

## NOTES DE LECTURE



## L'économie de la panique : faire face aux crises financières

Jérôme SGARD,  
Paris, La Découverte, Texte à l'appui, 2002

par Mario DEHOVE<sup>1</sup>

Voici un très beau livre sur les crises financières. Cet ouvrage de Jérôme Sgard qui les connaît mieux que personne s'appuie sur un savoir encyclopédique longuement accumulé et des informations de première main recueillies auprès des acteurs dans les pays émergents. Il développe aussi une approche théorique originale fondée sur l'hypothèse que si ces crises financières des pays émergents sont, souvent, si graves et si imprévisibles c'est parce qu'elles atteignent les deux biens publics du cœur du capitalisme que sont la monnaie et la propriété. Hétérodoxe, tant au regard des orthodoxies courantes que des hétérodoxies constituées, ce travail exigeant, mené en solitaire, hors des sentiers battus, suscite évidemment – et heureusement – interrogations, réserves et désaccords. Mais cette réflexion vivifiante apporte beaucoup de neuf à la connaissance des crises financières et des institutions du capitalisme.

NI TOUT A FAIT LA MEME NI TOUT A FAIT UNE AUTRE

La première partie du livre est consacrée à une revue des crises qui ont frappé les pays émergents tout au long des années 1990 et au début des années 2000. Elle s'appuie pour les besoins de la présentation sur une différenciation

---

1. Université Paris XIII; CAE, 85 boulevard Montparnasse 75006 Paris – : [mario.dehove-cae@servpm.org](mailto:mario.dehove-cae@servpm.org) – site personnel : <http://perso.wanadoo.fr/mario.dehove/>

– qui n'est pas tout à fait une typologie – qui distingue plusieurs types de crises : la crise « jumelle » qui combine crise de change et crise bancaire (Thaïlande), la crise de liquidité internationale (Corée, Mexique et LTCM), la crise de la monnaie domestique (l'Indonésie), la crise de solvabilité publique (Russie) et enfin la crise des économies qui sortent d'une période d'hyper inflation (Brésil et Argentine).

### Les financements internationaux et le développement des marchés

Jérôme Sgard introduit l'analyse de ces crises par une esquisse des principales évolutions des financements internationaux des pays maintenant appelés « émergents » (après avoir été appelés « nouveaux pays industrialisés » après la grande crise de la dette du début des années 1980). Pour bien marquer l'existence d'une rupture dans cette évolution, il utilise le terme très fort d'« invention » des pays émergents. Le plan Brady [1989] en est considéré comme le principal instrument, avec la libéralisation du compte de capital. Cette rupture est caractérisée par l'arrivée d'émetteurs privés (entreprises et banques) sur les marchés internationaux.

Jérôme Sgard fait à ce sujet d'utiles rappels – concentration des flux sur une poignée de pays – et pose de judicieuses questions – quelle est l'économie politique de la libéralisation du compte de capital ? Quel poids accorder aux facteurs idéologiques et aux facteurs politiques ? Le mot « invention » a le mérite de bien marquer une réelle nouveauté et d'inscrire l'analyse dans une théorie de l'évolution institutionnelle ouverte, à la fois historique – les crises des années 1990 sont les résultats des nouvelles conditions économiques et sociales créées par la crise des années 1980 – et contingentes – les plans Brady ont été découverts à travers un processus d'expérimentations un peu tâtonnant marqué par beaucoup d'échecs.

Il tend cependant à faire passer au second rang beaucoup d'éléments de continuité qui suggèreraient d'inscrire l'analyse des crises des années 1990 des pays émergents dans une perspective plus longue afin d'en faire ressortir quelques invariants qui devraient provoquer quelque trouble de pensée.

Ainsi, ce sont toujours les mêmes pays qui depuis le début des années 1970 bénéficient des financements internationaux, par-delà leur forme, intermédiés ou non, à l'exception de l'apparition massive de la Chine – mais pourquoi n'a-t-elle pas été frappée par la crise ? Est-elle vouée à être la prochaine victime ? La crise des années 1990 peut être regardée à cet horizon comme une nouvelle manifestation de l'incapacité structurelle du système économique mondial actuel à réussir durablement l'intégration de la proche périphérie dans un système financier international réellement globalisé. Quelle est la place des déséquilibres géopolitiques dans cet échec répété et par quels mécanismes se perpétue-t-il ? Pays émergents ou pays subsidiaires, au grand bénéfice des États-Unis qui captent, en temps ordinaires, depuis la première grande crise de la dette l'essentiel de l'épargne mondiale internationale ?

Ainsi, encore, l'accent mis sur le développement des marchés financiers, outre qu'il exagère une tendance que les statistiques décrivent comme beaucoup

plus modérée, ne permet pas de comprendre pourquoi c'est le système bancaire, beaucoup plus que les marchés financiers, qui est toujours au cœur des grandes crises financières, notamment, mais pas seulement, des pays émergents. Toutes les analyses de Jérôme Sgard le montrent de façon convaincante et avec brio : c'est quand une crise atteint *via* les banques les systèmes de paiement qu'elle provoque les effondrements économiques dont l'Asie et l'Amérique latine viennent de donner nombre d'exemples. En Corée, en Thaïlande, ce sont les banques nationales et étrangères qui étaient en première ligne. Au Mexique, la crise a bien porté sur un marché, celui des Tesobonos (bons du trésor indexés sur le dollar), mais ces bons étaient détenus par les banques étrangères. La grande nouveauté, c'est que ce n'est plus l'État – sauf au Mexique en 1994 et en Russie en 1998 – qui est débiteur final, mais les banques (*via* l'interbancaire) et les entreprises (directement ou *via* le crédit des banques nationales). La grande leçon, c'est que cela n'a rien changé à l'instabilité des financements internationaux de ces pays. Et la réflexion de Jérôme Sgard conduit à une explication simple mais éclairante : lorsqu'il n'y a pas de procédure stable (nationale) de liquidation d'une entreprise en faillite ou lorsque l'entreprise n'a plus d'actif, la différence fondamentale qui sépare la dette publique de la dette privée (l'existence d'un actif réel) est fictive. Mais alors la dette de l'État devient plus sûre (il subsistera de toute façon) que la dette privée – l'entreprise ou la banque en déconfiture se dissoudra définitivement. Dans le premier cas, il sera toujours possible de récupérer quelque chose, dans le cadre des relations interétatiques. Dans le second, cas la perte sera totale, faute d'un système institutionnel de restructuration de la dette ou même, simplement, faute d'actif à liquider.

#### La crise jumelle thaïlandaise

La Thaïlande est prise par Jérôme Sgard comme le modèle de la « crise jumelle », ce type de crise qui est l'une des grandes nouveautés de la fin du siècle, ou plutôt une surprenante « reprise » car ce type de crises était fréquent avant la crise de 1929. Il nous invite opportunément à ne pas trop opposer les différentes interprétations qu'on a pu en faire en termes de modèles dit de première génération articulant un modèle de déclenchement de crise sur un modèle d'approche monétaire de la balance des paiements (modèle de Krugman de 1979) ou en termes de modèles dits de seconde génération fondés sur des anticipations autoréalisatrices dans un cadre keynésien (Obsfeld). À la place, il nous propose plusieurs lignes d'explication moins formelles. La première est centrée sur les erreurs de la Banque centrale, qui a trop longtemps, et de façon dissimulée grâce aux marchés dérivés, lutté contre une surévaluation du change manifeste et qui a porté secours aux institutions financières pourtant condamnées par l'éclatement d'une bulle immobilière (les « compagnies financières »). Régime de change et traitement interne d'une crise bancaire couplant inflation du prix des actifs et crédit bancaire apparaissent alors comme les principaux facteurs de la crise thaïlandaise. La seconde reprend le thème popularisé par Krugman, après Young (1995), de l'inefficacité du régime de croissance. L'aléa moral asiatique sur le financement de l'investissement est alors le principal cou-

pable. La troisième invoque le brutal retournement des flux de capitaux extérieurs en 1997-1998 et la capacité autoréalisatrice des anticipations.

Mais Jérôme Sgard est trop savant pour s'en tenir à ces arguments qui ne sauraient à eux seuls expliquer pourquoi de tels déséquilibres, auparavant vertueux, ont pu enclencher une dynamique non rééquilibrante, car c'est évidemment ces questions là – inversion et divergence – que soulèvent la crise thaïlandaise et les autres crises asiatiques.

Jérôme Sgard écarte les soupçons qui ont pu peser sur le FMI (on y reviendra), même s'il considère justement que la clé de la catastrophe est l'augmentation brutale du taux d'intérêt et l'application immédiate aux banques des normes internationales (BRI) qui ne pouvaient que provoquer un crédit crunch et la transmission prévisible de la crise du passif (risque de ruée) au passif bancaire (arrêt du financement). L'effondrement prévisible d'un système industriel déjà affaibli par les pertes de change ne lui suffit cependant pas pour expliquer le chaos qui va suivre. C'est le moment suivant qui lui paraît crucial, la saturation du système de faillite, la généralisation des défaillances tactiques et – retour final à la crise immobilière initiale – l'impossibilité de déterminer une échelle des prix faute de transactions, de marché et, *in fine*, d'unité de comptes.

On est tenté de s'interroger. Est-ce bien seulement le système de faillite qui est en cause ? Les marchés se sont-ils effondrés parce qu'il n'existait pas d'institutions capables de répartir les pertes et de faire apparaître les prix ou, inversement, n'est-ce pas parce que la dynamique des marchés a emporté les prix vers des niveaux incompatibles avec toute formation de l'équilibre que s'est produit l'effondrement des institutions de régulation des marchés, notamment le système de faillite ? À un certain degré de généralisation de l'insolvabilité, en effet, la faillite et la procédure de faillite n'ont certainement plus, pratiquement, ni sens ni portée car la solvabilité d'un agent dépend de celle des agents avec qui il entretient des relations économiques qui dépend elle-même de sa propre solvabilité. Est-ce seulement comme la suggère Jérôme Sgard un problème de signal ou de convention ? La belle parabole de sortie de crise que Jérôme Sgard utilise pour caractériser le nœud de la crise, la nécessité d'une enchère pour un seul immeuble afin de donner un repère au marché, est trop limitée au marché de l'immobilier pour être complètement parlante. Il faut l'appliquer à tout le système productif. Mais alors tout se complique car la valeur d'une entreprise c'est aussi celle de ses créanciers, et des créanciers de ses créanciers. Quel juge des faillites lorsque aucune de ces créances n'est certaine, lorsqu'elles sont toutes potentiellement et séquentiellement compromises est assez puissant et légitime pour résoudre pratiquement cette récurrence infinie<sup>2</sup> ?

---

2. Formellement, ce problème pourrait s'apparenter au classement annuel des joueurs de tennis qui se fait en fonction des performances (match gagné) contre un joueur ayant un classement supérieur et des contre-performances (match perdu) contre un joueur ayant un classement inférieur ; le classement de chaque joueur pris en compte pour le classement n'étant pas celui de la saison précédente (exogène) au classement de la saison achevée, mais celui (endogène), de la saison pour lequel le classement est établi.

## Les crises de liquidité internationale et l'exercice pratique de la fonction de prêteur en dernier ressort : la Corée, Le Mexique et LTCM

La crise de la Corée est tenue par Jérôme Sgard pour le pur modèle de crise de liquidité internationale. Il montre que si la crise n'atteint pas le système de paiement (pas de *run* notamment) c'est parce qu'il existe un contrôle des capitaux pour les résidents et parce qu'est mis en place par les États-Unis un « moratoire monétaire » sur la dette échue entre les grandes banques internationales totalement dérogeant aux règles du marché (gel des retraits interbancaires, surveillance multilatérale des sorties de capitaux rendue possible par la transgression de la règle de confidentialité des informations bancaires). La chronique de la gestion de cette crise et du rôle qu'y jouent les hommes (R. Rubin, W. Rhodes) est passionnante comme l'est aussi celle de la renégociation des vingt-sept milliards de dette échus en 1998.

Cette belle solution n'aura pas néanmoins évité à la Corée de subir une crise économique grave (6,7% de PIB et plus encore de consommation), presque aussi profonde que celle du reste de l'Asie, à l'Indonésie près, évidemment.

Le diagnostic de Jérôme Sgard sur la Corée recoupe paradoxalement celui qu'il pose pour la Thaïlande, à l'exception des erreurs de la Banque centrale. Il met principalement en avant deux facteurs explicatifs. Le premier est l'aléa moral institutionnalisé par le système de Chaebols (mais, encore une fois, pourquoi un système qui marchait si bien est-il subitement aspiré dans une spirale divergente ? La libéralisation financière est-elle une explication suffisante ? Pourquoi l'État avec la faillite de Hambo a-t-il mis un terme, avec son soutien inconditionnel implicite au système des chaebols, à la logique de l'aléa moral ?) ; le second est la fragilité du système productif (à cause de la faible efficacité de l'investissement et de l'accumulation de l'endettement concomitante).

Pourquoi, diable, cette crise est-elle alors présentée comme une pure crise de liquidité extérieure ne « mettant en question ex ante ni la solvabilité de l'État ni celle des acteurs privés ? » Et ce d'autant plus que la crise a commencé par une panique sur l'interbancaire, qui a provoqué la chute de la monnaie, alors que celle-ci, contrairement aux autres monnaies asiatiques, ne présentait pas de signe de surévaluation réelle ? Et qu'une des raisons de la crise est le diagnostic alarmiste du FMI sur la situation du système bancaire implicite au plan qu'il a présenté le 18 novembre 1998 – le seul endroit du livre où la responsabilité du FMI est directement mise en cause (cf. *infra*).

On sait que la Corée présentait peu de signes de fragilité macroéconomique – seulement un niveau d'investissement élevé et un financement extérieur à court terme important, et ce seulement l'année précédant la crise, 1996 – et que, donc, le phénomène de contagion a été un élément majeur de la déroute financière du pays. Cet aspect est assez peu développé par Jérôme Sgard qui n'évoque qu'une « réévaluation générale des risques d'investissements » après le crash de la bourse de Hong-Kong du 23 octobre 1997. Jolie formule, empruntée au vocabulaire financier courant, mais que signifie-t-elle sinon que nous ignorons

pratiquement tout de la « prime de risque ». Qu'est-ce précisément qu'une « ré-évaluation générale des risques d'investissement ? ».

La comparaison très éclairante de la crise coréenne avec celle du Mexique (1994-1995) et de LTCM suggère opportunément que de telles crises (principalement de liquidité) ne sont efficacement contenues que lorsqu'il est procédé à une injonction massive et extrêmement sélective de fonds par un tiers (les États-Unis en l'espèce) au moyen d'instruments hiérarchiques (hors marché). Elle conduit à cette conclusion qui relativise très justement les approches de la prévention et du traitement des crises entièrement fondées sur les mécanismes de marché : « ... Les instruments de gestion de risque les plus puissants, les règles les plus rigoureuses, les meilleures structures de gouvernance et de supervision ne modifient pas radicalement l'ambivalence entre une relation de concurrence, et la défense collective de l'ordre des transactions. On peut être très technique et très puissant, on n'en reste pas moins un automate sociologique, surtout lorsque l'air des marchés vibre d'une panique imminente. »

### La déroute énigmatique de l'Indonésie

L'analyse que fait Jérôme Sgard de la crise indonésienne est particulièrement stimulante. Il décrit minutieusement par quels enchaînements une économie en apparence robuste (peu de déficit extérieur, peu de surinvestissement, des excédents budgétaires à faire pâlir d'envie tous les pays européens, un crédit intérieur maîtrisé, un système bancaire peu exposé au risque de change) est mise à bas en trois mois par une crise qui se répand comme une traînée de poudre du marché des changes au système bancaire puis du système bancaire au système monétaire (ruée sur les biens de consommation entre le 6 et 8 janvier).

Et il déploie le large éventail des fautes de politiques économiques qui furent commises : réponse brutale à la première attaque spéculative (hausse de 130 % du taux monétaire) ; fermeture le 2 novembre 1997 de seize banques de petite taille sans garantie claire sur l'assurance des dépôts internes et externes qui provoquent un retrait massif et indifférencié des dépôts bancaires et l'arrêt du crédit interne ; injection massive de liquidités non stérilisée et indifférenciée qui l'a suivie et a provoqué une brutale flambée des prix et, enfin, présentation d'un budget légèrement moins restrictif que celui demandé par le FMI qui déclenche une ruée sur les devises rejetant le change à un niveau égal à 83 % de sa valeur de juillet 1997. Faut-il cependant les mettre toutes sur le même plan ? Est-ce leur conjonction qu'il faut mettre en cause ? Leur enchaînement était-il fatal ?

### La Russie : la faillite permanente

Sur la crise russe, déjà abondamment analysée par ailleurs, Jérôme Sgard trouve matière à innover. Il montre que, contrairement aux analyses habituellement développées, la crise de la dette souveraine est d'abord une crise du système bancaire et que c'est elle qui a provoqué l'effondrement du GKO en août 1998, le FMI avait remis en juillet 1998 – avec un soutien actif de B. Clinton – l'État en situation de solvabilité (ou de liquidité).

La mécanique de la crise bancaire elle-même est sous-tendue par une dyna-



mique spéculative traditionnelle reposant sur l'utilisation des bons en dollars sur l'État russe comme collatéral de prêts en dollars auprès des investisseurs étrangers destinés à acheter des bons en roubles sur l'État russe, plus intéressants financièrement. Cet édifice financier était évidemment très sensible au prix du collatéral. L'inflexion en mai de celui-ci, avec le retrait des capitaux étrangers et des tensions sur le rouble, enclencha une spirale dépressive – appel de marge, vente de bons en roubles – qui saigna à blanc le système bancaire. Personne n'avait prévu cette crise sauf les oligarques, qui ont pu transférer à l'étranger les participations industrielles des banques qu'ils détenaient.

Mais, de toute façon, le système financier russe était condamné car la dette de l'État n'était pas soutenable. La seule chose qui le faisait tenir était ce que Jérôme Sgard appelle « l'immunité du non paiement », la tolérance permanente au non respect des contrats rendue possible par une révision permanente des prix en fonction non seulement de la valeur des choses, biens ou actifs, mais aussi de la solvabilité du débiteur. La Russie offre, en quelque sorte, l'exemple historique d'une économie en liquidation permanente avec une procédure douce et continue de faillite intégrée au marché.

Ce mécanisme constitue-t-il cependant, comme le suggère Jérôme Sgard, une remise en cause pratique et permanente de la propriété d'autrui qui, trop récente, trop brutalement établie et trop inégalitaire, n'a pas encore atteint le degré de légitimité susceptible de stabiliser les échanges, ou est-ce un mécanisme de régulation d'une économie où, la faillite personnelle étant endémique, le marchandage au moment de la formation des prix se double nécessairement d'un marchandage au moment du règlement ? Dans le premier cas, il est sans doute légitime d'identifier solvabilité et propriété comme le fait Jérôme Sgard, mais cela ne l'est certainement pas dans le second.

#### Le Brésil et l'Argentine, toujours

En septembre 1998 avec LTCM et après la Russie les marchés financiers mondiaux sont au bord du gouffre. Les autorités monétaires interviennent sur leur marché boursier, comme à Hong Kong, des marchés dérivés cessent de fonctionner faute de demande, le crédit bancaire commence à être rationné, l'économie réelle est menacée d'asphyxie.

Pourquoi la crise mondiale a-t-elle été évitée ? Grâce, considère Jérôme Sgard, à trois baisses des taux américains par la FED et au soutien réussi du Brésil par le FMI, qui s'explique lui-même par quatre raisons : la chance de Fraga recruté directement parmi les dirigeants du *Hedge Fund* de Soros ; une bonne capitalisation du secteur bancaire (après l'inflation) ; pas d'emballement des prix, en dépit d'un lourd passé hyperinflationniste ; et enfin le contexte déflationniste brésilien. Pourtant, le foyer de la crise n'était pas localisé dans le système bancaire, contrairement à la crise asiatique, mais comme toujours en Amérique latine dans les déséquilibres budgétaires. Un solde extérieur en chute libre depuis 1994, un déficit public toujours proche de 10 % et un crédit intérieur très soutenu exposaient le Brésil plus que tout autre pays, sans doute, au risque d'attaque autoréalisatrice gagnante, auquel il est d'ailleurs toujours exposé.

La superbe expérience de reconstruction de la monnaie nationale sur laquelle Jérôme Sgard dit l'essentiel en quelques pages pénétrantes, suffit-elle à expliquer que l'autoréalisation ait « fonctionné dans le bon sens » et que la rupture systémique ait été tenue en respect par la promesse de réforme du secteur public ? Ne serait-ce pas que l'aboutissement d'une telle crise potentielle lorsqu'elle se développe n'a aucune raison de conduire à une rupture systémique interne, (effondrement du secteur bancaire) puisque le risque de change principal est porté par l'État et que c'est la solvabilité de l'État qui est la principale menace pour les créanciers extérieurs ?

La crise argentine, quant à elle, Jérôme Sgard le montre bien, correspond bien au modèle de crise ordinaire résultant d'une incompatibilité totale entre le régime monétaire (*currency board* strict) et le régime de croissance, elle-même née d'un dilemme intrinsèque au régime monétaire du *currency board* : il est efficace pour sortir de l'hyperinflation mais il ne crée aucune incitation endogène à en sortir pour récupérer la marge d'autonomie monétaire nécessaire lorsque les indexations intérieures n'ont pas été complètement anéanties. C'est la crise la moins mystérieuse, c'était la plus prévisible.

#### Les circonstances atténuantes pour le Fonds monétaire international

Envers le Fonds et son action massive dans les économies émergentes frappées par les crises financières, Jérôme Sgard manifeste une certaine indulgence et lui cherche beaucoup d'excuses. On le comprend un peu et on serait enclin à le suivre pour ne pas ajouter aux attaques violentes et dangereuses qui viennent aujourd'hui des économistes libéraux les plus doctrinaires et des représentants politiques américains les plus conservateurs qui souhaitent sa suppression. Telle pourrait être aujourd'hui la seule alternative pratique possible au FMI : le marché, tout le marché, rien que le marché au nom de l'aléa moral. Et puis, l'analyse détaillée des crises le montre bien, les enchaînements qui les expliquent après coup sont si peu déterministes, ils laissent une si grande place aux anticipations et aux perceptions, ils dépendent tant de croyances fragiles et de frayeurs imaginaires qu'il serait bien outrecuidant de prétendre dire le dernier mot sur la bonne manière d'étouffer à tout coup un foyer de crises financières. Rien ne sert de se donner bonne conscience sur le dos du FMI et on comprend que Jérôme Sgard ne veuille pas céder aux facilités de la dénonciation rituelle « classante ». Mais, tout de même, tant d'erreurs ont été commises, tant d'échecs ont été subis (aucun premier plan du FMI n'a réussi avant celui qui a été appliqué au Brésil), tant de détournements massifs – on pense à la Russie – ont été tolérés, qu'il est bien difficile de ne voir dans l'ouvrage de Stiglitz (et plus académiquement dans l'article qu'il a écrit avec Furman) qu'un brûlot néo-keynésien tissé d'arguments d'autorité.

Est-il si sûr que le FMI n'a pas appliqué aux crises des années 1990 les approches latino-américaines hors d'âge des années 1980 et que les plans économiques suivis en Asie « se voulaient une réponse originale, cohérente et efficace aux nouveaux enjeux apparus dans les années 1980 » ?

Peut-être, mais en tous cas cela ne s'est pas clairement vu dans les principes qui inspiraient les interventions du FMI. Les politiques budgétaires de réduction de la dépense publique et d'accroissement des excédents exigées par les premiers plans – qui sont très importants, en dépit de leur échec, par les informations qu'ils livraient sur le diagnostic du FMI – restent un mystère. Aucune autre explication que l'erreur de diagnostic et le dogmatisme n'est plausible. Anticipation du coût budgétaire du sauvetage à venir du secteur bancaire ? C'est une goutte d'eau dans la mer, et c'est proclamer que le secteur bancaire va s'effondrer, la dernière chose qu'il fallait faire. Et, de plus, en annonçant par avance que les pertes vont être mutualisées par le budget de l'État, c'est encourager les stratégies téméraires ou seulement opportunistes. Cet argument n'est qu'une justification après coup par le FMI de son action – et même s'il était juste, il poserait une redoutable question de présentation de ces types de plan. Allègement de la demande interne pour faciliter l'adaptation aux reflux de capitaux massifs qui allaient se produire ? Mais le FMI était là, avec ses milliards, sa légitimité, son expérience et son autorité, pour prévenir un tel reflux. Et les milliards ne pesaient rien devant les expatriations potentielles de capitaux – non seulement des capitaux entrés les quelques années précédentes, mais aussi les capitaux des résidents – s'il était donné quelques confirmations, même implicites, au soupçon de crise structurelle grave. Le FMI ne pouvait ignorer que si un tel reflux s'amorçait il serait massif (le montant des prêts en témoignait) et qu'un resserrement budgétaire ne serait qu'un cautère sur une jambe de bois. Rien, absolument rien ne justifie ces restrictions budgétaires si ce n'est la phobie malade du FMI pour la dépense publique.

En revanche, la critique de la politique monétaire très restrictive imposée par le FMI, critiquée dans le détail par Furman et Stiglitz, est plus problématique car la question de l'inflation mise à part, elle a à trancher un dilemme réel entre le taux de change – dont la défense impose normalement et mécaniquement une augmentation du taux d'intérêt mais aussi, dilemme dans le dilemme, la préservation de la solvabilité des entreprises et des banques – et la solvabilité du secteur privé interne – qui demande une baisse des taux, mais aussi, dilemme dans le dilemme, une défense de la parité (dès lors que les agents privés sont endettés et endettés en devises). Avec, en plus, le risque d'alimenter la baisse du change par la baisse des taux en favorisant l'endettement en monnaie nationale pour l'achat de devises par les non-résidents et les résidents. À ce point de tension, si l'on s'en tient aux mécanismes de marché, c'est à la roulette russe que se joue le sort de ces économies. Jérôme Sgard a raison, sans doute, d'affirmer qu'il n'y a pas de solutions macro économiques à ce dilemme dont l'issue favorable ou défavorable renvoie « à des fragilités institutionnelles anciennes et avant tout à des intérêts privés puissants, ... c'est-à-dire à une économie politique étroitement liée à la structure financière du secteur privé. » Mais là, à ce point de l'analyse, on aimerait vraiment que l'auteur, qui attise notre curiosité, nous en dise un peu plus.

Jérôme Sgard développe aussi une très intéressante analyse des raisons pour lesquelles ces crises financières centrées sur les aléas du secteur privé sont infi-

niment plus difficiles à contrer que les crises financières centrées sur le budget de l'État – à cause de la déconnexion des instruments de stabilisation macro-économique du cœur de la crise et à cause de la difficulté de reprendre la main sur la formation des anticipations d'agents nombreux décentralisés et légitimement sceptiques sur l'efficacité des instruments macroéconomiques sur la stabilisation du secteur privé.

Mais, s'il rappelle le succès de la politique tout à fait opposée à celle adoptée par le FMI qui a été mise en œuvre en 1933 par le président Roosevelt – mise en œuvre de mesures autoritaires administratives de suspension de l'activité des banques, de convertibilité en cash des dépôts bancaires, du cash en or et contrôle sur les sorties de capitaux – s'il montre que le contre exemple malais de la politique du FMI a d'autres causes que des différences de doctrine (opposition nationaliste et conglomérale à l'entrée de capitaux étrangers) et n'est peut-être pas la raison du relatif succès malais, il semble toujours vouloir continuer à croire que les échecs des solutions par le marché ne sont pas des fatalités, qu'à force d'expérience, de réforme, de nouveaux instruments, les mesures d'intervention directes sur les arbitrages des agents privés peuvent être évitées. L'a-t-on bien lu ? Si c'est le cas, on peut être sceptique.

#### DES PROPOSITIONS DE REFORMES DE « L'ARCHITECTURE FINANCIERE INTERNATIONALE » TRES DISCUTEES MAIS VITE ABANDONNEES

La seconde partie du livre est consacrée aux deux principales propositions de réforme de l'architecture financière internationale : le « prêteur en dernier ressort international » (PDRI) et la procédure de faillite des dettes souveraines (SDRM).

Morceaux de bravoure intellectuelle de l'ouvrage, viennent d'abord deux présentations théoriques du PDRI et du SDRM. Tout y est pénétrant et d'une écriture élégante, parfois, cependant, un peu elliptique. Peut-on y ajouter quelques remarques et réserves ?

La première porte sur l'articulation entre PDRI et SDRM. Jérôme Sgard semble les opposer comme deux principes généraux concurrents de gestion de crise, par-delà les formes institutionnelles variables qu'ils prennent. Il faut les voir beaucoup plus comme complémentaires, l'un antidote de la crise de liquidité, l'autre anticorps de la crise de solvabilité. Que l'une soit difficile à distinguer de l'autre pratiquement, voire que l'une et l'autre puissent se succéder et se renforcer mutuellement n'empêche pas qu'elles soient de nature différente.

La seconde porte sur les raisons de l'apparition de la problématique du SDRM : pourquoi la crise asiatique qui était essentiellement une crise de solvabilité d'agents privés a-t-elle enfanté une proposition – et une proposition du FMI – d'instituer une procédure de règlement des défaillances des dettes publiques, dites souveraines ? Comment peut-on ainsi, en quelque sorte, se tromper de question à ce point ? Est-ce parce que ce qui intéressait le FMI ce n'était pas

l'Asie mais l'Amérique latine qui préoccupait beaucoup plus les États-Unis que l'Asie ?

Traitant du PDRI, en général, Jérôme Sgard montre bien que cette institution rare, qui reflète le dilemme le plus profond de la monnaie de crédit, est soumise à une double tension : celle qui sépare l'illiquidité de la solvabilité, et l'aléa moral. Il est difficile de trancher pratiquement le premier dilemme (illiquidité/solvabilité). Ce n'est pas, en tout cas, là non plus, un problème fondamental d'information (inaptitude des agents à évaluer la capacité de paiement de leur débiteur). C'est un problème réel d'équilibres multiples : la solvabilité est endogène à la liquidité et de ce fait l'une et l'autre sont *a priori*, non pas indifférenciables mais interdépendantes : la question de l'information se greffe sur cette incertitude première. La théorie de Bagehot traite, en théorie, cette indétermination en posant la règle de la capacité d'action illimitée du PDR, de laquelle on déduit qu'il aura toujours le dessus sur la spéculation et la crise de méfiance originelle en allant jusqu'au bout de la défense du système de paiement, c'est-à-dire en fait asymptotiquement, en acceptant de substituer de sa monnaie, à toute la monnaie des banques de second rang, ou encore à supprimer la fragmentation bancaire en fondant le système bancaire à plusieurs banques en un système bancaire à une banque qui, par définition, n'a plus de problème de liquidité bancaire. Certes, mais il y a encore un degré de plus dans la destruction interne du système bancaire. Comme le montre Jérôme Sgard c'est la ruée sur les biens physiques et la destruction, avec la Banque centrale elle-même, de la monnaie de compte. En outre, le système international offre une voie plus facile de destruction du PDR national lui-même, c'est la ruée sur la devise.

Quant au second dilemme, celui de l'aléa moral, Jérôme Sgard montre avec raison qu'à côté de la solution traditionnelle de Bagehot – meilleur collatéral – il en est une autre, hors marché, plus directe peut-être, c'est le contrôle *ex post* des risques de détournement des fonds injectés par le PDR par la sanction après coup du renflouement inconditionnel des défaillances privées par les banques de second rang bénéficiant du secours en liquidité du PDR.

Cette dernière solution introduit bien à la question de la règle de faillite. Jérôme Sgard affirme d'abord, bizarrement, que « toute crise financière, parce qu'elle trouve son régime dans des déséquilibres insoutenables dans les bilans des agents, est porteuse par définition d'une forme ou d'une autre de socialisation des pertes et des dettes », niant ainsi la possibilité d'une pure crise de liquidité. Après avoir rappelé, à juste titre, et c'est très important, que l'existence d'une règle de faillite – et donc de répartition (et non de socialisation) des pertes – rétroagit sur les anticipations qui conditionnent elles-mêmes la faillite (à côté d'autres causes, tout n'est pas qu'anticipation dans la faillite), il développe plusieurs thèses générales sur la faillite et son rapport aux crises financières.

– La faillite est une atteinte à la propriété qui ne peut être légitimée que par l'État et sa justice.

– Au-delà des crises monétaires, il y a les crises institutionnelles qui sont les plus coûteuses. C'est là que les pays asiatiques se sont montrés les plus vulnérables.

– Il y a crise institutionnelle lorsqu'il n'est plus possible de contenir l'aléa moral..

– Lorsque l'aléa moral se déclenche, la crise n'est plus un problème de déséquilibre par rapport à un équilibre, ni un problème d'équilibre multiple, puisque les marchés sont détruits.

– Les marchés sont détruits parce que la propriété est atteinte.

– La procédure de faillite en réinstituant la propriété est la seule issue à la crise.

Ces thèses sont fondamentales et séduisantes. Elles mériteraient, cependant, d'être éclaircies sur quelques points critiques. Dans les grandes crises, les crises radicales, ce n'est pas la propriété dans son principe qui est atteinte, ce n'est pas le capitalisme qui est contesté, c'est une répartition donnée de la propriété. Ce type de crise réactualise le moment originel de la distribution initiale de la propriété (des « dotations initiales » selon le vocabulaire standard). Elle exige la reprise du travail « d'amnésie de la genèse », pour reprendre un terme de P. Bourdieu, non pas du marché en général, mais d'une certaine configuration distributive d'un marché particulier.

De ce point de vue, ces thèses sont beaucoup plus compatibles avec l'économie du bien-être qu'il n'y pourrait paraître à première vue, elles illustrent son deuxième théorème. Et on se demande si Jérôme Sgard assume cette affinité (ce qui évidemment serait son droit le plus pur !). Mais les questions qu'elles soulèvent vont bien au-delà de la seule procédure de faillite, et même de l'État.

L'analyse critique historique passionnante de la faillite que Jérôme Sgard esquisse montre bien en effet que celle-ci ne s'est pas constituée comme une atteinte à la propriété, ni une atteinte au contrat, ce que ceux qui s'y opposaient n'ont pas vu et ne pouvaient certainement pas voir. L'acte de prêt suppose l'éventualité du non-remboursement. Ne pas rembourser un prêt est différent de s'emparer indûment d'un bien non prêté. La faillite est une institutionnalisation du risque et non de la propriété. Ce risque trop absent, il nous semble, des analyses de Jérôme Sgard que l'analyse institutionnaliste ne peut pas ignorer, même si elle doit le traiter autrement que dans la seule perspective du calcul rationnel et individuel de la théorie de l'équilibre des actifs financiers.

Reste à analyser la transposition de ces institutions nationales – PDR et faillite – au niveau international (PDRI et SDRM).

L'analyse du PDRI de Jérôme Sgard suggère avec justesse la spécificité du PDRI par rapport au PDR national. Les analyses du PDRI souffrent beaucoup de l'imprécision théorique du concept de PDR, qui recouvre des réalités diverses. En réalité, un PDR ne doit agir qu'en cas de crise de liquidité provoquée par un affaissement de la confiance menaçant inconsidérément une banque ou, plus gravement, une partie importante d'un système bancaire. La fonction de PDR

est exclusivement liée à la fonction de transformation des banques et à la confiance collective qu'elle suppose. Elle ne concerne que le risque de liquidité, au sens théorique. Si on retient cette définition, c'est par abus de langage que l'on parle de PDRI pour traiter des relations entre deux monnaies et d'une ruée sur la devise dans un système monétaire dollarisé (crise par flux et reflux des mouvements de capitaux à court terme). Cet abus de langage ne serait pas grave s'il n'induisait l'application au PDRI des critères traditionnels du PDR national (Bagehot) pour juger de sa possibilité au niveau international et conclure, évidemment à son impossibilité. Comment pourrait-il en être autrement : un PDR a pour fonction de préserver l'intégration monétaire (une unité de monnaie émise par une banque nationale doit valoir une unité monétaire de monnaie émise par une autre banque nationale) quitte à suspendre pour un temps le fractionnement bancaire, alors que le PDRI a pour mission de préserver le fractionnement d'un système de monnaies diverses en contenant son instabilité intrinsèque. On s'interdit ainsi de comprendre que voler au secours d'un pays soumis à un épisode spéculatif qui n'a aucune raison d'être au regard des fondamentaux (ni des faiblesses institutionnelles, notamment bancaires) ce n'est pas exercer une fonction de PDR au sens strict, c'est organiser un système monétaire international stable. Est-ce parce que ce n'est pas seulement la balance de base qu'il s'agit de stabiliser mais aussi la balance des capitaux que cette stabilisation change de nature et se rapproche de la fonction de PDR ? Sans doute pas. Si on se libère des effets de cette fausse analogie (notamment sur la condition de ressources illimitées), alors renforcer la fonction des institutions financières internationales dans la gestion de ces crises, et pourquoi pas d'un FMI entièrement réformé mais aux missions maintenues (qui d'autre pourrait le faire sinon le FMI créée pour cela ? lui préférer la BRI serait possible mais à condition de lui donner les mêmes missions et moyens (rénovés) que le FMI...), sera regardé avec un point de vue plus favorable et plus juste.

L'analyse faite par Jérôme Sgard des débats qu'a suscités la proposition Krueger de créer une procédure de faillite internationale, et notamment la comparaison avec les débats suscités par l'instauration de ces procédures dans les systèmes nationaux, est très riche d'enseignements sur l'efficacité tactique de l'argument des effets pervers et sur la capacité destructrice de la théorie de l'aléa moral. Et Jérôme Sgard souligne avec justesse que la solution vers laquelle s'orientent les marchés – la généralisation sans contrainte des *Collective Action Clauses* – après le refus de la proposition Krueger n'est pas satisfaisante dès lors qu'elle n'organise pas la coordination des créanciers d'emprunts différents. S'il a raison d'affirmer qu'en l'absence de SDRM il ne reste plus que le contrôle des capitaux, il surestime sans doute la difficulté que l'absence d'une procédure de faillite interne peut créer en l'absence d'un tel contrôle, dès lors que celui-ci doit concerner d'abord les résidents (contre un *run* sur les devises) et qu'il doit être différencié selon les non-résidents. Il ne doit pas, évidemment, être une forme détournée d'expropriation. Il ne doit pas être si difficile de contrer les stratégies de défaut tactique.

INVITATION A UNE NOUVELLE THEORIE DE L'ÉTAT :  
UNE FAUSSE BONNE NOUVELLE IDÉE ?

L'ultime chapitre plaide pour une réflexion axiomatique sur l'État (minimum) sans lequel, il n'est pas de marché possible, au-delà de toute intégration de « préférences nationales » qui s'incarneraient en lui. Il aurait à instituer des règles minimales de l'ordre marchand. Sur tous ces points, Jérôme Sgard en dit trop peu pour nous garder d'éventuelles fausses interprétations. En quoi ce projet se distingue-t-il de l'objet de l'économie publique ? Comment éviter les douloureuses contradictions théoriques auxquelles se heurte cette théorie quant à la possibilité de concilier un tel État avec la règle démocratique, la diversité d'échelle des biens publics et leur multiplicité ?

Et pour conclure, livrons une dernière interrogation que suggère cette invitation théorique finale du livre à une réflexion sur l'État qui n'oblige pas à passer par-dessus bord les outils de l'analyse économique. La monnaie et la propriété ne nous paraissent pas placées sur le même plan théorique sous les hypothèses habituelles de l'économie standard. La propriété privée est l'hypothèse première de tout l'édifice de l'économie du bien-être qui ne suppose pas la monnaie. La monnaie doit être introduite lorsqu'on étudie l'économie du bien-être dans le cadre d'une économie de marché (avec des prix). Si, comme le souhaite Jérôme Sgard, il faut penser l'État avec les outils de l'économie standard cette distinction théorique doit, sans doute, être préservée.

**DEHOVE Mario** : Professeur associé à l'Université de Paris XIII, il est actuellement Secrétaire Général du Conseil d'Analyse Economique. Ses domaines d'études portent respectivement sur la macroéconomie, la finance internationale et l'intégration européenne. Parmi les publications récentes sur les crises financières : « les crises financières : deux ou trois choses que nous savons d'elles », document de travail CAE, avril 2003 disponible sur son site personnel : <http://perso.wanadoo.fr/mario.dehove/>.




## Réponses à Mario Dehove et quelques autres

Jérôme SGARD<sup>3</sup>

Écrire un livre est un investissement lourd, dont l'objectif ne se limite pas à le tenir un jour entre ses deux mains. Avoir des lecteurs attentifs est le bénéfice et parfois le plaisir principal qu'on puisse attendre. Telle est la chance qu'a *l'Économie de la panique*, avec le compte rendu de Mario Dehove. Plutôt que de répondre à tous les points qu'il soulève, sur lesquels d'ailleurs je suis souvent d'accord, je voudrais revenir ici sur certaines questions de fond : soit que je les ai négligées, soit que je me sois mal exprimé, soit éventuellement que j'ai fait fausse route.

1. Dissoudre complètement l'insolvabilité dans l'illiquidité, ou endogénéiser la première dans la seconde, me paraît une option théorique intenable. Bien sûr, tout le monde le sait, les deux peuvent devenir indiscernables dans la crise : cette dernière peut se définir par la destruction de l'information et de la capacité des agents de la traiter – et ici la différence entre illiquidité et insolvabilité est par excellence de l'information stratégique. Qui plus est, en amplifiant les dynamiques mimétiques, en facilitant les effets de contagion ou de transfert de l'illiquidité, l'intégration des marchés internationaux a certainement accru la portée du phénomène, l'importance des effets d'équilibres multiples, les risques systémiques associés. Cela étant, sans prétendre trouver une solution théorique idoine, je ne pense pas qu'il soit possible de produire une théorie des crises financières à partir de l'idée de marchés purement auto référentiels : une sorte d'économie entièrement postmoderne dans laquelle la forme du social, l'« état du monde », serait entièrement inscrit dans l'équilibre monétaire de l'instant – pour résumer.

---

3. Cepii et Université de Paris IX-Dauphine – : SGARD@CEPII.FR

Une telle position conduit à commettre une erreur sérieuse dans l'analyse des crises financières, mêmes les plus effroyables : elle mène logiquement à assimiler la crise systémique à une crise de reproduction – pour parler le langage marxiste, mais non pas la théorie de Marx, lequel évite soigneusement cette confusion. Plus généralement, le principe d'une indifférenciation de l'illiquidité et de l'insolvabilité interdit absolument tout ancrage dans les enjeux de la richesse, des luttes de classes et de l'action politique (*sic*), qui sont renvoyées à une indétermination complète. La théorie du capitalisme n'est plus qu'une théorie du marché, ce qui est aussi l'erreur majeure des économistes standard, comme en témoigne la quasi-totalité de la littérature sur la transition à l'Est. Autre problème : si la solvabilité est endogène à la liquidité, alors il n'y a plus de notion de risque d'investissement et donc aucune problématique de sa mesure et de la volatilité de son *pricing*, comme concept explicatif de l'instabilité des marchés. Tout investissement revient simplement à acheter un billet de loterie.

Dans un registre théorique proche, qui influe régulièrement sur l'analyse des crises, je butte également sur un des points qui me paraissent les plus contestables dans les positions de Michel Aglietta : la monnaie comme *le* lien social, l'expression totalisée du social. Cette affirmation ne peut avoir, je pense, qu'un caractère métaphorique, ce qui n'implique pas que l'analyse qui la sous-tend soit elle-même entièrement un jeu de langage. D'abord l'idée que le social soit totalisé – comme un marché ? – mériterait en soit discussion. L'imbroglia théorique s'accroît si cette totalisation sociale est chargée d'une notion de souveraineté : par définition, cette dernière est l'attribut non d'une institution, mais d'un *sujet* (l'individu, le roi, le peuple, la nation, etc.), qui reçoit ainsi la capacité d'instituer l'espace public, c'est-à-dire de le structurer par des règles dont il pourra garantir le respect.

Bien sûr, par facilité, on peut poser que la monnaie « exprime » la souveraineté en ce qu'elle assure l'individualisation des contraintes d'échange et de budget propres à l'individu inséré dans l'ordre marchand : on trouve bien ici le rapport de l'individu à un espace de transaction, à caractère public et normé. Mais le résultat net n'en est pas moins de refermer l'espace du politique, à la fois comme jeu d'institutions, comme règle de délibération et comme principe de représentation. La tentation sera d'autant plus grande de s'enfermer dans une anthropologie essentialiste où une violence première s'affronte à l'acte autoritaire qui seul peut fonder indiscutablement le lien social. Cette question – faut-il le souligner ? – n'est pas indifférente aux enjeux très empiriques dont discute l'*Économie de la panique*. Comment, face à une crise de désinstitution, envisager sur cette base un dispositif de gestion de crise ? Comment penser la relance des marchés et de l'intermédiation, ou même une théorie de la transition à l'économie capitaliste ? Face à tel ou tel problème concret, on peut ensuite rouvrir le politique et l'institutionnel, mais cela indique bien que la proposition initiale n'était pas valide.

En tentant d'identifier les relations entre la monnaie et les droits de propriété, en inscrivant le prêteur en dernier ressort dans un conditionnement institutionnel étroit, en montrant comment le projet d'un prêteur en dernier ressort

international est incohérent avec la structure fragmentée des paiements internationaux, j'ai tenté – en toute modestie – de contrôler ce qui me paraît être un des risques principaux de toute théorie de la monnaie : l'hypostasie. C'est-à-dire l'idée que la monnaie précipite dans son ordre synchronique des déterminations sociales exceptionnellement vastes, de telle manière que ses crises et ses ruptures auraient elles-mêmes une portée destructrice exorbitante, face au commun des règles et des régulations qu'étudient ordinairement les *social scientists*.

Ce point se retrouve dans la question de « l'au-delà de la crise systémique », qui n'a rien à voir avec Carthage après les Romains (le sel et l'esclavage). Curieusement, comme le montrent les cas indonésien, russe et argentin, la dimension monétaire des crises (sur le plan du passif du système bancaire) s'estompe en fait très vite : non qu'il n'y ait aucune séquelle et aucun risque de rechute, mais du fait du rétablissement très rapide, assez déconcertant, de l'ordre des paiements, de l'usage de l'unité de compte, de la formation des prix relatifs. S'il fallait accorder une sorte de prééminence constitutive à la monnaie, il serait difficile de rendre compte de telles expériences. L'apparente spontanéité avec laquelle elle ré-émerge dans les transactions entre agents conduit à reporter l'attention sur les conditions sociales et institutionnelles sur lesquelles la monnaie repose – la division sociale du travail pour résumer. Cette dernière repose. Elle ne fonde pas le social, pas plus qu'elle ne reflète ou représente l'acte qui l'institue. Le social n'est pas homothétique à la monnaie.

En fait, après la crise systémique, les enjeux majeurs se concentrent à l'actif des banques et plus généralement du système financier : c'est la reprise de l'intermédiation et, avant cela, la liquidation des pertes en capital, la sanction de l'insolvabilité et l'imputation de ses effets dans les bilans, et donc dans la propriété des agents. Ici se redéfinissent les conditions de l'accumulation capitaliste, de la distribution de la richesse et de la re-légitimation de l'arbitraire social libéré par la crise. Mais, avoir prise sur ces enjeux, en un mot, il faut donner la priorité à Marx, Keynes et quelques autres, et ne pas encapsuler tous les rapports sociaux dans l'ordre synchronique par lequel s'actualisent le marché et la monnaie.

2. Oui, donc, les crises atteignent la distribution de la propriété et demandent une « amnésie de la genèse » – la formule est belle. Mais lorsqu'on évoque justement la genèse, n'est-ce pas que le principe même est atteint au moment où la chose est entièrement redistribuée, de manière non contrôlée et informelle ? La caractéristique de la propriété, par opposition à la possession, est d'être sanctionnée légalement. Sa définition ne prend ainsi que quelques lignes dans le Code Civil de 1804, alors que des dizaines de pages et d'articles sont ensuite nécessaires pour établir les moyens légitimes de l'acquérir. C'est pourquoi, quand la richesse est redistribuée de manière informelle, c'est bien l'institution de la propriété qui est atteinte.

Ceci éclaire le caractère central de la règle de faillite en tant qu'institution du capitalisme et, singulièrement, comme institution de gestion de ses crises – que ce soit à l'échelle individuelle (la défaillance d'une firme) ou systémique (la crise de paiements privée). Alors qu'il me semble que Mario Dehove défend sur ce

point une position assez standard, j'affirme que la faillite est la dernière institution qui protège la propriété et sa distribution légalement sanctionnée contre la socialisation sauvage. Quand elle lâche, c'est comme lorsque le prêteur en dernier ressort échoue : la Banque centrale est neutralisée et il n'y a plus rien derrière. C'est la Russie, l'Indonésie, l'Argentine. Ici, aucun mécanisme décentralisé ne peut opérer à la place de la faillite : le marché n'est pas capable de résoudre lui-même les conséquences de ces défaillances, individuelles ou collectives. Ceci pour deux raisons. D'une part, on ne peut pas parvenir sur cette base à une distribution équitable des pertes (problème de la ruée sur les actifs) ; de l'autre, seule une décision de type judiciaire, sur laquelle repose *in fine* la faillite, peut imputer dans les bilans individuels les pertes en capital et dénouer les engagements contractuels formés précédemment. C'est en quoi le défaut de paiement, qui rompt le flux des engagements contractuels représentatifs des échanges, doit être suivi d'une réinstitution de la forme juridique de la propriété et des contrats. Celle-ci est une précondition à la reprise du marché.

On retrouve une idée comparable sur le marché international de la dette souveraine. Même si les titres d'un pays s'échangent avec une décote de 80 % sur le marché secondaire, il ne retrouvera l'accès au marché primaire que si le constat d'insolvabilité débouche sur une réduction *formelle* des engagements contractuels, c'est-à-dire sur une réécriture des multiples contrats de dette. D'où les problèmes fort théoriques récemment discutés autour de la proposition de loi de faillite souveraine, formulée par le FMI : qui, au plan international, peut sanctionner la réécriture des contrats ? Une instance « proto-judiciaire » à caractère supranational peut-elle recevoir l'autorité d'intervenir dans des contrats de dette privés, relevant du droit new-yorkais ou anglais ? Dès lors qu'on attache étroitement le droit à la formation de l'agent capitaliste, les enjeux institutionnels de la globalisation prennent un relief différent.

La faillite illustre ainsi l'interaction étroite entre le droit et le capitalisme, qui ne se restreint pas à ces objets que lui attribue habituellement la théorie : la régulation des échanges, les enjeux d'information, la répression sociale. Parce qu'il repose sur l'échange contractuel et la circulation du capital, le capitalisme a besoin du droit, de la justice et de la garantie de régularité et de prévisibilité que leur apporte l'État. Comme le montre *a contrario* l'expérience russe, si la dotation en capital de l'entrepreneur capitaliste n'est pas formalisée juridiquement dans des droits de propriété, si les droits de créance sont continuellement renégociables, si le système de paiement se fractionne, les comportements seront très éloignés de ceux qu'appelle l'économie capitaliste la plus approximative : il n'y a ni de constitution microéconomique de l'agent coasien, ni de système de paiement, ni de temps social, ni de crédit, ni d'accumulation.

Ces éléments devraient montrer (du moins je l'espère) combien se trompent des lecteurs de l'*Économie de la panique* qui ont vu dans le thème de la faillite, et plus généralement des droits de propriété, une déclinaison convenue du discours *free-market* standard (concurrence, solvabilité, darwinisme social, etc.). Certes, faillite et propriété renvoient aisément à une représentation standard des économies capitalistes : c'est pourquoi ils s'articulent immédiatement à

l'analytique économique. Pour autant – première remarque – ces concepts sont indépendants de la notion de risque : ce n'est pas parce que j'ai engagé mon patrimoine dans une spéculation boursière à haut risque, ou dans un projet de start-up fondé sur une idée douteuse, que je n'ai pas droit ensuite à un règlement ordonné du désastre auquel je me suis exposé. Ensuite – second point – les concepts de faillite et les droits attachés à la propriété privée contribuent à qualifier différenciellement la règle capitaliste que chaque société se donne à elle-même : la part qu'elle confère au marchand et à la sanction de marché dans les initiatives de ses membres, le degré d'individualisation sur lequel repose sa division sociale du travail, la priorité qu'elle donne à des objectifs sociaux (notamment l'emploi) par rapport à un principe intégral de propriété privée. C'est (entre autres) par la définition de la faillite et des droits concrets attachés à la propriété privée que la société traite des enjeux d'équité sociale, de redistribution, de socialisation des risques individuels ou collectifs.

Telles sont enfin les raisons pour lesquelles la faillite mobilise régulièrement des conflits idéologiques et moraux, qui renvoient à un conflit de légitimité sur la forme et sur la représentation de l'ordre social juste. À quelle condition peut-on réduire la dette librement contractée d'un agent majeur et responsable ? Est-il légitime qu'une majorité qualifiée de créanciers puisse imposer sa volonté à des porteurs minoritaires ? Doit-on protéger les salariés prioritairement contre les échecs des capitalistes ? Peut-on expulser de son domicile un ménage qui ne parvient pas à rembourser sa dette hypothécaire ? Parce qu'elle sanctionne la participation ou l'exclusion du marché, la faillite manifeste par excellence l'arbitraire de la loi sociale (et donc le caractère non naturel du marché, des droits de propriété et de la discipline contractuelle). Et, pour assumer dans les faits cette fonction remarquable, elle doit aussi être débattue, votée et inscrite dans la loi avant que son opération, dans chaque cas concret, prenne à son tour un caractère procédural – le jugement. En somme, la faillite c'est le contraire d'une institution sociale fondée sur le refoulement ou le déni : alors qu'elle exprime par excellence la brutalité, voire le caractère insoutenable du capitalisme « pur et dur », elle fonctionne par la publicité de son fonctionnement et de ses effets, dans une économie politique très locale.

3. Les deux derniers paragraphes de Mario Dehove expriment une critique qui m'a été adressée par ailleurs, dans des termes proches, et qui est certainement celle à laquelle il est le plus difficile de répondre. Pour résumer, est ce que mon affirmation est viable, selon laquelle on peut utiliser les concepts économiques standards tout en cherchant les voies d'une théorie des institutions du capitalisme et de leurs crises ? Est-ce qu'en particulier, je peux à la fois utiliser la boîte à outils habituelle des économistes et prétendre dire quoi que ce soit d'intéressant sur la monnaie comme institution ?

On le sait, la monnaie n'existe pas en économie standard, pour autant que celle-ci soit considérée comme entièrement et étroitement tributaire de l'équilibre général (EG). Si on veut à la fois sauver l'EG, formaliser la monnaie et faire de l'économie politique, on est sûr d'échouer à tous les coups. Ma réponse à la question posée part dès lors d'un point pragmatique : la boîte à outils standard

fonctionne plutôt bien et je n'ai pas d'alternative. *A contrario*, le package régulationniste est inopérant pour démontrer analytiquement les crises thaïe, indonésienne, russe, etc. Il intervient après (me semble-t-il), pour proposer un cadre théorique englobant, réinterpréter les relations causales, réintroduire les dimensions institutionnelles, etc. En un mot établir une détermination plus forte, au-delà des comportements observés et des perceptions qu'en ont les agents. Comme dans ma modeste suggestion, il y a donc bien, si je ne me trompe pas, une articulation problématique entre deux langages théoriques, un « passage du témoin » qui en somme permettrait par une théorie plus englobante (régulationniste) de rendre raison de la raison de l'EG et de ses dérivations. Est-ce que ce passage est bien fondé ?

Une mise au point ou un mea culpa semble devoir s'imposer ici : dans les dernières pages de *l'Économie de la panique*, qui sont ici en question, je n'ai pas voulu évoquer, sous le terme d'« économie standard », ce que certains lecteurs ont de fait compris – l'EG au sens strict, qui personnellement m'ennuie colossalement. Ce sont bien ses pièces détachées et dérivées qui m'intéressent et les instruments de travail qu'elles me donnent. De même, en discutant de l'État libéral, de la monnaie et de la propriété, je ne cherche pas à les intégrer dans l'EG pour, en somme, le compléter et produire je ne sais quelle théorie sociale généralisée. Ceci, évidemment, est impossible. Pour dire les choses plus pragmatiquement : les « outils standards » sont ceux dont je me suis servi dans la première partie du livre, et c'est à partir d'eux que j'essaie de problématiser la question de la propriété et de la monnaie. Sans EG à l'horizon.

La possibilité d'une telle stratégie renvoie bien, ainsi, à la constitution interne de l'économie standard, c'est-à-dire aux contraintes de cohérence entre l'EG et le tout-terrain dont nous nous servons tous, tous les jours. Est-ce que l'EG est à ce point cohérent et rigoureux qu'il empêcherait de manière implacable toute expérimentation aux marges ? Est-ce que sa grammaire interdirait tout relâchement alors même qu'on a l'impression de mieux comprendre, grâce à eux, des expériences aussi confuses que celles observées en Indonésie ou en Russie : des lieux et des moments où n'étaient pas respectés certains paramètres élémentaires d'une économie capitaliste (que l'EG lui-même suppose) – une monnaie fonctionnelle, une norme de solvabilité efficace, des contrats respectés, etc. ? Il me semble que les expériences de l'Indonésie, de la Russie et de l'Argentine présentent sur cette question la meilleure approximation d'un test poppérien : est-ce que les propositions relativement fermes auxquelles j'aboutis sur certains enjeux théoriques de la monnaie se révèlent incohérentes avec le démontage très analytique qui les précède, et qui à mon avis les fonde ?

Si l'on est d'accord avec ce point, on pourrait envisager qu'il y ait en somme deux épistémologies possibles de l'économie : d'une part une praxéologie pour les bricoleurs éclectiques et les voyageurs exposés à la dureté des éléments ; et de l'autre une grammaire formelle somptueuse. Sous bénéfice d'inventaire, je n'aurais rien contre cette approche. La question est de savoir si en bricolant de manière éclectique avec les instruments de bord, on peut néanmoins prétendre produire une connaissance un tant soit peu résistante aux critères épistémologi-

ques de cohérence formelle, de falsifiabilité, etc. Dans ce cas, on aurait arbitré entre un contenu sémantique plus riche et une moindre généralité, du fait de la prise de distance vis-à-vis de l'EG. Plus précisément, il faudrait admettre, ce qui me convient parfaitement, que ces théories sont des réponses à des problèmes précis et limités et qu'elles conquièrent leur généralité contre la réalité empirique – comme le disait Bachelard – plutôt que de postuler *a priori* une universalité de principe, comme le fait l'EG. En ce sens, cette économie généraliserait la portée des principes épistémologiques qui sous-tendent l'économie appliquée commune : seulement, elle la porterait au-dehors du champ sémantique admis par le paradigme, et donc au-delà du périmètre de cohérence formelle, encore lié à l'EG, et que cette dernière préserve.

Une voie alternative à cette approche pragmatique mais avertie, pourrait en revanche réunir à la fois les purs et durs de l'orthodoxie et de l'hétérodoxie : elle consisterait à réaffirmer l'intégrité logique de l'EG et à rejeter l'hypothèse que, sortis de cette syntaxe déterminante, les concepts préservent une quelconque validité. C'est la *structure* syntaxique qui donnerait du sens aux *éléments*, dans une radicalisation du principe linguistique connu. Dans ce cas, la seule alternative à une démarche hétéroclite serait une théorie économique entièrement alternative à l'EG. Bien sûr, un certain nombre d'hétérodoxes aimeraient « hénaurmément » habiter cette option (certains croient que c'est le cas) alors même qu'ils usent (et abusent parfois) des concepts standards – comme tout le monde. Ce parti me paraît absolument abracadabrante. À quoi bon dépenser des ressources intellectuelles rares pour un projet en fait impensable ?.

4. Un autre malentendu : je crains de ne pas m'être fait bien comprendre sur l'État minimum. Bien sûr il y a un bout de provocation de ma part contre la survalorisation française de l'État régulateur, qu'à mon avis on retrouve *in fine* chez les régulationnistes et nombre « d'économistes de gauche ». J'admets volontiers que j'entre ici sur un registre un peu polémique, avec d'autant moins d'armes que je n'ai pas suivi tous les développements récents sur ce thème. Mais assumons cette réserve et poursuivons : l'École de la régulation a une vraie difficulté, à mon sens, à penser le marché, la concurrence, l'action privée et, d'une certaine manière, la société civile. Et, par une fatalité symétrique, c'est aussi l'État de droit et les règles du libéralisme économique qui sont moins perceptibles. Tous ces concepts sont certes dans la théorie, mais de manière parfois légèrement *ad hoc* et surtout, pour résumer maladroitement, avec une pondération conceptuelle insuffisante. Ils ne sont pas mis à leur place. Cela relève certainement d'un choix théorique explicite, formulé en *ex ante*, mais dont les conséquences toutefois m'ennuient un peu : les enjeux les plus importants de la libéralisation et de ses éventuels échecs ne sont pas très faciles à saisir depuis un angle de vue qui nie, ou qui relativise, ce qui me semble être la spécificité de la modernité libérale et la clé de sa viabilité éventuelle (face aux réformes de transition par exemple).

Certainement, la critique banale du *rule-based*, comme expression de l'orthodoxie en politique macroéconomique, a ici un effet amplificateur : cette critique rebattue, qui fait écho à l'insistance collégiale sur les compromis insti-

tués, opacifie la question de la règle – en économie et en politique. De ce fait, elle tend à renouveler le vieux déni de l'institution et du droit, en ce qu'ils sont qualifiés précisément par leur caractère formel et par la « force de la forme », comme disait Bourdieu. Il y a ainsi, dans de nombreux courants institutionnalistes, une vraie ignorance de l'institution dès lors qu'elle est utilisée en fait comme un *proxy* pour du social ou de l'historique. On risque alors d'aboutir pas très loin de la vieille position marxiste qui réduit le droit à une coagulation de l'état provisoire des luttes sociales, sans que soient maîtrisés son effet propre et les conditions de sa production. Plus généralement, l'État mais aussi la démocratie tendent alors à être sociologisés et inscrits dans l'hypothèse de holisme sociétal, héritée sans doute des lignages marxistes et durkheimien de la régulation, plus ou moins renouvelé par Polanyi. Certes, il ne s'agit pas d'un holisme dur, impliquant un déterminisme unique et puissant – par exemple de type structuraliste. Curieusement, il me semble discerner à la fois un grand pluralisme en *ex ante* dans l'identification des règles du jeu social parcellaires et une sorte de « holisme en *ex post* », obtenu en somme par convergence, ou par une équilibration structurelle à la Piaget, dont le principe toutefois ne me paraît pas pouvoir être entièrement explicité.

En divergence par rapport à cette approche, sévèrement résumée, j'essaie plutôt de suivre deux principes. Le premier – je viens de l'indiquer – est qu'il est vain de vouloir construire une théorie de ces sociétés libérales qui soient tout, sauf libérale. Dans mon acception banale, ceci demande de poser que les sociétés modernes sont structurées par l'autonomie de la société civile et du marché, et par leur rapport problématique à l'État et à l'institution de la règle. Telle est une des leçons que j'ai cru tirer de l'expérience de la transition en Europe de l'Est, comme des crises majeures dans les économies émergentes : l'institution symétrique du privé et du public, ou bien de l'individualisme universaliste de l'État de droit et du marché, sont au cœur des enjeux de la libéralisation, de la dynamique des marchés, de l'ouverture extérieure et des crises elles-mêmes – lorsque ces règles du jeu se fragmentent et se désinstitutionnent. Il est certes parfaitement légitime politiquement et théoriquement de s'intéresser à ce qui échappe à la règle libérale ou à la logique capitalisme : le capitalisme n'est jamais achevé et, comme le disaient déjà Weber et Schumpeter, il se distingue d'autres modèles sociaux par le fait de ne pas pouvoir se légitimer uniquement par ses propres valeurs. Cela étant, à mon avis, il faut partir de sa logique pour comprendre cet inachèvement.

Le second principe est que l'interlocuteur privilégié de l'économie, ou bien le langage théorique avec lequel elle peut le mieux échanger, ne doit pas être tant une sociologie holiste « à la française » – selon l'axe Durkheim-Bourdieu – mais plutôt une sociologie webérienne. Cela notamment parce que cette dernière est plus congruente avec l'individualisme méthodologique et, au-delà, parce que Weber connaît l'économie de son temps (y compris l'économie marginaliste) : il l'interroge et il discute avec elle tout en cherchant à l'inscrire dans un processus plus large de modernisation et de rationalisation des relations sociales. Il propose ainsi une pensée de la modernité et de l'économie qui ne se ré-



duit aucunement au rationalisme formel de l'*homo oeconomicus*, sans non plus se dissiper dans une ontologie naïve du sujet libre. Inversement, Durkheim et ses descendants développent largement leur projet théorique *contre* l'économie – ce qui est évidemment beaucoup moins intéressant. Au-delà, bien sûr, c'est aussi avec la science politique et la philosophie politique que les économistes auraient avantage à discuter : elles aussi se structurent autour des questions de l'action individuelle et collective, de l'institution de l'ordre social, de la gouvernance et du bien public, la relation entre la norme et l'intérêt, etc.

Affirmer la place théorique d'un État minimum, libéral et *rule-based*, ne témoigne donc pas d'une préférence idéologique ou d'une suggestion programmatique. Mêmes dans les économies riches et replètes, on ne peut concevoir sans référence à cet État minimal l'« État complet » (européen ou américain), avec les préférences collectives, les compromis sociaux, la socialisation des risques, la protection des minorités, les discriminations positives, l'exception culturelle, etc. Et, de la même manière, l'État démocratique n'est pas possible sans une Constitution et des institutions élémentaires à l'intérieur desquelles se règlent les conflits, prend forme le bien public, s'exprime les préférences démocratiques. Sans l'État de droit, les instruments mêmes de l'action collective sont simplement impossibles, parce que l'espace public n'est pas constitué – qu'il soit soumis à des intérêts privés, à la violence des oligarques ou à l'arbitraire d'un parti despotique. Dans son champ, la désintégration monétaire que produisent certaines crises majeures le montre bien : la capacité de la monnaie à soutenir efficacement les échanges de marchés et à servir d'instrument de politique macroéconomique peut s'effondrer très vite. La destruction de l'institution atteint bien le rapport du public au privé.

Au-delà, ces expériences rappellent que le capitalisme et la participation à la globalisation impliquent la construction de l'État de droit moderne, dans un processus dont on sait qu'il est extraordinairement complexe, opaque, souvent violent et parfois sanglant. En outre, ce processus n'est jamais achevé : en un mot, la réforme politique, l'initiative collective, l'action rongeuse des intérêts privés contribuent sans cesse à faire évoluer le rapport entre le privé et le public, entre l'individualisme et la socialisation, dans les pratiques et les institutions. Le privé et le public ne sont donc pas des « essences », données *a priori*, mais ils sont construits : ils sont l'axe structurant à partir duquel analyser les institutions du capitalisme et la possibilité de préserver par elle un espace public démocratique.

Avec la notion (certes confuse) d'une économie politique libérale, je cherche à échapper à la fois à cette vue de l'esprit holiste et autoritaire, centrée sur l'hypostasie de la monnaie, et à l'option alternative, très présente aussi chez les régulationnistes – le grand-tout social à la Polanyi. La question est en fait assez banale, sinon ambitieuse : préserver l'analytique économique et la singularité du marché et du capitalisme, mais en identifiant leurs conditions de possibilités, institutionnelles et historiques. C'est ici que Weber est intéressant. C'est en quoi aussi mes propositions sont radicalement opposées à celles du *Public Choice* et des autres idéologues de type *Wall Street Journal*, soit en un mot les partisans de

l'auto-institution des marchés (précisons à nouveau, pour éviter les malentendus calamiteux, que tout ceci n'implique pas une représentation du social réduit à des *homo oeconomicus* grouillants et incultes : on ne suggère pas non plus une équivalence éthique entre la démocratie et le marché, mais le fait que leur interaction est problématique comme le soulignent notamment tous ceux qui défendent qu'ils sont en fait inconciliables).

Mon meilleur exemple serait le Brésil aujourd'hui : s'il y a une chance de faire des progrès au plan social et d'améliorer la distribution du revenu, c'est parce qu'on a reconstruit depuis quinze ans la démocratie, la monnaie, la règle fédérale, l'intégrité budgétaire, etc. Toute l'histoire de la transition en Europe de l'Est peut se lire aussi dans ces termes : son enjeu était bien de soumettre l'agent individuel et « libre » à des règles communes grâce auxquelles l'espace de l'échange et de la démocratie peut se constituer – cela à partir d'une situation marquée avant 1989 non par la domination absolue du principe public, mais par la confusion du public et du privé – ce qui est aussi une manière de dire que le marché n'est pas auto institué, une fois les individus libérés, comme le prétend l'histoire naturelle des marchés.

5. Un mot pour finir, sur les commentaires politiques que s'est attiré l'ouvrage *L'économie de la panique*. Bien sûr, il est très amusant de voir certains – dont Mario Dehove n'est pas – foncer directement dans le panneau dès qu'on agite un ou deux concepts réputés libéraux – là même où la lecture de quelques pages de Marx aurait pu ouvrir à plus de curiosité (la propriété, la richesse, l'ordre marchand, etc). Par exemple, discuter de l'intervention publique dans les contrats semble avoir suggéré à certains lecteurs que je défendais leur inviolabilité, alors que strictement rien dans *L'économie de la panique* n'indique une telle position. Bien au contraire, toute la discussion qui structure la seconde partie du livre – faillite *vs.* prêteur en dernier ressort – porte sur cette question et sur le rapport entre régulation des échanges et interventions dans les échanges : sur la continuité des engagements d'une part, et les conditions d'entrée et de sorties dans le marché de l'autre. J'affirme en revanche qu'une telle intervention est toujours critique en économie capitaliste, qu'elle peut avoir un impact majeur sur les comportements et les marchés, et qu'elle suppose un dispositif institutionnel rigoureux – notamment si elle veut être légitime. Le point n'est pas vraiment original, mais encore faut-il pour le discuter que la notion de contrat soit elle-même prise au sérieux. J'ai déjà dit cela deux ou trois fois : on ne peut pas à la fois vouloir penser le capitalisme et négliger la notion de contrat parce que trop endogène au discours libéral. Même chose avec la propriété et la socialisation, avec le marché et le non-marchand, etc.

Plus curieusement, certains « lecteurs de gauche », au demeurant très conservateurs au plan intellectuel, ont repris la vieille flamme des « damnés de la terre » et ont reproché vivement à l'auteur de ne pas s'être « écarté plus fondamentalement du modèle dominant » (J. Creel dans la revue de l'OFCE, janvier 2003). Il aurait fallu ainsi se mettre à l'écoute des mouvements anti-globalisation, faire le constat que le capitalisme est dans une crise fondamentale, envisager de nouveaux modèles de développement. Ce serait toujours la même

histoire : travailler sur les crises, le sous-développement et les économies du Sud appellerait une posture de dénonciation et l'appel rédempteur à un autre monde possible. La connaissance ne serait pas une fin légitime en soit et, face au marché et au capitalisme, un principe de neutralité axiologique ne serait pas politiquement ou moralement correct. « Sciences sociales, sciences bourgeoises », comme on disait il y a trente ans ? Hallucinant.