

Séances 10 et 11. La dimension internationale 3 : les problèmes financiers internationaux

Textes illustrant certains points du cours

1. Taxe Tobin et lutte contre la spéculation

„SPIEGEL: Herr Tobin, Sie sitzen hier in Wisconsin seelenruhig am See, während Globalisierungskritiker in Europa unter Ihrem Namen die Revolte proben. Reißt Sie das nicht von der Gartenbank?

Tobin: Ganz bestimmt nicht. Ich habe nicht das Geringste gemein mit diesen Anti-Globalisierungs-Revoluzzern.

SPIEGEL: Die Protestorganisation Attac hat sich ursprünglich nach Ihnen benannt, Demonstranten fordern lautstark die Tobin-Tax. Freut es Sie gar nicht, dass Ihre vor 30 Jahren vorgestellte Idee einer Spekulationsteuer auf Devisengeschäfte endlich Anhänger findet?

Tobin: Natürlich freut mich das, aber der meiste Applaus kommt von der falschen Seite. Sehen Sie, ich bin Ökonom und wie die meisten Ökonomen ein Anhänger des Freihandels. Ich befürworte außerdem den Internationalen Währungsfonds, die Weltbank, die Welthandelsorganisation - all das, wogegen diese Bewegung anrennt. Die missbrauchen meinen Namen.

SPIEGEL: Diese Bewegung will die Einführung einer Steuer auf Devisengeschäfte. Damit sollen die Kapitalmärkte gebändigt und mit den zusätzlichen Einnahmen die Entwicklungshilfe verstärkt werden. Klingt das nicht wie Ihr Vorschlag?

Tobin: Ich hatte vorgeschlagen, die Einnahmen der Weltbank zur Verfügung zu stellen. Aber darum ging es mir gar nicht. Die Devisenumsatzsteuer war dafür gedacht, Wechselkursschwankungen einzudämmen. Die Idee ist ganz simpel: Bei jedem Umtausch von einer Währung in die andere würde eine kleine Steuer fällig, sagen wir von einem halben Prozent des Umsatzes. So schreckt man Spekulanten ab. Denn viele Investoren legen ihr Geld sehr kurzfristig in Währungen an. Wird dieses Geld plötzlich zurückgezogen, müssen die Länder die Zinsen drastisch anheben, damit die Währung attraktiv bleibt. Hohe Zinsen aber sind oft desaströs für die heimische Wirtschaft, wie die Krisen in Mexiko, Südostasien und Russland während der neunziger Jahre gezeigt haben. Meine Steuer würde Notenbanken kleiner Länder Handlungsspielraum zurückgeben und dem Diktat der Finanzmärkte etwas entgegensetzen.

SPIEGEL: Spekulanten abschrecken, Diktat der Finanzmärkte - ist das nicht die Sprache der Globalisierungskritiker?

Tobin: Denen geht es, glaube ich, hauptsächlich um die Einnahmen aus der Steuer, mit denen sie ihre Projekte zur Weltverbesserung finanzieren wollen. Für mich aber ist das Geldeintreiben gerade nicht der Schwerpunkt. Ich wollte den Devisenhandel bremsen, Steuereinnahmen sind für mich nur ein Nebenprodukt.

SPIEGEL: Was spricht denn dagegen, dieses Nebenprodukt für gute Zwecke zu nutzen?

Tobin: Nichts, ich wäre froh, wenn die Einnahmen den Armen der Welt zukämen. Darüber allerdings hätten die teilnehmenden Regierungen zu bestimmen.

SPIEGEL: Was hat Sie 1972 getrieben, die Tobin-Tax zu entwickeln?

Tobin: Ich bin ein Jünger von Keynes, und der schlug schon im berühmten Kapitel 12 seiner "Allgemeinen Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes" eine solche Umsatzsteuer vor, um Investoren dauerhafter an ihre Aktien zu binden. Diese Idee übertrug ich 1972 auf Devisenmärkte.

Damals verabschiedeten sich die USA vom Bretton-Woods-System fester Wechselkurse, gleichzeitig versprachen die ersten elektronischen Geldtransaktionen an Computern eine enorme Steigerung der Zahl von Transaktionen. Ich wollte diesen Prozess verlangsamen, damit weniger spekuliert wird und die Umtauschkurse nicht so schwanken. Heute, wo jeder Mensch zu jeder Zeit per Heim-PC an der Börse handeln kann, ist dieses Problem um ein Vielfaches größer geworden.

SPIEGEL: Müsste die Einführung dieser Spekulationsteuer nicht überall zeitgleich erfolgen, um Schlupflöcher und Steueroasen zu vermeiden? Wer soll das steuern? Eine internationale Tobin-Steuer-Behörde?

Tobin: Das könnte doch der Internationale Währungsfonds (IWF) machen. Der hat Erfahrung mit dem weltweiten Währungssystem. Fast alle Länder sind dort Mitglied.

SPIEGEL: Ausgerechnet der IWF? Nicht nur unter Globalisierungsgegnern gilt er als Erfüllungsgehilfe des globalen Kapitalismus, der am besten abgeschafft gehört.

Tobin: Im Gegenteil: Ich denke, der IWF muss gestärkt und vergrößert werden. Sicher hat er viele Fehler gemacht, kein Zweifel. Aber ihm stehen, ebenso wie der Weltbank, viel zu wenig Mittel zur Verfügung, um den Mitgliedsländern zu helfen, besonders den armen und unterentwickelten Volkswirtschaften. Weltbank und IWF sind nicht Teil einer Verschwörung, die Globalisierung heißt.

SPIEGEL: Gilt das auch für die Welthandelsorganisation WTO?

Tobin: Selbstverständlich. Schon ihr Vorläufer GATT hat viel Gutes dafür getan, den Welthandel auszuweiten.

SPIEGEL: Nicht jeder sieht das so positiv. Zehntausende Globalisierungsgegner stürmten 1999 in Seattle die WTO-Ministerkonferenz.

Tobin: Die WTO braucht mehr Macht, auch über die USA. Die WTO müsste etwa verbieten können, dass Industrieländer Importe aus Entwicklungsländern mit Handelshemmnissen aller Art aussperren.

SPIEGEL: Fakt ist, dass die Industrieländer die Dritte Welt mit Produkten beliefern und sie als Billigarbeiterpotenzial nutzen.

Tobin: Diese ganze Idee, IWF, Weltbank und Welthandelsorganisation seien die Feinde der Entwicklungsländer, halte ich für fehlgeleitet. Die Probleme der Globalisierung werden nicht dadurch gelöst, dass man sie aufhält. Alle Länder und ihre Einwohner profitieren vom freien Austausch von Gütern und Kapital.

SPIEGEL: Warum hat die Armut in der Welt dann zugenommen?

Tobin: Hat sie doch gar nicht. Nehmen Sie Südkorea, das 1960 ein bitterarmes Land war. Jetzt gehört es zu den Industrienationen in der Welt. Das Gleiche gilt für einige andere Tigerstaaten, trotz der Südostasien-Krise vor vier Jahren. Diese Länder sind immer noch wohlhabender als vor drei Jahrzehnten. Und das sind sie geworden durch Handel und fremdes Kapital.

SPIEGEL: Einzelne Länder mögen profitieren, doch global gesehen werden die Reichen reicher und die Armen ärmer.

Tobin: Armut kann viele Ursachen haben, die meisten liegen in den Ländern selbst. Die werden ihre Lage nicht durch solche Maßnahmen verbessern können, wie sie die Globalisierungsgegner empfehlen, etwa die weltweite Einführung von westlichen Arbeitsplatzstandards. Damit vermindert man die Wettbewerbsfähigkeit von Importen aus armen Ländern in reiche Märkte.

SPIEGEL: Sie bezichtigen Attac, ein schlechter Anwalt armer Länder zu sein?

Tobin: Ich kenne wirklich die Details der Attac-Vorschläge nicht genau. Die jüngsten Proteste sind ziemlich widersprüchlich und uneinheitlich, ich weiß nicht einmal, ob all das Attac widerspiegelt. Im großen Ganzen sind deren Positionen gut gemeint und schlecht durchdacht. Ich will meinen Namen nicht damit assoziiert wissen.

SPIEGEL: Haben Sie jemals mit Attac gesprochen?

Tobin: Der Vorsitzende Bernard Cassen hat mich einmal angerufen und nach Paris eingeladen. Dort sollte ich vor ein paar tausend jubelnden Anhängern auftreten.

SPIEGEL: Was haben Sie ihm geantwortet?

Tobin: Ich habe abgesagt. Aus familiären Gründen und weil ich nicht mit den Zielen von Attac identifiziert werden wollte. Seither hab ich nichts mehr von ihm gehört. Attac hat mir auch nicht mitgeteilt, dass sie meine Steuer propagiert. Ich habe nichts zu tun mit ihrer Namensgebung.

SPIEGEL: Wie erklären Sie sich, dass Ihre Steueridee unter Politaktivisten viele Anhänger hat, Wirtschaftsexperten sie jedoch kritisieren?

Tobin: Tun ja nicht alle. Die meisten Ökonomen ignorieren meinen Entwurf schlicht. Allerdings gibt es eine Reihe von Büchern und Artikeln über die Tobin-Tax. Einige sind dafür, andere kritisieren sie, manche sind unentschieden.

SPIEGEL: Professor Rudi Dornbusch vom Massachusetts Institute of Technology sieht Ihre Steuer kritisch, Robert Mundell, wie Sie ein Nobelpreisträger für Wirtschaft, hält sie gar für eine "dumme" Idee.

Tobin: Ich hoffe, die beziehen sich auf Attac und Konsorten, nicht auf meine Steuer. Ich glaube gern, dass Dornbusch und Mundell dagegen sind.

SPIEGEL: Ausgerechnet George Soros, der berühmteste Spekulant der Welt, lobt Ihre Spekumenten-Abwehrsteuer. Schon wieder Applaus von falscher Seite?

Tobin: Der Mann weiß eben, wovon er spricht. Soros hat an den Finanzmärkten sehr viel Geld verdient, das ist an sich ja keine Sünde. Zudem hat er sehr unorthodoxe Vorstellungen über das Weltwährungssystem. Auf ihn sollten die Finanzminister der Welt mehr aufpassen als auf mich, ihn sollten sie stärker fürchten, denn er hat die Mittel, um seine Vorhaben durchzuziehen.

SPIEGEL: Glauben Sie, dass Ihre Tobin-Steuer einmal verwirklicht wird?

Tobin: Keine Chance, fürchte ich. Die entscheidenden Leute in der internationalen Finanzszene sind dagegen. [...]

SPIEGEL: Warum kehrt man zum Schutz der Währungen nicht einfach wieder zu einem Festkurssystem zurück, bei dem die Zentralbanken der beteiligten Länder die Wechselkurse stabil halten?

Tobin: Das wurde versucht und scheiterte. Spekulanten wie Soros manövrieren die Notenbanken einfach aus. Schauen Sie doch bloß nach Argentinien, das seinen Peso direkt an den US-Dollar gekoppelt hat. Was dort geschieht, ist ein Desaster, ein absolutes Desaster. Solche unumstößlichen Wechselkursfestlegungen sind Einladungen zur Spekulation. Die Händler wetten darauf, ob die Notenbanken willens und fähig sind, die vereinbarten Kurse zu verteidigen. Nein, Festkurssysteme sind aus der Mode gekommen, und das ist auch gut so.“

« Der Spiegel. – *M. Tobin, vous êtes là tranquillement assis au bord de ce lac en Wisconsin, pendant que les opposants à la mondialisation en Europe font la révolution sous votre nom. Cela ne vous incite-t-il pas à quitter votre banc et ce jardin ?*

James Tobin. – Certainement pas. Je n'ai rien de commun avec les praticiens de cette révolution contre la mondialisation.

Der Spiegel. – *A son origine l'organisation contestataire Attac (Association pour une taxation des transactions financières pour l'aide aux citoyens) a emprunté votre nom ; les opposants à la mondialisation réclament une taxe Tobin. N'est-ce pas pour vous aujourd'hui une satisfaction, trente ans après en avoir fait la proposition, que votre idée de taxe contre la spéculation sur les opérations de change trouve enfin des défenseurs ?*

James Tobin. – Bien évidemment, j'apprécie l'intérêt qu'on porte à mon idée, mais beaucoup de ces éloges ne viennent pas d'où il faut. Je suis économiste et, comme la plupart des économistes, je défends le libre-échange. De plus, je soutiens le Fonds monétaire international (FMI), la Banque mondiale et l'Organisation mondiale du commerce (OMC), tout ce à quoi ces mouvements s'en prennent. On détourne mon nom.

Der Spiegel. – *Le mouvement anti-mondialisation veut l'instauration d'une taxe sur les opérations de changes. L'objectif est d'exercer un contrôle sur le marché des capitaux et d'utiliser les sommes perçues à renforcer l'aide au développement dans le Tiers monde. Cela n'a-t-il rien à voir avec vos recommandations ?*

James Tobin. – J'ai suggéré que les recettes de la taxe soient versées à la Banque mondiale. Cet impôt visait à limiter les fluctuations des taux de change. L'idée est simple : il s'agit d'effectuer sur chaque opération un prélèvement minime équivalent, disons à 0,5% de la transaction. De quoi faire fuir les spéculateurs. Car beaucoup d'investisseurs placent à très court terme leur argent sur les monnaies. Si cet argent est brusquement retiré du marché, les pays doivent relever leurs taux d'intérêt dans d'importantes proportions afin que la devise reste attractive. Or, malheureusement, des taux d'intérêt élevés sont souvent catastrophiques pour l'économie intérieure, comme le montrent les crises qui ont frappé le Mexique, l'Asie du Sud-Est et la Russie dans les années quatre-vingt-dix. Ma taxe redonnerait une marge de manœuvre aux banques centrales des petits pays pour lutter contre la tyrannie des marchés financiers.

Der Spiegel. – *Faire fuir les spéculateurs, lutter contre la tyrannie des marchés financiers, n'est-ce pas le langage des adversaires de la mondialisation ?*

James Tobin. – Je crois que, pour l'essentiel, les recettes de la taxe les intéressent, avec lesquelles ils entendent financer leurs projets de développement, afin de rendre le monde « meilleur ». Mais ces prélèvements ne constituent pas mon objectif premier. J'ai voulu ralentir les transactions financières. Les recettes ne sont, pour moi, que secondaires.

Der Spiegel. – *Quel mal y a-t-il à employer le produit de la taxe à une bonne cause ?*

James Tobin. – Aucun. Je serais heureux si ces sommes parvenaient aux déshérités de la planète. Mais c'est aux gouvernements concernés de le décider.

Der Spiegel. – *Qu'est-ce qui vous a poussé à concevoir la taxe Tobin en 1972 ?*

James Tobin. – Je suis avant tout un disciple de Keynes, qui, dans le fameux chapitre 12 de sa *Théorie générale*, propose de taxer les mouvements de capitaux afin de lier plus durablement les investisseurs à leurs actifs. En 1972, j'ai appliqué cette taxe au marché des changes. A cette époque, les Etats-Unis

quittaient le système de changes fixes décidé à Bretton Woods. Parallèlement, les transactions électroniques promettaient de considérablement accroître le nombre des transactions. J'ai voulu ralentir ce processus afin de réduire la spéculation et la volatilité des taux de change. Aujourd'hui où chacun peut à tout moment effectuer des transactions financières sur son ordinateur personnel, les problèmes que je prévoyais se sont multipliés.

Der Spiegel. – *La mise en place de cette taxe, cependant, doit intervenir partout dans le monde en même temps, si l'on veut éviter que certains n'y échappent et que n'apparaissent des paradis fiscaux. A qui confier une telle préparation ? A une instance internationale spécialement créée à cet effet ?*

James Tobin. – Le FMI pourrait en être chargé. Il possède l'expérience du système des changes. Presque tous les pays y adhèrent.

Der Spiegel. – *Le FMI, vraiment ? Dont on considère qu'il est au service du capitalisme mondial et qu'il doit être supprimé et pas seulement parmi les adversaires de la mondialisation ?*

James Tobin. – Je pense, au contraire, que le FMI doit voir son pouvoir renforcé et élargi. Il a, certes, commis beaucoup d'erreurs – c'est indiscutable –, mais, comme la Banque mondiale, il dispose de beaucoup trop peu de moyens pour aider ses pays membres, en particulier les économies les plus pauvres et les moins développées. La Banque mondiale et le FMI ne font pas partie d'une conspiration qui a pour nom mondialisation.

Der Spiegel. – *Cela est-il vrai aussi de l'Organisation mondiale du commerce ?*

James Tobin. – Certainement. Son prédécesseur, le GATT, a fait beaucoup pour le développement du commerce mondial.

Der Spiegel. – *Ce n'est pas l'avis de tout le monde. En 1999, la réunion de l'OMC à Seattle a échoué en raison des pressions exercées par des dizaines de milliers d'opposants à la mondialisation.*

James Tobin. – L'OMC a peut-être besoin de pouvoirs accrus, vis-à-vis des Etats-Unis notamment. Elle devrait, par exemple, avoir les moyens d'interdire aux pays industrialisés d'instaurer des barrières douanières qui empêchent les importations en provenance des nations en développement.

Der Spiegel. – *Le fait est que les pays industrialisés inondent de leurs produits les marchés du Tiers monde et utilisent ces nations pour leur main-d'œuvre bon marché.*

James Tobin. – Je crois que cette idée d'ensemble que le Fonds monétaire international, la Banque mondiale et l'Organisation mondiale du commerce sont les ennemis des pays en développement est une erreur. Les problèmes de la mondialisation ne seront pas réglés en s'opposant à ce qu'elle aille de l'avant. Tous les pays, comme leurs habitants, tirent profit du libre-échange des biens et des capitaux.

Der Spiegel. – *Pourquoi, alors, la pauvreté a-t-elle progressé ?*

James Tobin. – C'est absolument faux. Prenons le cas de la Corée du Sud, qui en 1960 était un pays extrêmement pauvre. Elle fait aujourd'hui partie des grandes nations industrialisées. Il en est de même de beaucoup d'autres « tigres », en dépit de la crise que l'Asie du Sud-Est a connue il y a trois ans. Ces pays restent à l'heure actuelle plus prospères qu'ils ne l'étaient il y a trente ans. Et cela, grâce au commerce et aux capitaux étrangers.

Der Spiegel. – *Des nations peuvent, à titre individuel, s'en sortir avantageusement, mais d'une manière générale les riches s'enrichissent et les pauvres s'appauvrissent.*

James Tobin. – La pauvreté peut avoir bien des causes. La plupart de ces causes sont inhérentes aux pays mêmes. Ils n'amélioreront pas leur situation en prenant les mesures que prônent les opposants à

la mondialisation, telles que l'adoption partout dans le monde des conditions de travail des nations occidentales. Cela réduirait la compétitivité des produits des pays pauvres sur les marchés des pays riches.

Der Spiegel. – *Vous accusez donc Attac de mal défendre les pays pauvres ?*

James Tobin. – Je ne connais pas vraiment dans le détail ses propositions. Les manifestations dont vous parliez ont été passablement incohérentes, j'ignore cependant si elles reflètent l'état d'esprit d'Attac. Ces prises de position reposent, d'une manière générale, sur de bonnes intentions, mais elles ne sont pas suffisamment approfondies. Je refuse tout simplement d'y être associé.

Der Spiegel. – *Avez-vous déjà parlé aux représentants d'Attac ?*

James Tobin. – Son président, Bernard Cassen, m'a un jour appelé pour me demander de venir à Paris. L'idée était que j'apparaisse devant quelques milliers de ses partisans enthousiastes.

Der Spiegel. – *Que lui avez-vous répondu ?*

James Tobin. – J'ai décliné l'invitation pour des raisons familiales et parce que je ne voulais pas que l'on m'assimile aux objectifs d'Attac. Il ne me les avait pas exposés : je n'avais pas pris part à leur formulation. Je n'ai plus eu aucune nouvelle depuis. Les gens d'Attac ne m'ont jamais dit qu'ils utilisaient mon nom. Je n'ai rien à voir avec eux.

Der Spiegel. – *Comment expliquez-vous que votre taxe ait beaucoup de défenseurs parmi les militants politiques, mais soit condamnée par les experts économiques ?*

James Tobin. – Il n'en va pas toujours ainsi. Les économistes, pour la plupart, se désintéressent simplement de ma proposition. Beaucoup de livres et d'articles traitent de la taxe Tobin, certains sont favorables, d'autres hostiles, d'autres encore entre les deux.

Der Spiegel. – *Rudi Dornbusch, qui enseigne au Massachusetts Institute of Technology, est critique ; Robert Mundell, prix Nobel d'économie comme vous, considère même que votre taxe est une idée « sottie ».*

James Tobin. – J'espère qu'ils font référence à Attac et autres mouvements de ce type, pas à la taxe même. Mais je veux bien croire que Dornbusch et Mundell y soient opposés.

Der Spiegel. – *George Soros par exemple, le plus célèbre des spéculateurs, préconise votre taxe pour lutter contre les spéculateurs justement. Est-ce qu'ici aussi l'éloge ne vient pas d'où il faut ?*

James Tobin. – George Soros sait évidemment de quoi il parle. Il a gagné beaucoup d'argent sur les marchés financiers. Ce n'est pas là un péché en soi. Il a, par ailleurs, des idées fort peu orthodoxes en ce qui concerne le système mondial des devises. Les ministres des Finances du monde entier ont plus de raisons de se méfier de lui que de moi, car Soros a les moyens de mener à bien ses projets.

Der Spiegel. – *Croyez-vous que votre taxe sera un jour appliquée ?*

James Tobin. – Certainement pas, hélas ! Les décideurs sur la scène internationale y sont opposés. [...]

Der Spiegel. – *Pourquoi ne pas protéger notre marché des devises en revenant simplement au vieux système des taux de changes fixes, dans lequel les banques centrales des pays adhérents maintiennent la stabilité de la monnaie ?*

James Tobin. – Le système a été testé et il a échoué. Des spéculateurs comme Soros pouvaient rouler les banques centrales. Regardez ce qui est arrivé à l'Argentine, qui a lié entièrement son peso au dollar

américain. Ce qui se passe dans ce pays est un désastre absolu. Le problème est que des taux de change immuables sont une invitation à la spéculation. Les opérateurs parient sur la volonté et sur la capacité des banques centrales à défendre les taux établis. Le système des taux de changes fixes est passé de mode, et c'est tant mieux. »

„Die missbrauchen meinen Namen.“ Entretien (réalisé par Christian Reiermann et Michaela Schiessl) avec James Tobin. „Der Spiegel“, n°36, septembre 2001. Traduit dans « Problèmes économiques » n° 2 734, 31 octobre 2001 (extrait).

2. La réforme du système monétaire international

“I. Introduction

[...] My topic tonight has been of concern to economists and policymakers for a number of years. As you know, much has been done to strengthen the architecture of the international financial system in response to the recent emerging market financial crises. But there remains a gaping hole: we lack incentives to help countries with unsustainable debts resolve them promptly and in an orderly way. At present the only available mechanism requires the international community to bail out the private creditors.

It is high time this hole was filled. This evening I would like to share with you an approach that the management and staff of the IMF are discussing and which we believe could be implemented.

Our aim would be to create a catalyst that will encourage debtors and creditors to come together to restructure unsustainable debts in a timely and efficient manner. This catalyst would take the form of a framework offering a debtor country legal protection from creditors that stand in the way of a necessary restructuring, in exchange for an obligation for the debtor to negotiate with its creditors in good faith and to put in place policies that would prevent a similar problem from arising in the future. The mere knowledge that such a framework was in place should encourage debtors and creditors to reach agreement of their own accord. Our model is one of a domestic bankruptcy court, but for a number of reasons it could not operate exactly like that. It is better to think of it as an international workout mechanism.

A number of our members have expressed a desire to move in this direction. We look forward to discussing our ideas with the Fund's Executive Board next month. But even with unanimous political support this approach could not be in place for at least two or three years. So none of what I have to say tonight has implications for our current negotiations with member countries — Argentina and Turkey, for example.

Let me begin by putting our proposal in the context of other changes made to the architecture of the international financial system. I will then talk about the current obstacles to orderly sovereign debt restructuring, before turning to the principles that underpin the possible new approach and some of the practical questions it raises.

II. Reforming the Architecture

Architecture first. The growth of private international capital flows has delivered important benefits for borrowers and providers of capital alike. Foreign direct investment has risen steadily in importance, but as portfolio flows have become larger and more volatile, a price has been paid in more frequent and more severe financial crises.

One response of countries afflicted by the crisis would have been for them to retreat from the global capital markets, but almost without exception even those suffering most in the turmoil have chosen not to do so. Instead, they have rebuilt investor confidence and helped restore growth by putting in place corrective policies: fiscal adjustment, financial sector strengthening, and more flexible exchange rate regimes, to name but three.

In addition, as the smoke has cleared, the international community has made a determined effort to promote more effective crisis prevention. This has had three main elements:

First, we have strengthened the IMF's surveillance of national economic policies, and international markets. Second, we are encouraging better communication between the IMF, its members, and private investors and lenders. And third, we have created the Contingent Credit Line facility, offering countries with sound policies a public "seal of approval" and a way to bolster their official reserves at very low cost.

Better national policies and the reforms made to the architecture should help make crises less frequent. But prevention will never be foolproof. So we have also taken steps to improve the management of crises. We have been guided by the recognition that capital account crises — in which countries face exceptional balance of payments problems because of a sudden loss of investor confidence — require solutions different from the current account problems that the Fund has traditionally had to deal with.

One important advance in crisis management has been a change in the content of the adjustment and reform programs that the Fund supports in helping countries recover. In addition to the necessary macroeconomic prescriptions, we focus much more urgently on helping to resolve balance sheet problems in the financial and corporate sectors. In many cases these problems were at the heart of the 1990s crises.

Another advance was the creation of the Supplemental Reserve Facility in 1997. This moved the Fund in the direction of Walter Bagehot's classic prescription for a lender of last resort, advancing large amounts for relatively short periods at penalty interest rates. In lieu of collateral, Fund lending requires agreement with the borrower on economic policy measures that will improve its balance of payments and help it repay.

But the parallel between the Fund and Bagehot's lender of last resort cannot be taken too far. For one thing, unlike a domestic central bank, the Fund cannot print money. Its resources are limited to part of the quotas paid in by its members and the borrowing agreements it has in place with a number of industrial and emerging market countries. In an informal but nonetheless important way its lending is also limited by the understandable reluctance of Fund members to see resources used to bail out private creditors of countries that find themselves in trouble. Moral hazard remains a concern. Private institutions may be encouraged to lend and invest recklessly — or at least more than they should — by the belief that the Fund will ensure that their creditors can repay them.

III. Involving the Private Sector in Crisis Resolution

Let me now turn to the question of involving the private sector in crisis resolution, which is certainly among the most difficult issues in reforming the architecture of the international financial system.

Temporary assistance from the Fund and agreement on a convincing economic adjustment package is normally sufficient to rebuild confidence among investors and lenders — and restore a country's access to foreign private capital. But what if banks and bondholders suddenly take fright and want to pull out of an emerging market? Or if a country faces a short-term need for foreign currency beyond that which the official sector is willing and able to provide, and has little prospect of securing private capital in the near term? Then it may be necessary to encourage private creditors to roll over existing commitments and to limit their demands for repayment. This is what is meant by concerted involvement of the private sector in crisis resolution. When a country has a large debt, it is not just the flows we have to worry about, but what happens to the stock. When creditors will not roll over the stock, there is still a problem.

In the 1980s, restructuring sovereign debt was a protracted but generally orderly process. Typically the major creditors were commercial banks, and they negotiated through a steering committee of maybe 15 people holding perhaps 85 percent of the debt. They had a number of incentives to cooperate. First, they wanted to maintain good relations with the debtor to safeguard future business. Second, they were subject to the suasion of the official sector through regulators, especially since they were banks. Third, conflicts between creditors were limited by similar financial and institutional interests. And fourth, there was little incentive for holdout creditors to pursue claims through litigation, because they would have had to share any proceeds with fellow creditors.

Today we live in an entirely different world. Since 1980 emerging market bond issues have grown four times as quickly as syndicated bank loans. With many banks and bondholders now involved, private creditors have become increasingly numerous, anonymous, and difficult to coordinate. The

variety of debt instruments and derivatives in use has also added to the complexity with which we must deal.

Bondholders are more diverse than banks, and so too are the goals with which they approach a restructuring. Some are interested in a rapid and orderly restructuring that will preserve the value of their claims. Others, which buy debt on the secondary market in hope of profiting through litigation, prefer a disorderly process allowing them to buy distressed debt more cheaply. Individual bondholders also have more legal leverage than banks and are less vulnerable to arm-twisting by regulators.

No wonder countries facing severe liquidity problems often go to extraordinary lengths to avoid restructuring their debts to foreign and domestic private creditors. Even an orderly restructuring can impose severe economic costs and devastate the domestic financial system; a disorderly restructuring can block a country's access to private capital for years to come, making an already bad situation even worse.

But when a country's debt burden is truly unsustainable, the inevitable cannot be put off forever. In Pakistan, Ukraine and Ecuador fears that litigation would disrupt the process in fact turned out to be unduly pessimistic. But the more recent success of an aggressive legal strategy employed against Peru by a vulture company called Elliott Associates underlines the power that holdout creditors retain. The threat of disruption remains likely to deter countries from seeking a necessary restructuring for longer than is desirable either for the country itself or for the international community.

In 1997 Elliott Associates bought \$20m of commercial loans guaranteed by Peru. Rather than accepting the Brady bonds offered when Peru tried to restructure its debt, Elliott demanded full repayment and interest. In June 2000 it obtained a judgment for \$56m and an attachment order against Peruvian assets used for commercial activity in the US. Elliott targeted the interest payments that Peru was due to pay to its Brady bond holders who had agreed to do the restructuring. Rather than be pushed into default on its Brady bonds, Peru settled.

It is not clear if Elliott's strategy would survive legal challenge in future cases. But this case — and the possibility that rogue creditors will open other legal avenues — shines a spotlight on what is a missing element in the international community's current approach to the roles of the public and private sectors in debt restructuring.

The current approach to private sector involvement was endorsed by our members last year. Noting that official financing is limited and that creditors and debtors need to take responsibility for their decisions, it favors voluntary and market-oriented solutions to debt problems wherever possible. In most cases policy adjustment and temporary official financing is assumed to be sufficient to restore a country's access to private capital. In some cases, the official sector will also need to encourage creditors to reach voluntary agreements to help overcome their coordination problems. And when there is no realistic chance of restoring access to private capital on terms that will leave its debt burden sustainable, a more comprehensive restructuring may be required within the context of a Fund-supported adjustment program.

Ideally, this should be achieved in a largely voluntary and market-friendly way. But Peru's experience suggests this may be more difficult to achieve in the future. Our members agreed that in these circumstances the Fund should be prepared to give its implicit support to a temporary standstill in a country's debt repayments, as long as it is implementing a sensible economic adjustment package and is ready to negotiate with its creditors in good faith. The Fund would signal its support by being prepared to lend to the country even though it was in arrears to its private creditors.

But implicit support of this kind would not prevent holdout creditors from disrupting the restructuring. As a result, the current approach does not provide an adequate incentive for debtors and creditors to reach agreement of their own accord.

This is the missing element we must provide. Let me explain now in broad outline how we could do it.

IV. A New Approach to Sovereign Debt Restructuring

A formal mechanism for sovereign debt restructuring would allow a country to come to the Fund and request a temporary standstill on the repayment of its debts, during which time it would negotiate a rescheduling or restructuring with its creditors, given the Fund's consent to that line of attack. During this limited period, probably some months in duration, the country would have to provide assurances

to its creditors that money was not fleeing the country, which would presumably mean the imposition of exchange controls for a temporary period of time.

As I have emphasized already, our primary objective in creating a formal mechanism of this type would be to create incentives for debtors and creditors to reach agreement of their own accord, so the mechanism would rarely need to be used. There is an analogy here with domestic insolvency regimes like the US bankruptcy court. When they are well-developed and predictable in their operation, the bulk of domestic corporate restructuring takes place "in the shadow of the law" rather than in court.

This approach would benefit creditors as well as debtors. The threat of disorderly restructuring means that when countries get into trouble, the value of their debt on the secondary market falls much more sharply than it would do in a more predictable environment, imposing losses on investors and lenders who mark to market. By helping resolve collective action problems among the creditors, it will help protect the value of their claims.

It is also worth emphasizing that while this proposal would create a mandatory *process* for restructuring, the outcome in any given case will remain where it should be — in the hands of the debtor and creditors. Holdout creditors would be restrained in the event of an agreement, but it would remain for the bulk of the creditors to negotiate and ultimately decide whether to accept the terms on offer. The international community is not going to impose the terms of any restructuring agreement on debtors and creditors.

The new approach would also benefit the international community more widely, by contributing to a more stable international financial system. The presence of a formal mechanism that would encourage them to restructure would help convince private institutions that the official sector is not waiting on the sidelines to bail them out when things go wrong. This could reduce the overall volume of capital flowing into the emerging markets. But that would be no bad thing if it meant that creditors and debtors were assessing risk more appropriately. Sound lending and borrowing decisions would in turn make it less likely that countries would find themselves overindebted to begin with.

A formal sovereign debt restructuring mechanism would need to be built on four key features:

First, the mechanism would need to prevent creditors from disrupting negotiations leading to a restructuring agreement by seeking repayment through national courts. This would make restructuring less costly for the debtor country, reducing the incentive for it to try to delay the inevitable unnecessarily. It would also prevent a "grab race" getting under way among the creditors, in which each has an incentive to enforce its claim as quickly as possible to prevent others capturing the limited assets available.

Second, the mechanism would have to provide creditors with some guarantee that the debtor country would act responsibly during the course of any standstill. In other words, that it was adopting appropriate economic policies, negotiating in good faith with its creditors, and refraining from treating some creditors more favorably than others.

Third, private lenders would need encouragement to provide fresh money to help the debtor meet its financing needs. To achieve this, providers of new money might have some guarantee that they would be repaid before existing private creditors i.e. possibly some kind of preferred creditor status.

Fourth, the mechanism would have to bind minority creditors to a restructuring agreement once it has been agreed to by a large enough majority. This would prevent rogue creditors demanding repayment on the original terms and achieving leverage by securing an attachment on the assets of the debtor until they were repaid.

These four principles are much more easily stated than satisfied. They raise a number of practical questions for the operation of such an approach, with which we have been grappling and which are by no means settled upon. Let me discuss six of them briefly.

First, on what legal basis would such a mechanism rest? If we are to restrict the ability of creditors to enforce their claims in national courts, then the mechanism must have the force of law in those countries where enforcement might be sought. It would not be enough to pass laws in a few leading countries. In practice, the mechanism must have the force of law universally. Otherwise creditors will deliberately seek out the jurisdictions in which they have the best chance of enforcing their claims.

Second, who should operate the mechanism? The Fund's involvement would be essential to the success of such a system. We are the most effective channel through which the international community can reach a judgment on the sustainability of a country's debt and of its economic policies,

and whether it is doing what is necessary to get its balance of payments back into shape and to avoid future debt problems.

Having said this, there are other parts of the mechanism to which the Fund's existing institutional structure would be less suited. For example, there will no doubt be a need occasionally to adjudicate disputes among creditors and between the creditors and the debtor. It will also be necessary to verify creditor claims and confirm the integrity of voting on a potential restructuring. These are not things the Fund could well do.

Third, what would determine if and when the mechanism was formally set in motion? The standstill would be activated if a request by the debtor country was endorsed by the Fund. The Fund would agree if in light of the limitations on the official finance available, the member's debt profile was unsustainable and it had little prospect of securing access to private capital in the foreseeable future.

The presence of a predictable framework should encourage the debtor and creditors to get together of their own accord, mimicking the features of the formal process as happens frequently in domestic bankruptcy regimes. But even if there is broadly-based agreement on a restructuring, activation of a formal standstill may still be necessary in order to bind potential holdout creditors into the majority decision.

Fourth, how would we ensure the debtor behaved appropriately while it was enjoying protection from its creditors? There is a clear analogy here with the way the Fund ensures that countries get their policies back on track when it is lending to them. Like an IMF-supported adjustment program, the standstill could be endorsed for limited periods and renewed following reviews of the country's economic policies and its relations with its creditors. Establishing a maximum period beyond which the stay could not be maintained without the approval of a required majority of creditors would also encourage the debtor to negotiate in good faith.

Fifth, what financing should the Fund provide? After the restructuring, Fund financing should be limited to the amount necessary to help rebuild reserves and pay for essential services and imports. There should be no extra support to help finance payments to creditors on the restructured debt.

Sixth, what types of debt should the stay and the binding-in of minority creditors apply to? This involves a number of complex issues. Let me mention two: the treatment of sovereign debt owed to domestic residents and the treatment of foreign debts owed by domestic residents other than the sovereign.

Sovereign debt owed to domestic residents may well need to be included in any restructuring for three reasons. First, in the absence of capital controls, balance of payments problems are as likely to arise from the flight of domestic investors and lenders as from withdrawal of foreign ones. Second, domestic debt may impose an unsustainable fiscal burden, especially as the crisis will already be weakening the country's budgetary position by depressing economic activity. Third, external creditors are less likely to agree to a reduction in the value of their own claims if they know that domestic investors are simultaneously being repaid in full or in much greater proportion.

The stay might also need to apply to foreign debts owed by nonsovereign residents. This is because of problems created by the use of exchange controls to protect foreign exchange reserves. A company that is relatively unaffected by the crisis, perhaps because most of its earnings come from exports, may suddenly find itself vulnerable to litigation because exchange controls might prevent it paying its overseas creditors during the period of the stay. An alternative would be to extend the legal protection offered to the sovereign to these enterprises as long as they make the payments they would have made to their creditors into an escrow account. These could then be paid to the overseas creditors once the exchange controls are lifted at the point at which the stay is terminated.

V. Conclusion

Let me conclude by discussing briefly how the approach I have outlined would affect the incentives faced by the key players in the sovereign debt market.

For debtor countries, the new approach would clearly reduce the cost of restructuring and would encourage countries to go down that road earlier than they do now. This is no bad thing. At the moment too many countries with insurmountable debt problems wait too long, imposing unnecessarily heavy economic costs on themselves, and on the international community that has to help pick up the pieces.

But it would be ridiculous to argue that our approach would make restructuring an easy option. I would not support it if it did — countries, like anyone else, should pay their debts as long as they are able to do so. Under the new approach, as now, even an orderly restructuring can impose severe economic costs and threaten to devastate the debtor's banking system if it holds a lot of sovereign debt. No country is likely to go down this path unless it absolutely has to.

For creditors, our new approach might appear unattractive if it meant that debt problems were more likely to be dealt with through restructuring than through large bailouts from the official sector. But most creditors now accept that official financing is limited and that the choice is not between workout and bailout, but between an orderly restructuring and a disorderly one. For most creditors the guarantee of an orderly restructuring is much to be preferred to the threat of a disorderly one. The value of their claims on the secondary market is unlikely to fall anywhere near as much as it does now when a country starts to get into trouble.

The approach I have outlined tonight holds out the promise of a fairer and more efficient process of sovereign debt restructuring, one which would encourage countries to resolve unsustainable debts promptly and in an orderly fashion. There are many technical questions to be addressed and we look forward to discussing them with our executive board, which is the next step. But some approach along these lines would serve the causes of better crisis prevention and better crisis management simultaneously, to the benefit of debtors, creditors and the international community.

The political imponderable is whether our members are prepared to constrain the ability of their citizens to pursue foreign governments through their national courts as an investment in a more stable — and therefore more prosperous — world economy. This, ultimately, is a matter for them. [...]"

"International Financial Architecture for 2002: A New Approach to Sovereign Debt Restructuring."
Address by Anne Krueger, First Deputy Managing Director, International Monetary Fund (26 novembre 2001).

« Si la reconnaissance des problèmes a beaucoup avancé, les réformes du système financier international ne font que commencer. A mon sens, celles que je vais énumérer devraient compter parmi les principales.

1. *Reconnaître les dangers de la libéralisation des marchés des capitaux*, et admettre que les flux de capitaux à court terme, l'« argent spéculatif », imposent d'énormes externalités, des coûts supportés par d'autres que les deux parties de ces transactions (les prêteurs et les emprunteurs). Chaque fois qu'il y a des externalités massives, les interventions de l'Etat sont souhaitables – dont celles qui passent par le système bancaire et par la fiscalité. Au lieu de résister à ces interventions, les institutions financières internationales doivent travailler à les rendre plus efficaces.

2. *Réformer les faillites et recourir aux gels*. Quand des emprunteurs privés ne peuvent pas rembourser leurs créanciers, nationaux ou étrangers, la façon juste de traiter le problème est la faillite, et non une opération de sauvetage des créanciers financée par le FMI. Ce qu'il faut, c'est une réforme de la législation sur la faillite qui reconnaisse la nature spéciale des faillites dues aux perturbations macro-économiques. Ce dont on a besoin, c'est d'un super-chapitre 11, des articles de législation des faillites qui accélèrent la restructuration et accordent un préjugé plus favorable au maintien de l'équipe de direction existante. Cette réforme aura l'avantage supplémentaire d'inciter les créanciers à plus de diligence professionnelle, au lieu d'encourager le type de prêt imprudent qui a été si courant dans le passé. Tenter d'imposer des réformes du droit des faillites plus favorables aux créanciers en ne tenant aucun compte des caractéristiques spéciales des faillites macro-induites n'est pas la solution : non seulement cela ne répond pas au problème des pays en crise, mais c'est un remède qui probablement ne durera pas. Comme nous l'avons si nettement constaté en Asie orientale, on ne peut pas greffer purement et simplement les lois d'un pays sur les coutumes et les normes d'un autre. Les problèmes de défaut de paiement d'une dette *publique* (comme en Argentine) sont plus compliqués, mais, là encore, il faut s'appuyer davantage sur les faillites et les gels, idée que le FMI, semble-t-il, a dernièrement acceptée lui aussi. Mais le FMI ne peut pas jouer le rôle central. Le FMI est un très grand créancier, et

il est dominé par les pays créanciers. Un système de règlement de faillite où le créancier ou son représentant est aussi le juge de faillite ne sera jamais accepté comme juste.

3. *Moins compter sur les opérations de sauvetage.* Si l'on recourt davantage aux faillites et aux gels, on aura moins besoin de ces grands renflouements qui ont si souvent échoué, l'argent servant soit à assurer aux créanciers occidentaux un meilleur remboursement qu'ils n'en auraient eu sans cela, soit à maintenir les taux de change à des niveaux surévalués plus longtemps qu'ils n'y seraient restés (ce qui permet aux riches du pays de faire sortir une plus grosse partie de leurs capitaux à des conditions plus favorables, mais endette encore plus lourdement le pays). Comme nous l'avons vu, les opérations de sauvetage n'ont pas seulement échoué, elles ont contribué aux problèmes en réduisant l'incitation du prêteur à faire attention quand il prête, et celle de l'emprunteur à se couvrir contre les risques de change.

4. *Améliorer la réglementation bancaire* – tant sa conception que sa mise en œuvre, et à la fois dans les pays développés et dans ceux en développement. Une réglementation bancaire faible dans les pays développés peut conduire à de mauvaises pratiques de prêts, à l'exportation de l'instabilité. On a pu se demander si la règle du « niveau suffisant de fonds propres pondérés en fonction des risques » a renforcé la stabilité du système financier dans les pays développés, mais il n'y a guère de doute qu'elle a contribué à l'instabilité mondiale en encourageant le prêt à court terme. La déréglementation du secteur financier et l'importance excessive accordée au « niveau suffisant de fonds propres » ont été des erreurs déstabilisantes. Ce qu'il faut, c'est une conception plus large et moins idéologique de la réglementation, adaptée aux moyens et au contexte de chaque pays. La Thaïlande avait raison d'avoir imposé des restrictions aux prêts à la spéculation immobilière dans les années quatre-vingt. On a eu tort de l'inciter à abolir ces restrictions. Et il y en a plusieurs autres, comme les limitations de vitesse (les restrictions sur le taux de croissance des actifs des banques), qui, très probablement, renforcent la stabilité. Mais les réformes doivent en même temps ne pas perdre de vue l'objectif général : s'il est important d'avoir un système bancaire sûr et sain, ce doit être aussi un système qui finance les entreprises et la création d'emplois.

5. *Améliorer la gestion du risque.* Aujourd'hui, la volatilité des taux de change fait peser un risque énorme sur les pays du monde entier. Si le problème est clair, la solution ne l'est pas. Les experts, dont ceux du FMI, ont oscillé entre diverses recommandations. Ils ont encouragé l'Argentine à arrimer sa devise au dollar. Après la crise d'Asie orientale, ils ont soutenu que les pays devaient avoir un taux de change soit entièrement flottant, soit fixe. Avec le désastre en cours en Argentine, il est probable que cette position va encore changer. Quelles que soient les réformes opérées dans les mécanismes du taux de change, les pays resteront toujours exposés à des risques considérables. De petits pays comme la Thaïlande, qui achètent et vendent des produits à de nombreux autres, sont confrontés à un problème difficile, puisque les taux de change entre les principales devises varient de 50% ou plus. Arrimer leur monnaie à l'une d'elles ne résoudra pas les problèmes : cette option risque en fait d'aggraver ses fluctuations par rapport aux autres devises. La crise de la dette latino-américaine dans les années quatre-vingt a été provoquée par l'énorme augmentation des taux d'intérêt qu'a entraînée la politique monétaire restrictive du président de la Federal Reserve, Paul Volcker, aux Etats-Unis. Les pays en développement ont appris à gérer ces risques, probablement en achetant des assurances contre ces fluctuations sur les marchés internationaux des capitaux. Malheureusement, aujourd'hui ils ne peuvent s'assurer que pour les fluctuations à court terme. Il est certain que les pays développés sont bien mieux placés pour gérer ces risques que les pays en développement, et ils devraient contribuer à la mise en place de ces marchés des assurances. Il serait donc judicieux pour les pays développés de consentir leurs prêts aux pays en développement sous des formes qui réduisent les aléas, par exemple en prévoyant que les risques de fortes fluctuations des intérêts réels seront à la charge des créanciers.

6. *Améliorer les filets de sécurité.* L'une des composantes de la gestion du risque consiste à mettre les populations les plus vulnérables du pays en meilleure position face aux périls. La plupart des pays en développement ont des filets de sécurité sociale faibles, à commencer par leurs systèmes d'indemnisation du chômage. Même dans les pays développés, les filets de sécurité sont faibles et inadéquats dans les deux secteurs qui sont les secteurs principaux des pays en développement,

l'agriculture et les petites entreprises. L'aide internationale sera donc ici essentielle, même si les pays doivent améliorer les filets de sécurité locaux.

7. *Améliorer les réactions aux crises.* Nous avons vu leur échec dans la crise de 1997-1998. L'assistance a été mal conçue et mal réalisée. Les plans n'ont pas suffisamment tenu compte de l'absence de filets de sécurité et de l'importance cruciale du maintien des flux de crédit, et ils n'ont pas vu que l'effondrement du commerce entre les pays allait étendre la crise. Les mesures ont été fondées non seulement sur de mauvaises prévisions, mais sur l'incapacité à comprendre qu'il est plus facile de détruire les entreprises que de les recréer, et que les dégâts provoqués par la hausse des taux d'intérêt ne s'effaceront pas quand on les rebaissera. Un rééquilibrage s'impose : il faut rétablir l'équilibre entre les préoccupations des travailleurs et des petites entreprises et celles des créanciers ; et la conscience de l'impact des mesures sur les capitaux nationaux – dont elles favorisent la fuite – doit contrebalancer l'attention manifestement excessive qu'on prête actuellement aux investisseurs étrangers. Les réactions aux futures crises financières devront être envisagées au sein du contexte social et politique. Outre les ravages directs des émeutes qui éclatent quand les crises sont mal gérées, on n'attirera pas les capitaux dans des pays en proie à des troubles sociaux et politiques, et aucun gouvernement, sauf le plus répressif, ne peut les contrôler, en particulier quand les mesures sont perçues comme imposées de l'extérieur. Le plus important, c'est qu'il faut revenir aux principes économiques de base. Au lieu de se concentrer sur une évanescence psychologie de l'investisseur et sur une imprévisible confiance, le FMI doit revenir à son mandat initial : fournir des fonds pour restaurer la demande globale dans les pays confrontés à une récession. Les pays du monde en développement ne cessent de demander pourquoi les Etats-Unis, lorsqu'ils sont confrontés à une crise économique, se prononcent pour des politiques budgétaire et monétaire expansionnistes, alors que quand ils se trouvent, eux, dans la même situation, on exige qu'ils fassent exactement le contraire. [...] A présent, les leçons de l'Argentine et de l'Asie orientale devraient être claires. La confiance ne sera jamais restaurée si l'économie reste embourbée dans une récession profonde. Les conditions que le FMI impose aux pays en échange de son soutien financier doivent non seulement être bien plus étroitement circonscrites, mais aussi s'inscrire dans cette perspective.

D'autres changements seraient souhaitables. Obliger le FMI à rendre publiques ses prévisions quant à l'impact de ses plans sur la « pauvreté » et le chômage l'amènerait à prendre en considération ces aspects-là. Les pays doivent savoir quelles sont les conséquences probables de ses recommandations. S'il se trompe systématiquement dans ses analyses – si, par exemple, la pauvreté augmente toujours plus que dans ses prévisions –, il faudra lui demander des comptes. En posant les questions clairement : y a-t-il une erreur systémique dans ses modèles ? Ou essaie-t-il délibérément de fourvoyer les décideurs politiques ? »

Joseph E. Stiglitz, La grande désillusion, 2002. Chapitre neuf (extrait).