

La crise financière internationale ou les risques de l'endettement

Michel Lelart

Volume 18, numéro 4, 1987

URI : <https://id.erudit.org/iderudit/702257ar>

DOI : <https://doi.org/10.7202/702257ar>

[Aller au sommaire du numéro](#)

Éditeur(s)

Institut québécois des hautes études internationales

ISSN

0014-2123 (imprimé)

1703-7891 (numérique)

[Découvrir la revue](#)

Citer cet article

Lelart, M. (1987). La crise financière internationale ou les risques de l'endettement. *Études internationales*, 18(4), 841–849.
<https://doi.org/10.7202/702257ar>

LIVRES

1. ÉTUDES BIBLIOGRAPHIQUES

La crise financière internationale ou les risques de l'endettement*

Michel LELART**

Il est difficile de situer dans le temps le début de la crise financière qui affecte et bouleverse l'économie mondiale. Elle prend ses racines dans le système de Bretton-Woods mis en place à la fin de la guerre, mais elle ne s'est révélée qu'au début des années 80, quand on s'est rendu compte que certains pays en voie de développement s'étaient endettés au-delà de toute mesure. Les études se sont multipliées depuis et les solutions imaginées ne se comptent plus, mais le problème reste entier et à vrai dire la crise s'étend: la dette des pays en voie de développement ne se réduit pas, elle progresse certes beaucoup plus lentement, mais les États-Unis sont devenus en quelques années le pays le plus endetté; et on prévoit qu'ils le seront d'ici 1990 plus que l'ensemble des pays du Tiers Monde!

Cette extension de l'endettement suscite un grand nombre de travaux. Six ouvrages publiés récemment en langue française par des praticiens, des universitaires ou parfois les deux à la fois, adoptent chacun une démarche originale. Ils sont de ce fait très largement complémentaires, même s'ils ne convergent pas sur tous les points, en particulier sur les solutions à envisager. Mais l'ensemble constitue une occasion exceptionnelle de saisir les différents aspects du problème et de comprendre sa complexité.

Le premier de ces ouvrages est publié par Jean Denizet qui a dirigé longtemps le Service des Études de Paribas. C'est une histoire très complète et minutieusement racontée du système de Bretton-Woods et de sa transformation en un système international du dollar. On

* BOURGUINAT, H. *L'économie mondiale à découvert*. Paris, Calmann-Levy, 1985, 270 p.

BOURGUINAT, H. *Le vertige et la finance internationale*. Paris, Éditions Économica, 1987, 296 p.

DAVID, Jacques-Henri, *Crise financière et relations monétaires internationales*. Paris, Éd. Économica, 1985, 206 p.

DENIZET, J. *Le dollar: Histoire du système monétaire international*. Paris, Éditions Fayard, 1985, 260 p.

LEVY-GARBOUA, Vivien et MAAREK, Gérard, *La dette, le boom, la crise*. Paris, Éditions Atlas-Économica, 1985, 289 p.

LOMBARDI, Richard W. *Le piège bancaire: dettes et développement*. Paris, Flammarion, Coll. « Enjeux pour demain », 1985, 342 p.

** Directeur de Recherche au C.N.R.S., Paris, Institut Orléanais de Finance, Université d'Orléans. *Revue Études internationales*, volume XVIII, n° 4, décembre 1987

y trouve une description précise du contexte économique et politique de l'après-guerre qui permet de comprendre beaucoup mieux la teneur des accords de 1944. L'auteur retrace au jour le jour, pourrait-on dire, les événements qui ont suivi: jusqu'en 1960 le système a bien fonctionné, grâce au plan Marshall, à l'incitation aux investissements US en Europe, à l'Union Européenne des Paiements. Il a raison de s'extasier devant « le maternage de l'Europe par les États-Unis » qui ont aussi aidé à la mise en place de l'U.E.P. (p. 53), mais il ne faut pas oublier que les autorités américaines ont obtenu du FMI, qu'il n'accorde aucun crédit aux pays qui bénéficiaient de l'aide du Plan Marshall... ce qui a été fortement critiqué à l'époque.

Le système s'est déréglé au début des années 60 quand le déficit de la balance des paiements US a progressé du fait de la guerre du Vietnam, mais surtout de la politique monétaire américaine qui, pour soutenir la croissance de l'économie à l'approche des élections, surtout celles de 1964, a pratiqué des taux d'intérêt exceptionnellement bas. Le Système Fédéral de Réserve a fini par réagir, et le Gouvernement a pris certaines mesures pour limiter les sorties de capitaux: l'auteur montre très bien comment les euro-marchés ont pris la relève et comment les euro-dollars, poussés aussi par le jeu de la célèbre règle 'Q', ont commencé à se répandre et à se multiplier.¹ La responsabilité des États-Unis est donc très grande dans l'accumulation des liquidités internationales qui a fini par emporter le système de Bretton-Woods qui n'avait rien prévu pour assurer un approvisionnement correct en moyens de paiement internationaux. L'auteur a bien raison de s'étonner que Keynes, qui connaissait bien les cycles longs de la production d'or, n'ait pas réussi à obtenir l'introduction, dans les accords de 1944, d'un mécanisme régulateur des réserves internationales (p. 35). C'est sur ce point-là, précisément, que le plan américain se distinguait le plus du plan britannique...

Cette accumulation de dollars dans le monde n'a pas permis de maintenir longtemps des rapports de change fixes entre les principales monnaies. La seconde partie de l'ouvrage analyse pas à pas l'évolution vers un régime de taux de change flottants. L'émotion provoquée par le quadruplement des prix du pétrole et les taux d'inflation à deux chiffres qui en résultaient a facilité la transformation d'un expédient provisoire en un système définitif que le deuxième amendement aux Accords de Bretton-Woods a purement et simplement légalisé en 1978 (p. 155). Les variations incessantes des taux de change qui ne sont qu'exceptionnellement maîtrisées et l'importance des opérations financières (200 milliards de dollars sont achetés et vendus chaque jour) empêchent le mécanisme correcteur des balances des paiements de fonctionner: les excédents et les déficits s'accumulent.

J. Denizet analyse ces conséquences et critique d'une façon percutante le régime des taux de change flottants et son aptitude à fixer un prix d'équilibre. En quelques pages remarquables il oppose le fonctionnement des marchés financiers aux marchés réels (pp. 164-171). C'est effectivement parce que la monnaie n'est pas un bien ou un produit comme les autres que son prix ne peut être abandonné aux seules lois du marché. Cela nous paraît une évidence... mais cela ne fait pas l'unanimité de nos jours! Il est vrai que si la monnaie ne peut dépendre du marché, il faut créer un ordre monétaire... et il est des pays qui préfèrent s'en passer. Malgré la croissance des déficits — budgétaire et extérieur — américains, l'échec — que l'on peut discuter — du système monétaire européen et l'ampleur de la dette du Tiers Monde, l'auteur trouve quelques raisons d'espérer devant la prise de conscience des contraintes d'une « économie d'endettement » et devant le renforcement de la coopération internationale qui lui paraît être le seul substitut aux changes flottants.

1. L'auteur avait déjà expliqué longuement ces opérations dans un chapitre de l'ouvrage écrit avec F. PERROUX et H. BOURGUINAT, *Inflation, dollar, euro-dollar*, Paris, Gallimard, 1971, pp. 58-78.

Le deuxième ouvrage regroupe en quatre chapitres bien distincts une série de cours donnés à l'Institut d'Études Politiques de Paris par J.H. David qui était secrétaire général du Conseil National du Crédit et actuellement directeur financier du groupe Saint Gobain. Deux chapitres assez brefs sont consacrés au système monétaire européen et à la dette des pays en voie de développement, à l'égard desquels l'auteur est nettement plus optimiste que J. Denizet — nous y reviendrons. Dans un autre chapitre consacré à l'organisation des règlements internationaux, il analyse la genèse du rôle international du dollar d'une façon beaucoup plus succincte mais tout aussi claire que dans l'ouvrage précédent. L'accent est également mis sur l'aspect historique puisqu'il est question de l'étalon-or et de la conférence de Gênes, comme sur l'aspect politique car l'évolution des monnaies est analysée par référence à l'évolution des rapports de force entre les pays. Mais l'auteur ne condamne pas le régime actuel des taux de change: le flottement généralisé des monnaies lui paraît le mieux assurer le rôle du dollar comme pivot du système monétaire international (p. 79).

Le chapitre le plus important est consacré aux liquidités internationales. Plusieurs concepts sont discutés par référence aux fonctions de la monnaie; les principaux agrégats sont commentés de même que leur évolution récente, mais on ne peut suivre l'auteur dans son calcul des liquidités potentielles: dans le cadre du Système Monétaire Européen, tous les pays ne peuvent bénéficier en même temps des crédits prévus: un pays ne peut être débiteur que si un autre est créancier (p. 28). De même, les ressources mobilisables auprès du FMI ne correspondent pas au maximum des tirages que peuvent effectuer les pays qui sont endettés auprès du Fonds (p. 27). Il faut tenir compte des ressources du Fonds en monnaies utilisables, car la plupart des monnaies qu'il détient sont celles des pays endettés envers lui, comme de sa propre capacité d'emprunt.²

J.H. David analyse aussi les mécanismes par lesquels les avoirs en devises peuvent augmenter, notamment les avoirs en euro-monnaies. Pour lui il y a création de dollars en dehors des États-Unis, comme au sein d'un système monétaire national, car à mesure que le circuit du dollar s'est étendu hors des États-Unis, la fuite vers le dollar US a fortement diminué.³ Mais l'auteur pousse trop loin cette analogie: le dollar est d'abord un dépôt à vue qui peut être utilisé dans les règlements et qui peut être déposé à terme et devenir une monnaie de réserve. Au contraire, l'euro-dollar est toujours un dépôt à terme, attiré dans une banque hors des États-Unis par le taux d'intérêt plus élevé qu'elle peut offrir. Cette banque ne peut donc prêter des dollars en créditant le compte de son client dans ses livres: elle fait mettre ces dollars à la disposition de son client auprès de son correspondant aux États-Unis. Il n'y a donc pas création de monnaie proprement dite du fait des opérations des euro-banques qui ne peuvent faire augmenter les dépôts à vue d'un seul dollar; il y a seulement expansion des liquidités car ces dollars utilisés par ceux qui les ont empruntés peuvent être déposés à terme hors des États-Unis.

Cette précision n'est pas sans importance. On oublie trop souvent que les euro-dollars sont liés aux dollars US et que les dollars US ne peuvent être créés que par le système bancaire américain: ils passent aux mains de non-résidents à l'occasion des opérations effectuées par les États-Unis avec le reste du monde. C'est pourquoi il est difficile de parler d'une « entrée nette de capitaux » aux États-Unis depuis 1980 et de dire que les banques américaines « se sont mises à importer des capitaux pour les prêter sur le territoire même des

2. Nous avons analysé le rôle du FMI dans la création des liquidités internationales dans *Les opérations du Fonds Monétaire International*, 2^{ème} édition, Paris, Economica, 1987.

3. Contrairement à la thèse bien connue de F. Klopstock qui acceptait l'idée d'une création, mais la croyait très limitée du fait de l'importance des fuites, sous forme notamment d'un « retour » des dollars aux États-Unis.

États-Unis » (p. 169).⁴ Les dollars ne peuvent rentrer aux États-Unis que s'ils en sont d'abord sortis... et comment peuvent-ils rentrer puisqu'ils n'en peuvent jamais sortir: les dollars inscrits en dépôt dans les banques américaines sont tout simplement détenus par des non-résidents.

Cette mécanique du dollar et le rôle particulier de cette monnaie au coeur du système monétaire international sous-tend les deux ouvrages suivants publiés à deux années d'intervalle par Henri Bourguinat, professeur à l'Université de Bordeaux. Ils constituent une analyse approfondie et très argumentée du régime d'endettement permanent, extension au niveau international de l'économie d'endettement qui se caractérise par une déconnexion entre les flux financiers et les flux réels, par une importance accrue des premiers au détriment des seconds, par la priorité donnée à la fonction financière qui repose sur une institution chargée d'assurer l'intermédiation entre les agents économiques qui tendent à devenir d'abord des débiteurs et des créanciers. La monnaie ne fait plus que circuler entre ceux qui l'utilisent en règlement de leurs échanges, elle s'accumule entre les mains des uns qui deviennent créanciers des autres, non pas directement mais par l'intervention des institutions financières. Entre les pays, les déficits et les excédents ne se réduisent plus peu à peu par des mesures d'ajustement, ils se financent les uns les autres, ils se transforment en dettes et en créances qui peuvent s'accumuler sans limites.

Dans *L'économie mondiale à découvert*, H. Bourguinat retrace l'évolution du rôle international du dollar, notamment depuis le premier choc pétrolier qui a accéléré le processus qui devait conduire à l'endettement permanent. Depuis 1974, les autorités américaines ont d'abord levé les obstacles aux flux de capitaux avec l'extérieur, rétablissant la communication entre les marchés du dollar et de l'euro-dollar et facilitant l'arbitrage entre les deux. Elles ont ensuite « rapatrié l'euro-dollar aux États-Unis » en autorisant l'ouverture de zones franches bancaires, notamment à New-York, en application de la loi sur les facilités bancaires internationales. Enfin l'augmentation des taux d'intérêt US a sensiblement relevé le coût réel des emprunts au moment où les banques, devant la montée du risque des pays, augmentaient leur marge et devenaient plus réticentes à renouveler leurs crédits: les prêteurs fixaient les conditions sur les marchés de capitaux qui se trouvaient davantage « déterminés par l'offre ».

La parution de cet ouvrage n'a pas arrêté les changements! Devant la baisse des prix pétroliers qui n'entraînait pas une relance de l'économie mondiale, devant le changement brutal dans l'évolution du cours du dollar dont la baisse ne permettait pas de réduire le déficit extérieur des États-Unis, devant l'impossibilité de réduire la dette des pays en voie de développement par une reprise de moins en moins probable de l'économie américaine, l'auteur a voulu approfondir son analyse. Dans *les vertiges de la finance internationale*, il attache beaucoup d'importance aux changements qui affectent actuellement les marchés financiers et qui, facilités par la dérèglementation, modifient sensiblement l'activité des banques traditionnelles et diffusent les risques plus qu'ils ne les réduisent. La montée prodigieuse de l'endettement des États-Unis est aussi un changement fondamental auquel une large place est accordée dans ce livre. H. Bourguinat repère cette évolution et commente « le paradoxe historique des États-Unis emprunteur net » (p. 149)⁵, lesquels ne sauraient

4. On retrouve la même idée dans un article de A. KALETSKY, « L'endettement des États-Unis ou le jour où la banque explosera », publié dans le *Financial Times* du 7 juin 1985 et reproduit dans l'ouvrage de J.H. Dayid, p. 119.

5. L'endettement net des États-Unis envers le reste du monde est de 220 milliards de dollars à la fin de 1986, deux fois plus qu'à la fin de l'année précédente!

toutefois être comparés à l'Amérique latine, notamment parce qu'ils ont le privilège de pouvoir emprunter en leur propre monnaie.

L'analyse de l'auteur fait ressortir l'ambiguïté actuelle du rôle international des États-Unis :

Dans la mesure où elle est surtout le dollar, la monnaie internationale ne peut être créée que par eux. Elle l'était autrefois à l'occasion de leurs investissements ou de leurs crédits à l'étranger, elle l'est maintenant à l'occasion de leurs achats. Ce pays a donc la responsabilité du prêteur en dernier ressort, il doit assurer le bon fonctionnement du système international des paiements. L'auteur a des pages très pertinentes sur ce point.

Mais les États-Unis empruntent maintenant beaucoup plus qu'ils ne prêtent à l'étranger. Le déficit de leur budget, qu'ils sont incapables de maîtriser, en est largement responsable — comme il est responsable des taux d'intérêt élevés dans le monde. Ils déséquilibrent dangereusement le circuit des paiements internationaux ou, comme dit l'auteur, le circuit mondial des fonds prêtables qu'ils utilisent à leur profit (p. 161). Sur ce point également la démonstration est implacable.

Les États-Unis sont donc au coeur de la pyramide de l'endettement. Ils détiennent la clé de tout l'édifice. Ils sont directement concernés par la solution qui s'impose et que l'auteur entrevoit dans une diversification des monnaies. C'est là un thème qui lui est cher, et depuis longtemps.⁶ Il propose que le partage des tâches entre le dollar et d'autres monnaies soit peu à peu organisé, la coopération internationale aidant, non pas pour remplacer la monnaie américaine, mais pour l'épauler par d'autres monnaies susceptibles d'exercer certaines des fonctions monétaires. L'auteur pense surtout à la monnaie véhiculaire et à la fonction de facturation et de règlement. C'est là, de toute évidence, la fonction première de la monnaie qui lui semble pouvoir être assez largement exercée également par les monnaies d'autres pays dans leurs relations commerciales avec l'étranger.

Mais le dollar est moins actuellement une monnaie de règlement qu'un avoir de réserve. Il est moins au coeur des mécanismes de circulation que des mécanismes d'accumulation au niveau international. Suffit-il que le franc français soit davantage utilisé dans les échanges entre la France et ses partenaires pour qu'il soit du même coup conservé et détenu par les agents qui le reçoivent ? C'est bien ce qui distingue le rôle essentiellement technique que la livre exerçait autrefois du rôle davantage politique que le dollar exerce aujourd'hui. De plus, la diversification des monnaies peut-elle se faire par le marché ? L'auteur le pense, qui donne la priorité au choix du public, qui trouve essentielle la liberté d'usage, qui pense que les autorités monétaires doivent interférer le moins possible avec les opérateurs privés « qui sont les meilleurs juges de la qualité des services rendus par les différentes monnaies » (pp. 179-180). À cette conception s'en oppose une autre — que personnellement nous préférons — qui tient pour essentielle la mise en place d'un ordre préalable basé sur des règles précises acceptées par tous.

Dans son deuxième ouvrage, H. Bourguinat recense et discute un certain nombre des solutions envisagées de nos jours pour revenir à un régime de changes « ordonnés »... ce qui signifie précisément que certaines règles soient rétablies. On appréciera son analyse des zones cibles (Williamson), du réglage concerté des politiques monétaires (Mc Kinnon), d'un retour à l'or qu'il juge hypothétique (Laffer), enfin d'une taxation des opérations de change

6. Cf. notamment : « De l'étalon-dollar au système multi-devises — Premiers signes d'évolution », *Eurépargne*, octobre 1979, et « Le polycentrisme monétaire », *Eurépargne*, juillet-août 1980.

(Tobin). Cette dernière idée devrait faire son chemin, tant elle semble logique quand on compare l'explosion des opérations financières liée à leur extrême facilité et les contraintes que rencontrent naturellement les opérations dites réelles.

Dans son premier ouvrage, H. Bourguinat consacre de longs développements à la dette des pays en voie de développement.⁷ Là aussi il envisage les diverses solutions avancées. Il ne croit pas — à juste titre selon nous — qu'une reprise économique aux États-Unis, par ailleurs fort problématique, suffirait à assainir la situation. Et devant les rééchelonnements qui se multiplient sans constituer une réelle solution, il émet l'idée d'une dette perpétuelle et examine par quels moyens on pourrait « gérer la dette » des pays en voie de développement afin « d'apurer progressivement les comptes » sans faire semblant d'attendre plus longtemps que les pays endettés règlent un jour leur dette.

Une véritable coopération internationale est certes indispensable pour sortir du « non système » monétaire international. L'auteur la voit concerner les taux d'intérêt, les politiques monétaires, enfin les taux de change. Il la voit donc entre les pays émetteurs des monnaies à vocation internationale, c'est-à-dire entre les grands. Ce n'est qu'après, dans un deuxième temps seulement, que la concertation pourrait s'étendre aux autres pays. Nous avons peine à accepter une telle démarche. Peut-on demander aux pays du Tiers Monde d'attendre que nous ayons d'abord réorganisé nos affaires entre nous? Ne sont-ils pas partie prenante aux relations monétaires et financières internationales? Peut-on vraiment rétablir un système monétaire international sans tenir compte de leurs intérêts? Ne faudrait-il pas plutôt mettre au coeur de la réforme ce problème du développement qui est le défi majeur de notre temps?

C'est là précisément le thème central de l'ouvrage de Richard Lombardi, banquier américain devenu pour un temps chercheur à l'Université de Georgetown et qui a beaucoup travaillé en France. Il analyse comment ces pays en sont venus à s'endetter à ce point et quelles sont aujourd'hui pour la plupart d'entre eux les conséquences de cet endettement.⁸ Les exemples précis, les cas d'espèces, les anecdotes, les données chiffrées abondent et rendent la lecture de ce livre aussi agréable que celle d'un roman. On aimerait seulement savoir ce que pense l'auteur quand il écrit que « ce n'est pas un hasard si le taux de croissance de l'économie américaine paraît proportionnel au taux d'augmentation de la dette du Tiers Monde » (p. 162).

Les banques et les institutions financières publiques ne sont guère épargnées: en accordant des crédits pour promouvoir les exportations, elles ont facilité l'emploi dans les pays du Nord et encouragé des stratégies de croissance à forte intensité de capital dans les pays du Sud; en finançant des projets sans se soucier de leur adéquation aux besoins des pays emprunteurs, elles ont imposé à ces derniers une charge qu'elles savaient trop lourde. En finançant imprudemment le déficit des balances des paiements, les banques ont cherché à diminuer leurs risques... Les responsables du crédit ne sont-ils pas devenus les responsables du marketing! Tout cela est bien connu, mais sous la plume alerte d'un banquier ces accusations prennent tellement plus de poids.

Les solutions suggérées par l'auteur tendent cependant à sauvegarder dans une large mesure les intérêts des banques. Une garantie pourrait leur être accordée par des agences

7. Dette qui est largement abordée dans un autre ouvrage publié sous la direction de l'auteur, *La crise de l'endettement international*, acte II, Paris, Économica, 1986. Il s'agit des travaux d'un colloque organisé à Paris par le GRECO Économies et Finances internationales quantitatives, les 3 et 4 juillet 1985.

8. Ce problème a été abordé dans plusieurs ouvrages qui ont fait l'objet d'une étude bibliographique de J.C. WILLAME, « L'endettement international: des mots et des remèdes », *Études Internationales*, volume XVI, n° 3, septembre 1985.

multilatérales, les banques centrales pourraient prendre une participation à leur capital social, voire racheter certaines de leurs créances... Les solutions à plus long terme sont plus faciles à admettre: la déréglementation devrait être stoppée et remplacée par un contrôle plus sévère de l'activité des banques, lesquelles ne sauraient mettre au point une politique raisonnable de crédits sans morale correspondante. L'expression est de l'auteur (p. 210), qui souhaite que les banques soient ramenées à une taille raisonnable et qu'elles soient obligées de déclarer la finalité ou l'objet de chaque prêt consenti dont la valeur économique et l'intérêt pour le développement pourraient être appréciés par la Banque Mondiale.

Cette institution qui a pour mission d'aider les pays à se développer a une place de choix dans l'ouvrage. Malgré les initiatives prises en particulier par MacNamara, l'auteur est très critique à son égard, parce qu'il remet en cause le concept de développement qui sous-tend l'activité de l'institution. Il est plus nuancé envers le Fonds Monétaire International — dont il surestime considérablement la capacité de prêts (p. 284) — et dont il rappelle qu'il a été fondé pour assurer la stabilité et la convertibilité des monnaies, absolument pas pour traiter le problème du développement et de la pauvreté. Comme la technique de ses opérations n'a pas été modifiée depuis quarante ans, le Fonds ne peut, dans le cadre de ses statuts actuels, apporter une contribution positive aux problèmes du Tiers Monde. Comme il a pour mission « de faciliter l'accroissement harmonieux du commerce international » (article I de ses Statuts), le développement tend à n'être que le sous-produit attendu de l'accroissement des échanges entre les pays riches et les pays pauvres.⁹

Les économistes du Fonds, trop souvent en mission à leur gré, récuseraient ce constat qui ne prend pas en compte leurs efforts pour venir en aide aux pays membres. Mais l'auteur a raison dans la mesure où le concept du développement le plus largement adopté repose sur le postulat de l'avantage comparatif et sur la nécessité qui s'ensuit de la spécialisation internationale. On connaît les théories du coup de reins de Lewis, du décollage de Rostow, de la croissance déséquilibrée de Hirschman. L'auteur les rappelle toutes, mais son choix est pour un développement conçu et élaboré pour répondre aux besoins des hommes et non pas « vendu clé en mains » (p. 142). Il expose ce que cela signifie, et que l'on imagine facilement, avec beaucoup de conviction. Il suggère un programme d'action politique. Mais surtout — et c'est en cela qu'il réussit le mieux à interpeller le lecteur — il fonde son analyse sur les préceptes d'Aristote, sur le principe de la cause finale chère à saint Thomas et sur la définition de la société que nous a donnée saint Augustin dans *la Cité de Dieu*. On n'a guère l'habitude de voir un praticien réfléchir et se remettre en cause en s'élevant à un tel niveau...

Le dernier ouvrage est publié par Vivien Levy-Garboua et Gérard Maarek, qui ont travaillé tous deux au service économétrique de la Banque de France et qui sont l'un économiste de banque, l'autre administrateur de l'INSEE. Ils nous donnent, comme nous dit Jean Denizet dans sa préface, « une lecture financière de la crise », qu'ils vont expliquer par l'endettement en se situant au niveau de l'entreprise.

La fin de l'étalon-or a fait sauter le verrou monétaire et permis une expansion du crédit qui a retardé les mesures nécessaires à l'ajustement et engendré l'inflation. Le recours à l'emprunt est devenu d'autant plus intéressant que le taux d'intérêt, abaissé en termes réels par l'inflation, était toujours inférieur à la rentabilité des capitaux empruntés: c'est le célèbre « effet de levier ». Les entreprises se sont endettées, jusqu'à ce que leur solvabilité soit compromise: la nécessité de la rétablir les a obligées à diminuer leurs investissements, voire à liquider certains actifs pour régler leur dette en risquant d'en faire baisser le prix:

9. Le rôle du Fonds Monétaire à l'égard des pays en voie de développement a été abordé dans plusieurs ouvrages récents que nous analyserons dans une prochaine étude bibliographique.

l'endettement excessif finit naturellement par freiner, voire stopper la croissance. Les solutions sont radicales : la reprise ne peut venir que d'un rétablissement de la situation des entreprises, il faut que les ménages consomment moins et que leur épargne relaie le crédit bancaire.

Cette analyse minutieusement agencée emprunte beaucoup aux théories économiques, notamment à quelques-unes malheureusement trop oubliées. Les auteurs s'appuient beaucoup sur Wicksell, Fisher, Hawtrey, Rueff ; ils critiquent les postulats des néoclassiques mais retrouvent *in fine* leurs conclusions ; ils critiquent féroce­ment la thèse de Modigliani et Miller qui séparent les facteurs réels et financiers et pensent que les premiers méritent seuls d'être considérés, les seconds étant passifs : la monnaie est un voile pour les classiques, elle est au contraire pour nos auteurs, parce qu'elle est devenue une monnaie de crédit et parce que les avoirs financiers – et les dettes correspondantes – se sont accumulés, la cause de la crise que nous traversons.

Cet habillage théorique pourrait rebuter le lecteur non initié. Qu'il sache cependant que l'ouvrage est présenté d'une façon très didactique, que la progression est toujours facile à suivre et que le style rend la lecture relativement aisée. On pensera cependant qu'on est loin avec cet ouvrage du thème que nous avons retenu. Certes, les auteurs qui ont raisonné au niveau de l'entreprise pendant dix chapitres se mettent dans le dernier à raisonner au niveau de « l'économie du monde ». Ce traitement du contexte international est de toute évidence, comme ils le disent, « leur coup d'audace » (p. 25). Ils essayent effectivement de se justifier en montrant que, au niveau des bilans comptables, un pays n'est que l'ensemble des agents qui le composent et que l'effet de levier peut jouer aussi facilement pour une nation que pour une firme, bien que la contrainte de solvabilité ne soit pas aussi rigoureuse puisqu'un pays ne peut jamais être déclaré en faillite.

En transposant ainsi leur analyse au niveau international, les auteurs peuvent expliquer l'origine de la crise financière qui engendre une incapacité de la part des plus grands pays à retrouver le taux de croissance que nous connaissions jusqu'à ces dernières années. Les solutions envisagées permettraient sans doute d'assainir les entreprises et de relancer les investissements. Mais cela permettrait-il de venir à bout de la dette du Tiers Monde qui constitue aujourd'hui le principal danger et qui risque à son tour de rendre plus difficile la reprise dans les pays industrialisés ? La démarche des auteurs peut être extrapolée de l'entreprise à la nation, mais elle ne peut l'être des pays développés aux pays en voie de développement, qui sont précisément les plus endettés. Comment l'effet de levier peut-il jouer chez eux alors que les emprunts contractés servent si rarement à financer des investissements dont la rentabilité est certaine ? Mais l'objet de cet ouvrage n'était pas, comme le précédent, de traiter de la dette du Tiers Monde. C'est pourquoi il présente beaucoup d'intérêt en complétant parfaitement les premiers travaux que nous avons recensés.

L'ensemble de ces ouvrages aborde la crise financière actuelle sous toutes ses dimensions. Mais le principal message est l'accent mis sur l'absence de régulation de la création monétaire internationale. C'est en laissant les liquidités s'accumuler sans mesure et en permettant aux banques de prendre le relais du Fonds Monétaire International que le système de Bretton-Woods s'est dérégulé jusqu'à institutionnaliser une mécanique incontrôlée d'endettement. On peut imaginer des initiatives ponctuelles qui permettent de limiter certains excès ou de gagner quelques années. Mais on ne peut envisager de sortir de cette crise et de maîtriser cet endettement sans une réforme fondamentale du système, sans une révision complète des règles du jeu.

La difficulté de cette solution n'a échappé à aucun des auteurs dont nous avons parlé. On peut l'imaginer plus aisément au niveau régional. Le Système Monétaire Européen constitue à cet égard un exemple qui a été commenté dans la plupart des ouvrages recensés. J. Denizet parle d'un échec relatif parce que cette expérience n'a pas permis de réduire les fluctuations des monnaies européennes par rapport au dollar. Mais dans la mesure où son but était d'abord de réduire les fluctuations des monnaies européennes entre elles en faisant de l'Europe une zone de stabilité, on peut dire de cette expérience qu'elle a réussi, comme le fait J.H. David qui parle même d'un « incontestable succès ». Dans *Les vertiges de la finance internationale*, H. Bourguinat dresse un bilan largement positif puisqu'il n'est assombri que par l'accentuation des déficits et des excédents commerciaux entre les partenaires.

Le système monétaire européen repose sur l'ECU dont la valeur est celle d'un panier qui comprend un peu de la monnaie de chacun des pays membres. Il est créé en contrepartie d'un transfert d'or et de dollars par les banques centrales auprès du FECOM: c'est l'ECU officiel. Mais il est de plus en plus utilisé par les agents privés sous forme d'un compte ouvert auprès de banques commerciales: c'est l'Ecu privé. Du fait de sa nature de « monnaie composite » qui n'est pas définie par elle-même, l'Ecu est jugé très diversement par les spécialistes. H. Bourguinat a raison de dire qu'il est « une monnaie en train de se faire ». Les autorités allemandes ont assoupli récemment leur position vis-à-vis de l'Ecu privé. Il faut espérer qu'un jour cette monnaie sera définie par elle-même et qu'un lien pourra être établi entre les deux Ecus, lorsque par exemple les banques centrales interviendront directement sur les marchés en achetant et en vendant des Ecus. La monnaie européenne pourra alors faciliter la diversification des monnaies.

C'est dire que le Système Monétaire Européen peut constituer un élément très important de la réforme du système monétaire international. C'est dire que les ouvrages recensés constituent une excellente synthèse des problèmes que l'endettement international a fini par poser.