

De Madrid à Prague : un regard européen sur la réforme du système financier international¹

Benoît Cœuré² et Jean Pisani-Ferry³

Février 2001

¹ Cet article est une version substantiellement remaniée du document de travail n°04-2000 du Conseil d'analyse économique, *Events, Ideas, and Actions: An Intellectual and Institutional Retrospective on the Reform of the International Financial Architecture*. Les opinions exprimées n'engagent que leurs auteurs et non les institutions auxquelles ils appartiennent ou ont appartenu. Nous remercions particulièrement Thierry Francq, Takatoshi Itô, Jean-Pierre Landau, Jean Lemierre, Jean-Claude Milleron, Jean Pesme, Richard Portes, André Sapir et Christian Sautter pour leurs remarques.

² Administrateur de l'INSEE et professeur chargé de cours à l'Ecole polytechnique

³ Professeur chargé de cours à l'Ecole polytechnique et membre du Conseil d'analyse économique

Introduction

Les crises financières de 1997 et 1998 ont déclenché un grand débat sur la réforme de ce qu'il est maintenant convenu d'appeler l'*architecture* du système monétaire et financier international. Tandis que ministres et chefs d'État annonçaient une reconstruction des institutions et des règles du jeu de l'économie mondiale, les économistes, à grand renfort d'articles et de tribunes, inventaient de nouveaux dispositifs pour prévenir les crises ou atténuer leurs effets.

Aujourd'hui, la crise monétaire et financière est derrière nous. L'économie mondiale a renoué avec la croissance et les inquiétudes ne portent plus sur les pays émergents, mais sur les États-Unis. Mais l'événement a laissé des traces profondes. Le propos de cet article est de faire retour sur cet épisode. Pas pour dessiner une architecture idéale du système financier international, ni pour porter un jugement sur ce qui a été accompli depuis 1997, mais pour analyser la dynamique de la discussion internationale. Plus précisément, nous souhaitons répondre aux deux questions suivantes :

- d'où les idées sont-elles venues ? Face aux événements, la communauté internationale s'est-elle tournée vers des concepts et des propositions déjà avancés par des économistes, qu'ils soient morts (selon la célèbre formule de Keynes) ou vivants, ou bien les crises successives ont-elles au contraire fait apparaître des questions entièrement nouvelles ?
- quelle a été l'influence respective des principaux acteurs (l'Europe, les États-Unis, le Japon, les pays en développement) sur la manière dont la discussion s'est structurée et s'est conclue ? Comment les différences doctrinales ont-elles interagi avec les intérêts nationaux ? L'Europe a-t-elle, et pour quelles raisons, défendu un point de vue différent de celui des États-Unis, et a-t-elle eu finalement gain de cause ?

Chemin faisant, nous verrons apparaître dans le débat des oppositions récurrentes du débat économique international : opposition entre l'Europe et les États-Unis ou entre le Nord et le Sud, bien sûr, mais aussi entre Cambridge et Chicago, entre Wall Street et *Main Street* ou, pour se limiter à la géographie de Washington, entre le Capitole et le Trésor et, d'un côté à l'autre de la dix-neuvième rue, entre le Fonds monétaire international et la Banque mondiale.

La première partie de cet article est un aperçu chronologique des discussions. Elle débute avec le cinquantième anniversaire des accords de Bretton Woods, au printemps 1994 à Madrid, et s'achève à l'automne 2000 avec les assemblées annuelles du FMI et de la Banque mondiale à Prague, et fait apparaître quatre grands thèmes : la question des mouvements de capitaux et des régimes de change, la participation du secteur privé à la résolution des crises financières, le rôle et les prescriptions du FMI, et la gouvernance des institutions financières internationales.

Dans un second temps, nous nous demandons comment cette discussion s'est structurée intellectuellement, ce qu'elle nous a appris sur la nature du processus de prise de décision internationale, quels rôles y ont tenu les différents acteurs, et enfin quelles leçons l'Europe pourrait en tirer.

1. Les événements et les idées : un aperçu chronologique

Avant la crise mexicaine

L'année 1994, qui s'achèvera au Mexique avec ce que Michel Camdessus devait appeler « la première crise financière du vingt-et-unième siècle », commence à Madrid par la célébration du cinquantième anniversaire des accords de Bretton Woods. Les articles écrits à cette occasion offrent un échantillon représentatif des priorités de l'époque. On ne peut qu'être frappé par le peu de références qu'ils comportent aux questions qui vont dominer l'agenda international au cours des années à venir.

C'est ainsi que le rapport de la « commission de Bretton Woods » constituée pour l'occasion est consacré pour l'essentiel aux moyens d'améliorer la coopération monétaire entre les Sept et d'accroître l'efficacité de la Banque mondiale. Parmi les thèmes abordés dans le rapport, les seuls qui trouveront plus tard un écho dans le débat sur la nouvelle architecture financière internationale sont la gouvernance du Fonds monétaire (le rapport proposait notamment de renforcer le « Comité intérimaire », une idée que la France allait relancer en 1998-99) et la nécessité de rendre les institutions financières internationales plus transparentes vis à vis du grand public.

Pourquoi cette approche traditionnelle – pour ne pas dire vieillotte – de la réforme du système monétaire international ? A l'époque, le système financier international a déjà largement fait la preuve de ses déficiences : les flux de capitaux privés vers les pays émergents ont atteint des niveaux sans précédent, leur instabilité est déjà source de préoccupation et le souvenir de la crise de la dette latino-américaine est encore dans tous les esprits. Plus, les trois quarts des Etats membres du FMI ont connu une crise bancaire entre 1980 et 1996¹. Mais ces risques sont alors perçus comme étant essentiellement locaux. Leur dimension systémique ne deviendra apparente qu'en 1995, après la crise mexicaine, tandis que le risque d'instabilité des marchés développés n'apparaîtra pleinement qu'en 1998, avec la crise russe et la faillite du fonds d'investissement LTCM. Crises de change auto-réalisatrices, contagion, dynamique déstabilisatrice des opérations à fort effet de levier : à cette époque et malgré la crise du système monétaire européen en 1992-93, tous ces mécanismes restent souvent des curiosités aux yeux des acteurs de marché et des observateurs officiels.

1994-1996, Mexique : première crise, premières leçons

Le premier choc intervient aux portes des États-Unis. En décembre 1994, le gouvernement mexicain dévalue le peso puis, incapable de résister à la pression spéculative, laisse s'effondrer la monnaie. Comme il avait auparavant émis des titres indexés sur le taux de change peso-dollar, dans l'espoir de convaincre les investisseurs qu'il ne dévaluerait pas, la crise de change se double d'une crise de solvabilité. Seul l'engagement immédiat et direct des États-Unis, que suit l'annonce d'un plan d'aide international massif, orchestré par le FMI en dépit de réticences initiales des Européens, permettent de stabiliser la situation.

Avec ce plan de cinquante milliards de dollars, un ordre de grandeur qui n'a jamais été atteint mais qui va bientôt être dépassé, l'économie mondiale entre sans le savoir dans une nouvelle ère : par l'ampleur des flux de capitaux en jeu, et donc la dimension des moyens financiers nécessaires ; par le fait que le Mexique s'est endetté sur les marchés et non auprès des banques, ce qui complique considérablement une renégociation de ses engagements ; et par le fait que l'assistance internationale, en permettant à des investisseurs imprudents de se sortir de la crises sans pertes, risque de favoriser à l'avenir la répétition de ces comportements imprudents – ce que les économistes nomment *aléa moral*.

¹ *The Case for an International Banking Standard*, Institute for International Economics, Washington DC, avril 1997.

Cette crise amène les chefs d'Etat et de gouvernement du G-7 à discuter en détail, pour la première fois, de la stabilité financière. A Halifax, en juin 1995, ils rendent public un document d'analyse d'une longueur et d'un degré de détail inusités. Leurs principales orientations sont :

- une meilleure information sur la situation économique des Etats membres et une plus grande vigilance du FMI ;
- un accès plus rapide et plus généreux au financement officiel en cas de crise. Un mécanisme nouveau est créé au sein du FMI, le mécanisme de financement d'urgence, et les chefs d'Etat demandent au G-10 de doubler les sommes disponibles dans le cadre des « accords généraux d'emprunt » ;
- une gestion plus ordonnée des crises financières. La réponse sera le rapport du G-10 sur la résolution des crises de liquidité souveraines, connu sous le nom de « rapport Rey ».

Remis en 1996, le rapport Rey fait deux propositions, qui visent à mieux encadrer le pouvoir des créanciers privés face aux États débiteurs. D'abord, il suggère que le FMI puisse continuer à prêter à un pays qui a cessé d'honorer les échéances de sa dette. Ensuite, il propose que les contrats obligataires internationaux comportent désormais des « clauses d'action collective » afin de pouvoir organiser une représentation des créanciers et un vote sur des procédures de rééchelonnement ou de réduction de dette.

Ce rapport, que les ministres des finances vont reprendre à leur compte, est audacieux. Il reconnaît sans ambages le problème de l'aléa moral et avance des solutions concrètes. Il faut dire qu'à l'époque le consensus sur ce sujet est fort, puisque Larry Summers, qui n'est encore que responsable des affaires internationales au Trésor américain, qualifie d'« évidente » la nécessité d'organiser une représentation collective des créanciers². Le débat est ainsi lancé sur ce que le jargon financier international appellera bientôt « participation du secteur privé à la résolution des crises » (*private sector involvement*).

S'il n'est pas encore question d'architecture, et si rien de fondamental n'est mis en cause, la séquence mexicaine débouche néanmoins sur des inflexions notables. La philosophie est claire : à des flux de capitaux plus amples et potentiellement plus déstabilisateurs, il faut répondre par une information plus complète, une prévention plus vigilante, des moyens d'intervention plus conséquents, et des mesures propres à éviter qu'en socialisant les pertes, l'assistance internationale débouche sur une privatisation des profits.

1997-1998, Asie : seconde crise et premières controverses

Le second choc intervient aux portes du Japon. Il est à la fois plus fort – toute une région est atteinte – et conceptuellement plus dérangeant – les pays touchés étaient loués pour la qualité de leur gestion macroéconomique. Mais la portée de l'événement n'est pas immédiatement perçue. A lire les compte rendus des crises de l'année 1997, il est frappant de constater combien le mot qui aurait du s'imposer pour décrire l'enchaînement des événements, *contagion*, est alors peu utilisé. Alors que les Etats, les uns après les autres, laissent flotter leur taux de change et sombrent dans la récession, les autres pays émergents et la

² L. Summers, "Introduction", in "From Halifax to Lyons: What Has Been Done About Crisis Management?", *Princeton Essays in International Finance* n°200, sous la direction de Peter Kenen, octobre 1996.

communauté internationale veulent encore croire qu'ils sont à l'abri et que les digues bâties à la hâte résisteront au flot.

A la suite d'attaques spéculatives l'ancrage sur le dollar de la monnaie thaïlandaise, le baht, est abandonné le 2 juillet 1997. Durant l'été, la crise gagne les Philippines, l'Indonésie et la Malaisie, puis, à la mi-octobre, de nouvelles places émergentes. Les autorités de Taiwan cessent d'intervenir pour soutenir leur monnaie, et c'est au tour du dollar de Hong-Kong et des devises sud-américaines de subir des pressions.

A la fin du mois d'octobre, la monnaie coréenne est attaquée à son tour et la bourse de Séoul s'effondre. L'ancrage sur le dollar est finalement abandonné mais, compte tenu de l'expérience mexicaine, les pays créditeurs font savoir que le déboursement d'un plan supplémentaire de 8 milliards de dollars auquel ils s'étaient engagés sur une base bilatérale sera cette fois conditionné à la restructuration des crédits bancaires accordés à la Corée. A la veille de Noël, des discussions s'engagent entre les grandes banques occidentales et le gouvernement sur ce sujet. C'est, sur une base *ad hoc*, le début d'une approche nouvelle de l'association du secteur privé à la résolution des crises.

A la fin 1997, donc, pas moins de quatre pays d'Asie, la Thaïlande, les Philippines, l'Indonésie et la Corée ont demandé des aides d'urgence au FMI et s'apprêtent à mettre en œuvre des programmes de stabilisation à base d'austérité budgétaire, de réformes fiscales et réglementaires et de fermetures d'établissements financiers défaillants. Compte tenu des montants en jeu, les plans du FMI doivent être complétés par des lignes de crédit bilatérales apportées par les pays les plus riches. Tandis que le G7 et les institutions internationales sont occupés à parer au plus pressé, le débat sur les réponses à la crise s'engage sur trois fronts.

- *Quelle réponse aux crises ?*

La seconde moitié de 1997 voit, pour la première fois, se développer au sein du monde académique une critique organisée des programmes imposés par le FMI aux pays en crise. On sait que ceux-ci consistent traditionnellement en une politique monétaire plus stricte accompagnée d'économies budgétaires, pour à la fois attirer des capitaux et accroître l'épargne. Dans le cas de l'Asie, cependant, cette prescription échoue à redresser la situation. Les taux de change continuent à se déprécier parce que les agents économiques ont perdu confiance et que les rendements en monnaie locale sont trop faibles. La production s'effondre, étouffée par un secteur financier en faillite, par l'effet de contagion des crises dans les pays du voisinage, et par l'absence de stimulus budgétaire, les objectifs de finances publiques se révélant impossibles à atteindre en raison de la contraction des assiettes fiscales.

Les services du Fonds reconnaîtront plus tard une erreur d'appréciation, du moins sur le plan budgétaire. Mais la critique universitaire a déjà enflé : dans plusieurs articles mis en ligne sur Internet à la fin 1997, des universitaires américains de premier plan, pour la plupart « libéraux » au sens américain du terme, estiment que les crises asiatiques ne pourront donc être résolues avec les recettes habituelles.

Les principaux ingrédients de ces « nouvelles crises » sont décrites par Paul Krugman dans un article dans *Fortune*, largement repris à l'époque³ : des taux de change fixes incitant à accumuler des dettes libellées en devises sans couverture des risques, un sur-investissement dans des entreprises mal gouvernées accompagné d'une mauvaise allocation des ressources

³ "Saving Asia: It's Time to Get Radical", *Fortune*, juillet 1998.

par les élites locales, le tout dans un climat d'opacité et parfois de corruption. Dans le même temps, l'économiste en chef de la Banque mondiale, Joseph Stiglitz, souligne que la crise asiatique, à la différence par exemple de la crise de la dette sud-américaine, est de nature microéconomique plus que macroéconomique : s'appuyant sur ses propres travaux sur le rationnement du crédit, il insiste sur le risque d'effondrement du secteur financier en cas de taux d'intérêt trop élevés. Dans un cas comme dans l'autre, l'argumentation est la même : le Fonds se trompe de remède parce qu'il se trompe de maladie.

- Quelle ouverture aux mouvements de capitaux ?

Le second front touche, à travers la question de la libéralisation des mouvements de capitaux, le cœur même de la globalisation. Au début 1998, le même Stiglitz lance la controverse dans le *Financial Times* avec Larry Summers⁴. En opposition à la doctrine défendue par le Trésor américain et la communauté internationale, Stiglitz met en avant les dangers d'une levée trop rapide des restrictions aux mouvements de capitaux. L'attaque est frontale, à double titre : d'abord parce que la Corée a tout récemment dû ouvrir son compte financier pour pouvoir entrer à l'OCDE ; ensuite parce que la décision de faire de la libéralisation des mouvements de capitaux un des objectifs du Fonds a été prise par le comité intérimaire à Hong Kong quelques mois auparavant, en septembre 1997.

Cette critique rencontre un écho certain. En Asie, d'abord, où la libéralisation du compte financier est au mieux récente. La Malaisie de Mahatir sera le seul pays à rétablir un strict contrôle des changes, avec un bilan qui demeure à ce jour controversé. Mais la critique de la libéralisation financière rencontre aussi un écho en Europe, spécialement en France, pays qui s'est fait de longue date le champion d'une ouverture plus graduelle du compte financier, et où la contestation de la globalisation est la plus vive.

- Quelles institutions mondiales ?

Le troisième front est institutionnel. A l'automne 1997, le Japon met ouvertement en question le multilatéralisme en proposant la création d'un Fonds monétaire asiatique. Son initiative est sèchement rejetée par les Etats-Unis et l'Europe, qui dissuadent les pays asiatiques de jouer cette carte. Mais la question du rôle de la coopération régionale est posée, et la légitimité du FMI est implicitement mise en question par un de ses principaux actionnaires.

Ces événements donnent un coup d'accélérateur à la discussion de ce qu'on appelle désormais la « réforme de l'architecture financière internationale ». Les propositions de réforme fleurissent aussi bien parmi les économistes que parmi les décideurs politiques⁵.

1998-1999, Russie : troisième crise, grandes conséquences

Le troisième et dernier choc intervient aux portes de l'Europe. A l'été 1998, la Russie est victime d'une crise de défiance brutale des investisseurs internationaux qui, attirés par des rendements élevés, avaient investi massivement sur son marché des bons du Trésor (GKO).

⁴ Lawrence Summers, "Go with the Flow" et Joseph Stiglitz, "Boats, Planes, and Capital Flows", 11 et 25 mars 1998.

⁵ Voir par exemple l'intervention de Michel Camdessus devant le Royal Institute for International Affairs, « Towards a New Financial Architecture for a Globalized World », Londres, 8 mai 1998, <http://www.imf.org/external/np/speeches/1998/050898.htm>, et l'article de Dominique Strauss-Kahn, "Six of the Best", *Financial Times*, 16 avril 1998.

La dévaluation du rouble et la suspension du remboursement de la dette obligataire russe sont à l'origine d'une onde de choc sur les marchés financiers mondiaux. Elle déstabilise d'abord les acteurs financiers qui avaient pris position sur la dette russe puis, indirectement, ceux qui avaient construit des stratégies d'investissement risquées en fonction des évolutions macroéconomiques, et en premier lieu les fonds spéculatifs, les *hedge funds*. En octobre, la quasi-défaillance de *Long Term Capital Management* (LTCM), renfloué par les acteurs de la place de New-York sur intervention de la Fed, précipite une crise de liquidité sur les marchés américains puis globaux. Le groupe des Sept va réagir sur deux fronts, macroéconomique et institutionnel.

La Réserve fédérale américaine prend les devants avec une baisse agressive de cinquante points de base de ses taux directeurs. Les communiqués du G-7 des 3 et 30 octobre suggèrent clairement que les banques centrales européennes vont lui emboîter le pas, ce qu'elles ne feront cependant qu'à partir de décembre.

Le 28 septembre, devant le Council of Foreign Relations, le président Clinton appelle à un « nouveau Bretton Woods ». D'autres contributions suivront en fin d'année comme le mémorandum français en douze points de l'automne 1998⁶, qui formera la base de la position de l'Union européenne adoptée en décembre, et les discours importants de Gordon Brown et de Michel Camdessus. Le mot d'ordre est que l'heure est venue de réformer en profondeur l'architecture financière de l'après-guerre.

Les événements de l'automne 1998 ont en effet un impact au moins aussi grand que la crise asiatique sur les discussions sur l'architecture financière. Ils mettent en effet en évidence deux risques majeurs et jusque là sous-estimés : le poids de l'aléa moral dans le comportement des investisseurs, et le rôle déstabilisant des *hedge funds* et des institutions financières qui échappent aux normes de surveillance prudentielle.

- Comment limiter l'aléa moral ?

Les investisseurs ne mentionnaient-ils pas explicitement la probabilité d'un plan de sauvetage du FMI comme la raison principale qui les conduit à continuer à acheter des GKO en dépit de la dégradation manifeste de la situation économique ? De la discussion qui s'engage alors, deux lignes de réflexion se dégagent.

La première a trait à l'opportunité de faire implicitement ou explicitement jouer au FMI un rôle de « prêteur en dernier ressort » au niveau mondial –un débat vieux comme les institutions de Bretton-Woods, puisque le FMI a certains des attributs d'une banque centrale mais pas le pouvoir de battre monnaie⁷. Intervenant dans la discussion, le directeur général adjoint du FMI, Stanley Fischer, fait à titre personnel, une ouverture dans le sens d'un rôle accru du Fonds dans ce domaine⁸. Cette position est contestée à la fois par ceux pour qui le prêteur en dernier ressort au niveau mondial doit être une institution purement monétaire

⁶ *Combattre l'instabilité financière : pour une initiative européenne*, Ministère de l'économie, des finances et de l'industrie, octobre 1998, disponible sur <http://www.minefi.gouv.fr>.

⁷ Sur les débats qui ont présidé à la création du Fonds, voir Michel Aglietta et Sandra Moatti, *Le FMI, de l'ordre monétaire aux désordres financiers*, Économica 2000.

⁸ "On the Need for an International Lender of Last Resort", discours prononcé à la réception commune de l'American Economic Association et de l'American Finance Association, New York, 3 janvier 1999, <http://www.imf.org/external/np/speeches/1999/010399.HTM>

comme la Banque des règlements internationaux⁹, et par les banques centrales qui mettent en avant le risque d'aléa moral et d'une création monétaire dérégulée.

Le débat n'est pas seulement académique. Au Mexique, en Corée, en Indonésie, le FMI a engagé des ressources très importantes, et il risque d'être à court de liquidités s'il doit venir en aide à nouveau à un pays de grande taille. A l'hiver 1998/99, lorsque le Brésil se trouve à son tour en difficulté, la question est posée. Pour rétablir la capacité de financement du Fonds, plusieurs options sont envisageables. Une nouvelle allocation de DTS¹⁰, sérieusement envisagée, reviendrait en pratique à lever le dernier obstacle à sa transformation en prêteur en dernier ressort. Le G-7 préfère presser les États-Unis de ratifier rapidement l'augmentation des quote-parts, et demander au FMI de créer une nouvelle facilité de financement, la ligne de crédit conditionnelle (en anglais, *CCL*), destinée à soutenir des pays jugés « vertueux » pour prévenir la contagion. C'est une rupture avec la doctrine traditionnelle qui attribue les difficultés financières des pays à des erreurs de politique économique : en effet, l'attribution de la *CCL* est soumise à une conditionnalité définie *ex-ante* et fortement allégée par rapport aux instruments traditionnels.

La seconde ligne de réflexion porte sur l'association du secteur privé à la résolution des crises. Il s'agit d'éviter un renflouement (« *bail-out* ») systématique des investisseurs. Dans leur communiqué du 30 octobre, les ministres du G-7 appellent le secteur privé à faciliter la mise en œuvre de clauses d'action collective et se disent eux même prêts à « envisager d'inclure de telles clauses dans leurs propres émissions ». En fait, les clauses d'action collective ne seront jamais mises en place de manière universelle. Le secteur privé américain s'opposera avec véhémence à toute participation du secteur privé qui ne soit pas basée sur le volontariat, les émetteurs souverains ne joueront pas le jeu, et les complications juridiques se multiplieront. Le G-7 se ralliera finalement à un principe d'implication du secteur privé dont les modalités seront définies au cas par cas. Dans les mois qui suivront, l'Equateur, l'Ukraine, et plus tard la Roumanie et le Pakistan seront les premières applications pratiques de cette approche, avec un succès inégal selon les cas¹¹.

- Faut-il réguler les hedge funds ?

La deuxième question centrale posée par la crise russe est celle du rôle déstabilisant des *hedge funds* et autres institutions financières jouant sur l'effet de levier, mise en évidence à l'automne 1998 par deux épisodes : la débâcle de LTCM et la crise de liquidité qu'elle provoque sur les marchés financiers globaux, puis le déboucement brutal au début du mois d'octobre de positions spéculatives accumulées sur la parité dollar/yen, qui suscite une appréciation sans précédent de la monnaie japonaise en l'espace de quelques jours.

Le G-7 demande à Hans Tietmeyer, président de la Bundesbank, de faire des propositions pour améliorer la stabilité du système financier mondial. Le rapport Tietmeyer¹² conduit à la mise en place au début 1999 d'une nouvelle enceinte, le Forum de stabilité financière (FSF),

⁹ Michel Aglietta et Christian de Boissieu, «Le prêteur international en dernier ressort», in *L'architecture financière internationale*, rapport du Conseil d'analyse économique, Paris, 1999.

¹⁰ Droits de tirage spéciaux. Créé en 1969, le DTS est un actif de réserve qui peut être créé sur décision du conseil d'administration du Fonds. Il est alors alloué aux différents États membres au prorata de leur quote-part.

¹¹ Voir notamment l'article 22 du communiqué du CMFI du 16 avril 2000 ainsi que l'annexe au communiqué du G-7 du même jour, qui décrivent les principes et le cadre opérationnel de la participation du secteur privé. Barry Eichengreen et Ch. Rühl ("The Bail-In Problem: Systematic Goals, Ad-Hoc Means", document de travail, février 2000) ont porté un jugement sévère sur l'expérience récente en matière de participation du secteur privé.

¹² *International Cooperation and Coordination in the Area of Financial Market Supervision and Surveillance*, 1999, disponible sur <http://www.bundesfinanzministerium.de>

réunissant les Etats et les autorités de régulation des marchés financiers. Le FSF n'est pas censé prendre de décisions mais il produira, avec l'appui intellectuel et logistique de la BRI, des rapports de qualité sur le fonctionnement des marchés financiers.

Tirant les leçons de la crise d'octobre 1998, il organisera la discussion sur l'opportunité d'une surveillance directe des *hedge funds* et publiera, en mai 2000, une liste très médiatisée des centres financiers *offshore* classés suivant la qualité de leur régulation. Quelque peu latérale au regard des autres grands sujets financiers internationaux, cette orientation se verra complétée par le renforcement, sous l'impulsion de la France et des Etats-Unis, de l'identification par le Groupe d'action financière internationale (GAFI) des paradis fiscaux et judiciaires. Le débat sur les *hedge fund*, lui, ne débouchera pas sur des décisions opérationnelles. Malgré l'insistance des Européens, les Américains se refuseront à mettre en place une surveillance directe ou à imposer aux HLI des obligations de transparence à l'égard des marchés et des autorités.

1999-2000 : Premiers bilans, nouveaux débats

En 1999, la crise économique mondiale s'achève. Dans cet environnement apaisé, l'attention peut se concentrer sur l'organisation du système. La controverse sur la liberté de mouvement des capitaux évolue et débouche sur une querelle sur le choix des régimes de taux de change. Initialement avancée par des universitaires, l'idée se répand selon laquelle le choix se réduirait inévitablement à ce que les économistes appellent, dans leur jargon, les « solutions en coin » : d'un côté le flottement pur des monnaies et, de l'autre, une absolue rigidité des changes garantie par l'abandon de l'autonomie monétaire nationale, sous la forme d'une caisse d'émission (*currency board*) ou même de l'adoption d'une monnaie étrangère (dollarisation/euroïsation).

Cette vision est reprise par le Trésor américain, qui met en avant le succès du *currency board* argentin, et dans une certaine mesure par les services du Fonds monétaire¹³. En revanche, elle ne suscite guère d'enthousiasme en Europe et en Asie, où l'on craint notamment qu'elle ne fasse obstacle au développement d'accords régionaux de coopération monétaire comme le mécanisme de change européen, dont les Européens jugent le bilan satisfaisant et dont certains Asiatiques souhaiteraient s'inspirer. Initialement un peu démunies face à cette offensive doctrinale, l'Europe et l'Asie finissent par réagir. En Asie, l'accord de Chiang Maï, en mai 2000, même si sa portée pratique demeure limitée¹⁴, marque pour la première fois une volonté politique de coopération monétaire entre le Japon, la Chine, la Corée et les pays émergents d'Asie ; en janvier 2001, à Kobé, la rencontre des ministres des Finances d'Europe et d'Asie sera l'occasion d'un front commun franco-japonais en faveur des régimes de change intermédiaires¹⁵.

L'année 1999 marque aussi l'aboutissement d'une discussion lancée quelques années auparavant par Michel Camdessus et orchestrée par la France sur la gouvernance du Fonds monétaire. Le rôle croissant du Fonds et la contestation dont il est l'objet invitent à renforcer sa légitimité politique. Plusieurs voies sont possibles, qui ne sont pas exclusives. L'une, qui a

¹³ Voir Stanley Fischer, « Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct? », intervention au congrès de l'*American Economic Association*, 6 janvier 2001, disponible sur <http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/010601a.htm>

¹⁴ Il s'agit de mettre en place un ensemble d'accords de swaps bilatéraux entre les pays de l'ASEAN d'une part, les trois grands pays d'Asie de l'autre.

¹⁵ "Exchange Rate Regimes for Emerging Market Economies", document de travail franco-japonais, <http://www.finances.gouv.fr/actualites/asem.htm>

les faveurs des universitaires, est de définir plus étroitement ses missions et, sur le modèle d'une banque centrale, de donner plus d'indépendance à son conseil d'administration¹⁶. Une autre, proposée par la France et soutenue, quoique sans enthousiasme, par l'Union européenne, consiste au contraire à conserver au Fonds une mission large et évolutive et à demander aux ministres des finances de prendre davantage de responsabilités dans la définition des priorités. Une troisième, qui a la faveur des Etats-Unis, est de renforcer le poids des grands pays émergents, qui s'estiment exclus des mécanismes de prise de décision mondiale.

Se fondant sur un article des statuts du FMI, la France demande donc que son Comité intérimaire, où les vingt-quatre circonscriptions regroupant les Etats membres du Fonds sont représentées au niveau ministériel, soit transformé en un « Collège » doté d'une responsabilité politique. Cela en ferait *ipso facto* une structure de gouvernance économique et financière représentative associant directement ou indirectement la quasi-totalité des pays du monde, et dotée de règles de vote. C'est précisément pour cette raison que les États-Unis n'en veulent pas. La solution est, comme toujours, un compromis. Le « comité monétaire et financier international » (CMFI) bénéficiera d'une préparation plus sérieuse que précédemment, sans être le Collège voulu par la France. Parallèlement, une enceinte de dialogue informelle inspirée du G-7, le G-20, rassemblera pays industrialisés et pays émergents.

Mais à la fin 1999, alors que la discussion semblait close dans l'esprit de la communauté officielle, elle est relancée et radicalisée, cette fois-ci sous la pression extérieure. Les institutions financières internationales sont contestées dans leur principe même, sous le feu croisé des organisations non-gouvernementales (ONG) et de la droite américaine.

La réunion de l'Organisation mondiale du commerce (OMC) à Seattle, qui était censée donner le coup d'envoi d'un nouveau cycle de négociation multilatérale, n'atteint pas cet objectif du fait des désaccords entre Etats membres. Surtout, elle est perturbée par les ONG qui protestent contre la mondialisation et dénoncent l'opacité des discussions multilatérales. Des manifestations du même type auront lieu en avril 2000 autour des réunions de printemps du FMI et de la banque mondiale à Washington, puis en septembre à Prague lors des réunions d'automne. Les institutions financières internationales se voient soudain sommées de rendre compte de leur attitude dans la crise et du bilan des politiques de développement des pays pauvres.

Simultanément, au début 2000, le rapport sur les institutions financières internationales commandé par le Congrès à une commission d'experts présidée par le professeur Allan Meltzer recommande de recentrer la mission du FMI sur la gestion des crises de liquidité et celle de la Banque mondiale sur l'aide au développement des pays les plus pauvres¹⁷. Le rapport Meltzer peut être considéré comme une vision extrême de la réforme du FMI : la preuve en est qu'une partie des membres de la commission a tenu à s'en désolidariser publiquement et que l'administration Clinton comme le Congrès ont pris leurs distances par rapport à lui.

L'appel à un recentrage des institutions internationales et à un appel accru aux financements de marché n'en reflète pas moins un consensus de plus en plus large, au moins aux États-Unis et parmi les universitaires. Cette direction n'est-elle pas celle qu'indique Larry Summers dans

¹⁶ Voir par exemple le rapport de J. de Gregorio, B. Eichengreen, T. Itô et Ch. Wyplosz, *An Independent and Accountable IMF*, ICMB Geneva Report on the World Economy, N°1.

¹⁷ International Financial Institution Advisory Commission, *Report to the Congress of the United States*, mars 2000, disponible sur <http://phantom-x.gsia.cmu.edu/IFIAC/USMRPTDV.html>

un discours à la London Business School ? Le nouveau directeur général du FMI, Horst Koehler, fera bientôt connaître, lui aussi, sa sympathie pour ces thèses¹⁸.

2. Anatomie d'un débat transatlantique

Il est temps maintenant de répondre à nos deux questions initiales : d'où les idées sont-elles venues ? qui a influencé les discussions et les décisions ?

Si les débats ont été animés, les décisions concrètes de la communauté internationale ont été, au total, peu nombreuses et de nature très technique. Peuvent être retenues l'élaboration par le FMI de codes et de normes en matière de politique économique et de publication de statistiques, la possibilité nouvelle donnée au FMI de prêter aux pays en situation d'arriéré, la création de la ligne de crédit conditionnelle, la définition d'un cadre général mais peu précis pour l'implication du secteur privé dans la résolution des crises, la création du Forum de stabilité financière (FSF) et du G-20, et la transformation du Comité intérimaire du FMI en un Comité monétaire et financier international.

Quels que soient leurs mérites, ces réformes sont en deçà des ambitions et de la rhétorique officielles. Mais se focaliser sur des décisions peut être trompeur. Le type de conseil que donnera désormais la communauté financière internationale aux pays émergents, la manière dont elle régulera les marchés financiers internationaux et son modèle d'action collective en cas de nouvelle crise importent tout autant. L'évolution de la philosophie sous-jacente du G-7 et du FMI peut avoir une influence plus profonde qu'une réforme institutionnelle. Et cette philosophie a incontestablement changé : vers plus de prudence dans l'ouverture financière, plus de discernement dans le choix d'un régime de change et une vision plus stratégique de l'aide financière. Ceci incite, prudemment, à l'optimisme : des leçons ont bel et bien été tirées des crises de 1997-98.

D'où les idées sont-elles venues ?

La discussion internationale sur les questions financières a un caractère technique prononcé. Elle est sans cesse alimentée en analyses et en concepts en provenance des services du Fonds monétaire et d'autres institutions officielles, qui disposent de départements de recherche nombreux et de bonne qualité. Mais elle est aussi influencée par la discussion universitaire, qui est sur ces sujets très active. D'abord, parce que les événements posent de manière récurrente des questions nouvelles, ou invitent à revisiter d'anciennes questions. Ensuite, parce que la mobilité entre recherche et administration est aux Etats-Unis très forte. Elle s'est d'ailleurs accrue¹⁹. Enfin, parce que les chercheurs n'attendent pas patiemment que les officiels s'intéressent à eux. Ils interviennent dans le débat public, ont l'oreille de la presse financière, et n'hésitent pas à apostropher les officiels quand ils pensent qu'ils font fausse route.

¹⁸ Larry Summers, "The right kind of IMF for a stable global financial system", intervention à la London School of Business, 14 décembre 1999, disponible sur <http://www.treas.gov/press/releases/ps294.htm>, et Horst Koehler, "Towards a more focused IMF", discours devant la conférence monétaire internationale, Paris, 30 mai 2000, disponible sur <http://www.imf.org>

¹⁹ Larry Summers et Stanley Fischer étaient il y a quelques années professeurs, l'un à Harvard et l'autre au MIT, tandis que Joseph Stiglitz exerçait à Stanford, Alan Greenspan est un économiste de profession, Alan Meltzer et Jeffrey Sachs – les deux auteurs du rapport au Congrès sur la réforme des institutions financières internationales – viennent, eux, de Chicago et de Harvard.

Il n'entre pas dans le cadre du présent article de tenter une généalogie intellectuelle des propositions qui ont inspiré la discussion sur l'architecture internationale. Nous nous contenterons ici d'esquisser une carte des grands courants de réflexion, et surtout d'examiner leur influence sur les orientations officielles, autour des quatre thèmes centraux que nous avons retenus.

Les mouvements de capitaux et les régimes de change

A la veille de la crise mexicaine, la libéralisation totale des mouvements de capitaux semblait aller de soi. Les fondements de ce consensus étaient pourtant intellectuellement et historiquement fragiles. Si personne ne discutait les bénéfices théoriques d'une allocation internationale de l'épargne, les expériences latino-américaines puis les crises du SME en avaient montré le coût potentiel, et les économistes se reconnaissaient dans les propositions prudentes de Ronald McKinnon pour une libéralisation progressive des mouvements de capitaux, au rythme de la transformation de l'économie intérieure et de la consolidation du secteur financier²⁰.

Dès 1998, des voix s'élèvent pour questionner, parfois violemment, le consensus officiel. De manière peut être surprenante, elles viennent moins d'Europe ou d'Asie que des universités américaines. Peu suspects d'a priori négatif à l'égard du marché, des économistes aussi reconnus que Jagdish Bhagwati, Paul Krugman, Dani Rodrik, ou encore Joseph Stiglitz demandent que soient comparés de manière plus objective les bénéfices d'une ouverture accélérée au mouvements de capitaux et les coûts qu'elle induit. La nouveauté a résidé dans les réponses proposées : outre la nécessité d'une plus grande prudence dans la libéralisation, l'accent est mis sur l'opportunité de mesures réglementaires destinées à freiner les entrées de capitaux, à l'exemple de l'« *encaje* » chilienne²¹, et sur le choix du bon régime de change.

En dépit de son analogie avec la proposition de Tobin, l'idée chilienne de taxer les entrées de capitaux pour décourager les investissements d'horizon trop court est née de préoccupations pragmatiques, dans un pays qui gardait le souvenir des ravages que provoque une crise financière. C'est a posteriori seulement que cette politique s'est trouvée validée par des travaux de recherche. Elle a fait, progressivement, son chemin vers une certaine reconnaissance officielle, y compris de la part du FMI.

Le débat sur le « bon » régime de change est, lui, lancé par les économistes. Dans une profession de longue date divisée entre partisans des changes fixes et avocats des changes flottants, le consensus se fait finalement sur le dos des régimes « intermédiaires », c'est à dire des ancrages souples sur des grandes monnaies. Cette thèse, née des réflexions sur l'union monétaire en Europe et du contexte nouveau créé par la liberté complète de circulation des capitaux, ne prend une forme prescriptive qu'après les crises asiatiques²². Lancée aux États-Unis, elle fait rapidement figure de vérité d'évidence, et reçoit un soutien officiel non ambigu

²⁰ Voir R. McKinnon, *The Order of Economic Liberalisation*, Johns Hopkins University Press, 1991.

²¹ L'*encaje* est une obligation de dépôt sans intérêt sur toutes les entrées de capitaux à l'exception des investissements directs et des crédits commerciaux, mise en place au Chili entre 1991 et 1998.

²² Remis au goût du jour durant les années quatre-vingt par Tommaso Padoa-Schioppa, le « triangle d'incompatibilité » de Mundell met en évidence l'impossibilité, dans un monde où les capitaux se déplacent librement, de concilier un taux de change fixe et une politique monétaire autonome. Professeur à Berkeley et grand spécialiste de l'histoire du système monétaire international et de l'euro, Barry Eichengreen a également marqué la réflexion sur les crises financières. Dans son livre, *Toward a new international financial architecture: a practical post-Asia agenda* (Institute for International Economics, Washington DC, 1999), il se prononce de manière prudente pour les solutions en coin.

du Trésor, alors même que ses fondements restent incertains, ou plus exactement que sa validité est circonscrite. Ce n'est que progressivement que se feront entendre des voix plus pragmatiques comme celles de Jeffrey Frankel ou, en dehors des Etats-Unis, d'Agnès Bénassy-Quéré ou de Takatoshi Ito²³.

La participation du secteur privé à la résolution des crises

A l'inverse du précédent, ce débat mobilise plus les officiels que le monde de la recherche. Plus exactement : les universitaires ont abordé précocement la question, revisité le débat sur l'aléa moral en remontant jusqu'à Bagehot, sensibilisé les officiels à ce risque et proposé le *bail in* des investisseurs privés, et au total influencé les premières discussions officielles²⁴, mais à de rares exception près, ils ont ensuite déserté un débat pratique centré sur la mise en œuvre de cette orientation dans des cas concrets. L'appareillage conceptuel préexistait donc à la décision, qui l'a utilisé dans une certaine mesure et en fonction des besoins concrets, mais aucune synergie ne s'est véritablement créée.

Une première explication est que les universitaires se sont engagés dans une voie bien définie, mais sans issue, celle des « clauses d'action collective », sous-estimant en cela la mauvaise volonté des émetteurs tant privés que souverains. Plus simplement, les praticiens se sont focalisés sur le traitement de situations concrètes, toutes différentes, et la discussion a pris de ce fait un caractère excessivement technique. Les Européens, partisans d'un *bail in* systématique, n'ont donc pas pu s'appuyer sur les prescriptions pourtant relativement fortes des économistes.

Le rôle et les programmes du Fonds monétaire international

Ce débat est ancien. Pourtant, au milieu des années quatre-vingt dix, l'expression « consensus de Washington » faisait florès. Elle ne désignait pas une inaccessible unanimité, mais l'acceptation générale de quelques principes, d'inspiration libérale, communs au Fonds monétaire et à la Banque mondiale. La crise asiatique a été l'occasion d'une certaine remise en cause de ce consensus : d'abord, on l'a noté, avec l'apparition d'un débat vif entre les institutions internationales, ou du moins entre certains de leurs représentants ; ensuite par la renaissance d'une contestation externe, en provenance des milieux universitaires (essentiellement américains), des ONG, et des pays en crise.

Controverses et critiques ont pu s'alimenter d'une littérature universitaire qui a toujours été critique sur les programmes du Fonds monétaire. Contrairement à ce qu'on croit trop facilement en France, il ne s'agit pas nécessairement d'une critique « de gauche », pour simplificateur que soit ce terme dans le contexte américain : les critiques les plus radicales du FMI sont venues d'auteurs réputés conservateurs comme Sebastian Edwards, Charles Calomiris ou encore Martin Feldstein, auteur en 1998 d'un article retentissant²⁵. Ces critiques, relayées par le rapport Meltzer, sont marquées par une suspicion de principe à l'égard de l'intervention publique, même en direction des pays les plus pauvres, et se concentrent sur la

²³ Voir respectivement, *No single currency regime is right for all countries or at all times*, Princeton Essays in International Finance, No 215, Princeton University Press, « Optimal pegs for East-Asian currencies », *Journal of the Japanese and International Economies*, vol. 13, 1999, et « On the desirability of a regional basket currency arrangement », NBER working paper No. 8002, novembre 2000

²⁴ Barry Eichengreen et Richard Portes publient en 1995 un papier qui influence visiblement le rapport Rey : *Crisis? What Crisis? Orderly Workouts for Sovereign Debtors*, CEPR, Londres, septembre.

²⁵ Voir notamment Sebastian Edwards, «The International Monetary Fund and the developing countries: a critical evaluation», Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Vol.31, automne 1989. Martin Feldstein, "Refocusing the IMF", *Foreign Affairs*, mars-avril 1998.

légitimité de l'intervention du Fonds et sur son champ d'intervention. La critique de « gauche », représentée par Paul Krugman, Jeffrey Sachs ou Joseph Stiglitz, porte davantage sur le contenu des prescriptions. Même si elle rencontre un écho important en Asie²⁶ et parmi les ONG, elle n'a pas débouché sur des propositions institutionnelles. Mais le FMI en a partiellement reconnu la validité et devrait l'intégrer dans ses recommandations futures.

Très médiatisé, ce débat, n'a guère trouvé d'écho dans les discussions officielles, parce qu'il n'a été relayé en dehors des Etats-Unis que par les pays asiatiques et le Japon, avec d'ailleurs une certaine maladresse, dont témoigne la proposition de Fonds monétaire asiatique évoquée plus haut. L'Europe s'est gardée d'y entrer, en dépit d'une contestation croissante par ses propres ONG, et a d'emblée sacralisé le rôle universel du FMI. Et les États-Unis ne s'en sont saisis que tardivement, après le rapport Meltzer, pour l'instrumentaliser au service de leur plaidoyer pour un certain recentrage des interventions du Fonds. C'est finalement dans ce rapport que les critiques universitaires à l'égard des institutions internationales ont trouvé le meilleur écho.

La gouvernance des institutions de Bretton Woods

Sur ce sujet, deux débats parallèles ne se sont jamais vraiment croisés : celui qu'avait lancé la France sur la réforme du Comité intérimaire, et celui qu'avaient lancé les économistes autour du concept de recentrage (*refocusing*), qui a abouti au rapport Meltzer.

L'origine des idées françaises remontait aux débats entre John Maynard Keynes, qui lors des négociations sur la création du Fonds avait voulu faire de son conseil d'administration un lieu d'impulsion et d'arbitrage politique, et Harry Dexter White, qui au nom des États-Unis ne voulait pas d'une instance trop forte. Le directeur général Michel Camdessus voyait dans ce projet l'occasion d'établir la gouvernance internationale sur des bases plus légitimes que les instances informelles comme le G-7 ou le G-20.

Mais cette proposition n'a jamais donné lieu à une description détaillée et analytiquement construite de ce que devrait être la gouvernance d'une institution dotée de pouvoirs exécutifs importants. Ses partisans n'ont pas su expliquer de manière convaincante qu'un pilotage plus politique s'imposait à partir du moment où l'évolution des problèmes qu'il affrontait contraignait le Fonds à élargir ses missions. Au contraire, les partisans d'un recentrage du Fonds ont su prendre appui sur les théories modernes de l'agence ou du gouvernement d'entreprise, qui insistent sur le besoin d'assigner à une entité des objectifs clairs et vérifiables et pas des objectifs multiples entre lesquels elle devra arbitrer²⁷. Ils se sont aussi nourris d'une critique argumentée des conflits d'intérêt et des problèmes pratiques auxquels peut conduire une conception extensive du rôle du Fonds monétaire.

Au total, ces débats laissent un double sentiment de frustration. Frustration, d'abord, quant à la qualité des interactions entre réflexion et décision. Réactif, au fait des réalités et des contraintes pratiques, le débat académique a produit la plupart des concepts utiles pour penser les crises et leurs remèdes. Sélectif dans ses choix, privilégiant ce qui se prête aisément à rationalisation, il a cependant négligé les enjeux trop techniques ou quantitatifs, ainsi que les détails institutionnels. Il est, aussi, dominé par une économie de la notoriété, qui pousse à

²⁶ Voir Takatoshi Ito, "The Role of IMF Advice", in *Reforming the International Monetary and Financial System*, sous la direction de P. Kenen et L. Swoboda, FMI, 2000.

²⁷ Voir l'entretien avec Jean Tirole, « When markets fail : Tirole discusses why banking regulation is needed and why IMF's role should be well defined » *IMF Survey*, 22 janvier 2001, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/2001/012201.pdf>

forcer le trait et à adopter des positions radicales. Quant aux institutions, elles sont à la fois productrices et grandes consommatrices de recherche, mais en font un usage sélectif et parfois contestable. Comme l'a remarqué Dani Rodrik à propos de la doctrine officielle sur la globalisation²⁸, le discours institutionnel sollicite à l'excès les conclusions de l'analyse économique, parfois jusqu'à l'instrumentaliser. Mais peut être cette situation inconfortable est-elle inhérente à la discipline économique.

Frustration, ensuite, à l'égard de l'incapacité trop fréquente des Européens (et, d'ailleurs, des Japonais et des pays émergents) à s'appuyer sur le débat intellectuel pour construire leurs positions, alors que celles-ci auraient bien souvent gagné à être davantage testées dans la confrontation intellectuelle, étayées par une argumentation construite, ou simplement relayées. Ceci nous amène à notre seconde question.

Quelle a été l'influence des principaux acteurs ?

L'Europe et l'Asie, qui n'avaient pas dans l'affaire les mêmes intérêts que l'Amérique ont, chacune à sa manière – et avec un succès inégal – tenté d'influer sur le cours des événements, mais sans jamais vraiment contester la prédominance américaine.

Les États-Unis

Les États-Unis n'ont pas contribué plus que l'Europe aux plans d'aide financière aux pays d'Asie, et l'ont fait nettement moins dans le cas du Brésil²⁹. Le Japon a, quant à lui, été le premier apporteur bilatéral dans les paquets thaïlandais, coréen et indonésien, devant les États-Unis. À l'aune des apports financiers, le leadership semble donc avoir été partagé entre les trois pôles du monde développé. La réalité est différente : les États-Unis ont joué un rôle prépondérant, pour trois raisons.

Tout d'abord, le Trésor américain s'est d'abord comporté comme le chef d'orchestre des opérations de sauvetage. Il a dépêché des missions dans les pays en déroute, conduit des négociations avec leurs autorités, et exercé une influence directe, à la fois sur la mise au point des plans d'assistance financière multilatérale et sur la définition des programmes FMI. De concert avec le président de la Réserve fédérale, les secrétaires au Trésor ont invité les pays industrialisés à prendre des mesures de soutien de la croissance mondiale, notamment à l'occasion du G-7 d'octobre 1998 qui a suivi la crise russe, et ils ont exercé sur les autorités japonaises des pressions répétées pour qu'elles mettent en œuvre une politique de relance. De leur côté, ils ont réagi promptement aux tensions sur la liquidité consécutives à la crise russe.

En faisant preuve d'une capacité à appréhender les problèmes de l'économie mondiale dans toute leur ampleur, et d'une capacité opérationnelle de réaction à la mesure des urgences, les États-Unis ont ainsi acquis une légitimité : ils se sont comportés comme si la responsabilité effective du pilotage des crises leur avait été confiée, et ont pu ensuite, légitimement, tirer les bénéfices du redressement économique mondial.

Cette légitimité opérationnelle a également donné poids aux propositions de réforme que le Trésor américain mettait régulièrement sur la table ou à son rejet de suggestions qu'il considérait comme impraticables. Des propositions comme la ligne de crédit conditionnelle

²⁸ Dani Rodrik, "Can Integration into the world economy substitute for a development strategy?", communication au colloque ABCDE-Europe CAE-World Bank, Paris, juin 2000.

²⁹ Les États membres de l'Union européenne ont apporté 7,5 milliards de dollars au prêt de 14,5 milliards au Brésil coordonné par la BRI, et les États-Unis 5 milliards.

(CCL), la formation des « G-22 », « G-33 » ou « G-20 », les « solutions en coin » pour les politiques de change, ou encore le recentrage du FMI et de la Banque mondiale ont structuré la discussion internationale avant de faire leur chemin dans les faits. Les autres pays pouvaient s'opposer à ces idées, mais jamais les ignorer. L'Amérique s'est ainsi comportée en *agenda setter* de la discussion internationale, de manière non exclusive mais assez largement prépondérante.

Enfin, pour élaborer ces propositions, l'administration américaine a pu continûment puiser dans un gisement de recherche universitaire. La forte mobilité entre l'université et les sphères de la politique économique a rendu possible un débat d'une ampleur et d'une richesse sans équivalent ailleurs dans le monde. Ce débat a permis de « roder » les propositions nouvelles à l'occasion de multiples discussions informelles avant qu'elles ne soient formulées dans les enceintes de négociation internationales. Plus encore qu'à l'accoutumée, Washington fut le lieu où les choses se passaient.

On peut voir là a posteriori une nouvelle manifestation d'une stratégie que l'on pourrait qualifier de « gramscienne » ou que des auteurs comme S. James et D. Lake ont appelé « troisième visage de l'hégémonie », c'est à dire « *l'utilisation par l'hégémon des idées et de l'idéologie pour structurer l'opinion publique et l'ordre du jour du débat public dans les pays étrangers* »³⁰. Bien souvent d'ailleurs, ce sont les débats américains qui ont déterminé l'orientation des discussions internationales. Ces débats ont été vifs parce qu'ils comportaient des enjeux de pouvoir internes : le Trésor est traditionnellement suspecté par le Congrès d'utiliser son influence dans les institutions internationales pour le contourner, ce qui est une raison supplémentaire pour le Congrès de se méfier de ces institutions. Les Européens et les Japonais se sont ainsi plus d'une fois trouvés en situation d'arbitrer des divergences de vues internes aux États-Unis.

L'Europe

L'Europe n'a pas été absente des discussions. Les propositions faites en 1998-1999 à la suite des initiatives britannique et française ont été sans conteste une partie intégrante de la discussion internationale, et les Européens peuvent à bon droit revendiquer la paternité de certaines des réformes qui ont été finalement adoptées par la communauté internationale : une vision plus prudente de l'ouverture du compte financier, des codes de conduite pour les politiques publiques, le rôle accru du Comité intérimaire, une attitude plus dure vis à vis des places financières offshore. L'Europe a aussi su défendre l'idée que le FMI doit jouer un rôle dans la lutte contre la pauvreté, notamment dans les pays qui n'ont pas accès aux marchés financiers internationaux. Ce n'est pas un résultat négligeable.

L'Europe a aussi joint les actes à la parole. Elle a joué un rôle important dans les opérations d'aide financière aux pays en crise, et ses banques ont pris une part prépondérante dans la restructuration de la dette coréenne en décembre 1997.

Enfin, le fait que la crise ait éclaté en Asie au moment même où onze États européens s'apprêtaient à mettre en commun leurs monnaies a forcé leurs gouvernements à mieux se coordonner dans les enceintes internationales et, en amont, à discuter les questions financières internationales dans les enceintes communautaires. Les gouverneurs de la zone euro ont cédé leur place au G7, pour les discussions à caractère macro-économique, au président de la BCE,

³⁰ “The Second Face of Hegemony: Britain's Repeal of the Corn Laws and the American Walker Tariff of 1846”, *International Organization*, Vol. 43, pp. 1-29, 1989.

et le président de l'Eurogroupe est également été invité à y participer. Un début de coordination s'est aussi instauré entre les administrateurs européens au Fonds monétaire. Ceci n'a toutefois pas suffi à faire apparaître une voix européenne unique au sein du G-7 et du FMI.

Pourtant, sur les trois plans que nous avons mis en avant à propos des Etats-Unis – responsabilité opérationnelle, capacité propositionnelle, leadership intellectuel, le contraste est net.

Sur le plan *opérationnel*, l'Union européenne a donné plus souvent qu'à son tour l'impression de ne pas être vraiment impliquée dans la gestion de la crise. Bien entendu, elle n'a jamais été absente des discussions internationales, en particulier au niveau des directeurs du Trésor, suppléants des ministres du G7, ou dans le cadre des conseils d'administration du FMI et de la Banque mondiale. Mais son investissement au niveau politique dans la définition et la mise en œuvre des réponses à apporter aux situations d'urgence a été intermittent : les ministres des pays de l'Union ou de la zone euro n'ont pas procédé en continu à une évaluation de la situation et à l'élaboration de réponses, et ils n'ont pas entretenu avec les pays en crise un dialogue permanent comme les États-Unis ont pu le faire.

Sur le plan des *propositions*, l'Europe n'a pas su faire évoluer ses positions de négociation alors même que l'histoire progressait autour d'elle et que la discussion s'approfondissait, ce qui lui a progressivement fait perdre le bénéfice d'une position initialement volontariste. Le rapport de décembre 1998 du conseil ECOFIN sur le renforcement de l'architecture financière internationale, qui a servi de base aux prises de position européennes, n'a pas été mis à jour par la suite, alors même que la discussion internationale se développait et abordait de nouveaux sujets. Bien entendu, cela n'a pas interdit aux représentants européens de participer aux discussions et de s'y faire entendre. Mais ils n'ont pas pu s'appuyer sur une position commune publiquement annoncée qui aurait fait contrepoids aux initiatives américaines.

Il est vrai que la vision européenne du rôle des institutions financières internationales, plus ambitieuse que celles des Etats-Unis, était de ce fait plus difficile à mettre en cohérence. Les Européens voudraient tout à la fois que le FMI finance le développement et gère les crises financières, tout en respectant la souveraineté des Etats et en ne créant pas d'aléa moral : contrat ambitieux mais difficile à décliner au plan opérationnel. Les économistes, qui prônent la séparation des objectifs, ont du mal à s'y reconnaître. Les Etats-Unis et le Japon ont moins d'états d'âme. Les premiers privilégient l'efficacité dans la gestion des crises, quitte à limiter drastiquement le rôle du FMI ; les seconds accordent plus de poids au respect de la souveraineté, quitte à déléguer à des enceintes régionales une partie des fonctions de surveillance du Fonds.

Sur le plan des *idées*, l'Europe n'a pas entretenu en son sein un débat intellectuel qui aurait permis de faire cheminer des idées et de les tester avant de les soumettre à une négociation formelle. Ajoutons enfin que les États-Unis ont su, par un travail d'explication et de conviction en amont, réunir des coalitions plus larges autour de leurs idées, particulièrement parmi les pays en développement.

Pourquoi ? Plusieurs raisons peuvent expliquer cette tendance conservatrice de la position européenne :

- seuls quelques États européens se comportent vraiment comme des acteurs de premier plan, parce qu'ils ont à la fois une expérience des questions financières internationales et la volonté politique de défendre leurs idées, au besoin contre les États-Unis. Or, ceux qui

remplissent ces conditions (le Royaume-Uni, l'Allemagne et la France) n'étaient pas toujours d'accord entre eux ;

- l'Union européenne ne pouvant en tant que telle contester le *leadership* américain, ses États membres ont eu tendance à s'enfermer dans des comportements provinciaux. Plus enclins à se lancer dans des combats isolés sur les sujets qui leurs tenaient à cœur ou qui étaient pour eux des enjeux de politique intérieure, ou à combattre les propositions qui leur déplaisaient, qu'à embrasser l'ensemble des questions, ils n'ont pas su développer une vision véritablement globale des enjeux et des compromis possibles ;
- les États membres ont du mal à définir un mandat de négociation dans un domaine qui n'entre pas dans le champ de la compétence communautaire : après avoir atteint un compromis entre gouvernements et entre les gouvernements et leurs banques centrales, l'Union européenne a tendance à s'y tenir et éprouve des difficultés à faire évoluer sa position³¹. Cette inertie s'accorde particulièrement mal avec des situations de crise, un contexte financier évolutif, et une évolution rapide des idées et des doctrines.
- le système actuel ayant été mis en place à une époque (le lendemain de la seconde guerre mondiale ou, s'agissant du G7, la fin des années soixante-dix) où le poids de l'Europe dans l'économie mondiale était beaucoup plus important qu'aujourd'hui, les Européens craignent que l'apparition de nouvelles enceintes de discussion faisant une plus large place aux pays émergents n'affaiblissent leur influence ;
- l'interaction entre la communauté universitaire et les milieux gouvernementaux est moins intense en Europe qu'aux États-Unis, si bien que les gouvernements européens n'ont pu tirer parti d'un débat interne aussi vivant qu'outre-Atlantique. La mobilité entre l'université et l'administration économique et financière est très faible en Europe. Bien que des universitaires européens de premier plan aient participé activement à la discussion internationale et lancé leurs propres idées, les officiels et les médias les ont rarement écoutés. De ce fait, le contenu des débats nationaux, notamment dans les Parlements, étaient souvent d'une grande pauvreté et centré sur des problématiques exclusivement nationales ;
- enfin, le secteur privé européen n'a pas participé aussi activement au débat que son homologue américain. Des intérêts géographiques divergents, des enjeux industriels conflictuels et le manque de représentation unifiée ne lui ont pas permis de peser sur des décisions qui le concernaient pourtant directement.

Le Japon

On aurait pu s'attendre à ce que le Japon, grande puissance asiatique en relation étroite avec les pays du voisinage, avocat d'un modèle asiatique de développement et de croissance, prenne une part active à la discussion. Il n'en a rien été.

Après que les États-Unis et l'Europe eurent coupé court en 1997 à sa tentative de créer un « Fonds monétaire asiatique », le Japon a adopté une attitude plus effacée et cessé de jouer un rôle global. Il faut reconnaître que l'énergie des décideurs politiques était employée, sans doute plus utilement d'ailleurs, à tenter de mettre fin à une crise économique interne d'une rare sévérité. Ceci a pourtant permis aux États-Unis et au FMI de faire aux pays asiatiques des recommandations de politique économique (notamment en matière de transparence, de gouvernement d'entreprise, d'ouverture des marchés) qui allaient bien souvent à l'encontre du modèle asiatique, sans que le Japon ait les moyens de s'y opposer.

³¹ On l'a vu, dans un tout autre domaine, lors de la négociation de La Haye sur le climat en décembre 2000.

Le contraste est saisissant avec la montée de puissance de la Chine, qui a exploité à bon escient l'instabilité financière en Asie et sa décision mûrement réfléchie de ne pas laisser flotter le yuan, pour se construire une image de « pôle de stabilité » régional qu'on aurait cru réservée, sous d'autres horizons, à l'Allemagne.

Tokyo a tout de même su cultiver son influence régionale. Son attitude critique vis à vis des plans d'ajustement du FMI et tolérante vis à vis des solutions hétérodoxes comme le contrôle des capitaux malaisien a pu lui valoir quelque sympathie dans la région. On peut qualifier cette attitude d'opportuniste ou, au contraire, faire crédit au Japon d'une vision de long terme de l'importance de la dimension régionale dans l'architecture mondiale, et de la nécessité de renforcer le poids de l'Asie. On pense ici aux appels répétés du Japon à une révision des quote-parts du FMI, à l'« initiative Miyazawa » en matière de dette et de développement dans la région et aux efforts déployés pour renforcer, au moins symboliquement, la coopération monétaire et financière régionale.

3. Conclusion

Les discussions sur la réforme de l'architecture financière internationale ont mis en évidence la permanence du rôle des États-Unis comme « tuteur bienveillant » de la finance internationale. On peut être légitimement admiratif de la manière dont ils ont exercé cette tutelle, confirmant qu'ils étaient à la hauteur de leurs responsabilités dans la défense de la stabilité mondiale. Mais ils ont aussi montré qu'ils étaient prêts à défendre des intérêts étroitement nationaux, et qu'en cas de conflit entre ceux-ci et la défense de l'intérêt collectif, ils abandonneraient sans hésiter leur caractère bienveillant.

Force est de constater que l'Europe ne s'est pas comportée durant cette période comme la puissance économique globale qu'elle prétend parfois être devenue. Même si elle a joué un rôle réel dans la résolution des crises, ce rôle s'est davantage apparenté au règlement d'une dette envers les pays émergents – compte tenu notamment du rôle qu'avait joué les banques européennes dans le financement de l'expansion asiatique – qu'à un investissement stratégique dans l'avenir.

Faut-il s'alarmer que l'Union européenne apparaisse finalement comme un paquebot armé pour les mers calmes ? Et, après tout, n'y a-t-il pas avantage à vivre sous tutelle, lorsque celle-ci est bienveillante ? La tentation existe, à l'évidence. Dans ce domaine comme dans d'autres, elle divise les Européens, entre ceux qui prétendent à la puissance et ceux qui n'aspirent qu'à la prospérité.

Il faut pourtant se rappeler que les intérêts européens diffèrent souvent, en matière monétaire et financière, de ceux des États-Unis. En raison de la géographie, qui ne lui fait pas porter exactement le même regard sur la Russie ou sur l'Afrique ; le FMI et la Banque mondiale sont à Washington, et donc plus sensibles aux brouillards du Potomac qu'à ceux de la Seine ou de la Tamise ; l'avenir de l'Europe est à l'Est, ce qui la conduit par exemple à envisager la question des régimes de change dans une optique différente de celle des États-Unis. Parce que ses relations financières avec les économies émergentes sont d'abord le fait des banques, tandis que celles des États-Unis sont marquées par les financements de marché³². Parce qu'aussi la plupart des *hedge funds* sont américains. Plus fondamentalement enfin, en raison

³² 63% des créances sur les pays en développement recensées par la BRI sont le fait des banques européennes contre 15% seulement pour les banques nord-américaines. Les Européens souhaitent donc logiquement que l'implication du secteur privé dans la résolution des crises s'étende au financement obligataire, tandis que les Américains sont plus réservés.

de la nature même de la construction européenne : une Europe qui s'est construite autour de règles, et par là même moins apte à prendre des décisions discrétionnaires, est plus attachée que les États-Unis à une régulation internationale ordonnée.

L'Europe et les États-Unis ont donc des intérêts spécifiques à défendre aux plans micro-économique ou micro-financier. Il n'en va pourtant pas de même des risques de nature macro-économique. En 1994, l'Europe n'avait pas compris que la crise au Mexique la concernait, et son premier mouvement fut d'en laisser la charge aux États-Unis. La prise de conscience de la nature globale des risques devait venir plus tard pour les Européens, qui contribuèrent sans état d'âme aux plans coréen ou brésilien.

En créant l'euro, l'Europe est devenue un acteur monétaire et financier mondial. De Madrid à Prague, elle a montré qu'elle pouvait faire entendre sa voix quand elle s'en donnait les moyens. Pour être à la hauteur des attentes qu'elle a suscitées, elle devra développer une vision claire de ses intérêts stratégiques dans l'économie mondialisée, et se doter des moyens de les défendre dans les négociations financières internationales. Elle devra pour cela décider comment elle souhaite être représentée dans les enceintes de gouvernance mondiale lorsque ce débat, et c'est inévitable, sera rouvert. Elle devra aussi se doter d'une force d'initiative intellectuelle et politique. Elle devra enfin donner à ses représentants les moyens institutionnels d'adapter leur position dans des discussions qui évoluent rapidement, comme c'est déjà le cas en matière de commerce international. Ces deux objectifs – la vision et la capacité opérationnelle qui l'accompagne - sont maintenant une ardente priorité.