et réformes de 1965 aux États-Unis, entre autres), les progrès technologiques et la délocalisation vers des pays comme la Chine ont modifié progressivement le pouvoir de négociation entre le capital et le travail.

À l'époque de Reagan et de Thatcher, le facteur travail était politiquement affaibli et les salaires réels des travailleurs ne suivaient plus la hausse de la productivité. Cependant, les capitalistes ne peuvent vendre

leurs produits que si les travailleurs ont des revenus suffisants (combien de yachts un milliardaire peut-il acheter?). Comment soutenir la demande face au recul de la part des revenus du travail? Par le crédit facile! Ainsi se créent à la fois une demande effective de biens et, par le jeu des paiements d'intérêts, une source supplémentaire de revenus du capital. Selon l'auteur, c'est exactement ce qui s'est produit.

Aux États-Unis, par exemple, la part des traitements et salaires est tombée d'environ 53 % du PIB dans les années 60 à moins de 50 % dans les années 80 et autour de 45 % en 2005; le ratio paiements au titre du crédit à la consommation/revenu disponible est passé d'environ 10 % en 1980 à plus de 13,5 % en 2005. Bien sûr, le château de cartes a fini par s'écrouler : sans hausse réelle des revenus, les travailleurs n'ont pu rembourser des dettes croissantes, ce qui a provoqué une crise financière.

Est-ce plausible? Tout d'abord, il y a des faits, qui ne prêtent guère à controverse : au moins aux États-Unis et au Royaume-Uni, les inégalités de revenu se sont creusées ces 25 dernières années; le crédit à la consommation (surtout les prêts hypothécaires) a explosé, et nous venons de connaître la pire crise financière depuis celle de 1929. En fait, comme le souligne l'auteur, des tendances analogues (montée des inégalités et de l'endettement des ménages) étaient apparues avant la crise de 1929.

L'auteur n'est pas le seul à avoir remarqué ces tendances : dans *Fault Lines*, Raghuram Rajan brosse un tableau similaire, mais en s'appuyant sur la prime à l'éducation universitaire au lieu de la lutte des classes. Selon lui, entre 1975 et 2005, le pouvoir d'achat des 10 % les plus riches a augmenté de 65 % de plus que celui des 10 % les plus pauvres. Pour ces derniers, principalement ceux qui n'ont pas de diplôme universitaire dans une économie basée de plus en plus sur les compétences, la solution politiquement la plus aisée était de leur permettre d'em-

prunter facilement, par l'intermédiaire surtout de Fannie Mae et de Freddie Mac. Ainsi, des personnes qui n'en avaient pas vraiment les moyens ont pu accéder à la propriété. Par ailleurs, les explications de Harvey et de Rajan sont pour ainsi dire les mêmes : la bulle éclate lorsque l'envolée de la consommation financée par le crédit devient insoutenable.

## Harvey analyse la crise d'un point de vue marxiste.

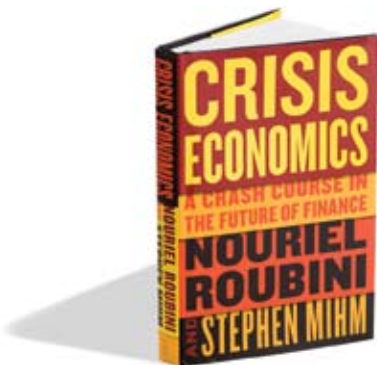
L'auteur a-t-il résolu le mystère du krach financier? Pas tout à fait. Son explication est plausible, mais le manque de détails frustrera les économistes. Si beaucoup d'idées importantes et intéressantes sont évoquées, elles ne sont pas assez approfondies pour aboutir à des hypothèses vérifiables. Par exemple, quand le recul de la part des revenus du travail devient-il un obstacle majeur à la vente de biens par les capitalistes? La théorie exige-t-elle que les salaires réels diminuent vraiment ou seulement qu'ils ne suivent pas la hausse de la productivité et le PIB réel? La demande croissante des travailleurs chinois, dont les salaires réels augmentent, ne compense-t-elle pas la baisse de la demande des travailleurs américains dont les emplois sont délocalisés? L'auteur ne présente pas ses idées avec suffisamment de précision pour répondre à ces questions. Heureusement, toutefois, d'autres s'emploient déjà à modéliser cette théorie avec la rigueur analytique que les économistes exigeront sans doute. Ce livre invite à la réflexion et apporte une contribution importante à l'analyse du pourquoi de la crise.

Je n'adhère pas encore à la théorie de Harvey sur les causes de la crise financière mondiale, mais je recommande assurément la lecture de son livre.

**Atish Rex Ghosh**

Chef de division, Département des études du FMI

## L'homme qui a vu venir la crise



Nouriel Roubini et Stephen Mihm

### Crisis Economics

#### A Crash Course in the Future of Finance

Penguin Group (USA) Incorporated, New York, 2010, 368 pages, 27,95 \$ (toilé)

Nouriel Roubini est l'homme qui a vu venir la crise. Il explique comment dans cet ouvrage. Chaque crise est différente, mais ce livre met l'accent sur les facteurs communs qui rendent les crises probables et prévisibles. Le capitalisme et les crises font naturellement bon ménage, tel est le message. La «destruction créative» — le mécanisme par lequel l'innovation technique entraîne la croissance — cause nécessairement des crises. Le livre recommande une destruction créative contrôlée, grâce à une bonne compréhension et gestion des crises. L'ouvrage présente les grands maîtres de la pensée économique qui ont étudié les cycles économiques et les catastrophes financières : J. S. Mill, Jevons, Marx, Schumpeter, Keynes, Fisher et Minsky. Sans surprise pour les spécialistes, la description d'un cycle d'expansion et d'effondrement du crédit par J.S. Mill, l'économiste du XIX<sup>e</sup> siècle, évoquera la situation d'aujourd'hui pour le lecteur moyen.

Ce livre a le rythme et la verve d'un roman policier. Il est parsemé d'informations contextuelles et d'indices, et peuplé de nombreux méchants (dont Alan Greenspan), mais il compte peu de héros. Roubini pourrait avoir l'étoffe d'un héros, comme d'autres moins

connus, mais personne n'écoute celui qui avertit des dangers de l'abus d'alcool lors d'une soirée bien arrosée. Le livre entraîne le lecteur dans le monde déroutant de l'ingénierie financière. Pour expliquer la titrisation, il décrit le modèle fondé sur le transfert de risque («originate and distribute») et explique les rouages des titres de créance adossés (CDO), des CDO au carré et au cube. Il aborde aussi les bonus des banquiers, la prise de risques, l'aléa moral, la déréglementation, le surendettement, l'épargne mondiale, le crédit facile et la montée en puissance du système bancaire parallèle. Le chapitre 4 explique comment ce «cocktail» a conduit à la crise des prêts hypothécaires à risque («subprimes»), et non seulement à l'effondrement de deux banques d'investissement, mais aussi au quasi-effondrement de Fannie Mae, Freddie Mac et AIG — mettant ainsi en danger la solvabilité des États-Unis.

Le livre montre comment l'infection du système financier américain est devenue une épidémie mondiale, déboulonnant ainsi le mythe du découplage. Cependant, si le monde a bien failli vivre une nouvelle Grande Crise, il en a aussi tiré les leçons, et les grandes banques centrales ont pris des mesures innovatrices et radicales pour empêcher que l'histoire ne se répète. Les auteurs examinent ces mesures, mais se demandent si la thérapie ne fait que retarder l'éclatement de la prochaine crise. Dans leurs interventions, les autorités n'ont pas fait la distinction entre le bon, la brute et le truand, ce qui laisse la voie libre à la prochaine récession.

Selon les auteurs, la philosophie dominante avant la crise était que «le marché avait toujours raison». Mais ce n'est pas ce qu'on apprend dans les cours d'économie, où sont couramment évoquées les défaillances du marché dues à l'incertitude, à l'asymétrie de l'information et à l'aléa moral. Ignorer ce qui est enseigné dans les cours d'économie ne remet pas en cause la science économique, mais bien peut-être les économistes, qui ont tardé à tirer le signal d'alarme. Plusieurs

propositions pratiques — dont la plupart ont été analysées dans les médias — sont examinées, de la structure des bonus dans les banques à l'inclusion des actifs toxiques conçus par les ingénieurs financiers de Wall Street dans ces bonus, ou encore le «provisionnement dynamique» (relèvement des normes de fonds propres en phase d'expansion pour couvrir les pertes inévitables en période de récession), le durcissement des règles de gestion de la liquidité, le retour à une sorte de loi Glass-Steagall (séparation entre banques d'affaires et banques commerciales), le durcissement des normes de fonds propres pour les fonds spéculatifs qui échangent des couvertures de défaillance (contrat d'assurance qui permet d'honorer les paiements en cas de défaillance, mais qui peut être échangé, de sorte qu'un agent sans intérêt assurable peut en être le détenteur), une amélioration du gouvernement d'entreprise, ainsi que la nécessité de réduire la dépendance à l'égard des agences de notation et de limiter la taille des banques. Nombre de ces propositions sont sensées, certaines sont controversées.

Le titre du livre prête peut-être à confusion. La crise ne requiert pas un certain type de science économique. Ce qu'il faut changer, c'est la manière dont la science économique est couramment enseignée. La rigueur et la création de modèles sont tout à fait valables tant que l'étudiant apprend à développer l'esprit critique qui doit les accompagner. Même les adeptes de l'hypothèse des marchés efficients ont depuis longtemps abandonné les versions naïves, et les réfutations empiriques abondent. Ce que je retiens de la lecture de ce livre, c'est que l'étude de l'histoire économique est la meilleure façon de développer son esprit critique. Malheureusement, nombre de facultés d'économie n'accordent plus que peu de place à cette matière dans leurs programmes. Comme le disent les auteurs, «l'histoire incite à l'humilité, une qualité utile dès lors qu'il s'agit d'évaluer une crise». Qui peut dire le contraire?

**Kent Matthews**

Professeur de banque et de finance  
(Sir Julian Hodge), Cardiff Business School