HAL open science

L'architecture financière internationale et les faillites d'Etat

Jérôme Sgard

To cite this version:

Jérôme Sgard. L'architecture financière internationale et les faillites d'Etat. Politique étrangère, 2003, 68 (2), pp.291-304. 10.3406/polit.2003.1205 . hal-03585846

HAL Id: hal-03585846

https://sciencespo.hal.science/hal-03585846

Submitted on 8 Feb 2024

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Distributed under a Creative Commons Attribution - NonCommercial - NoDerivatives 4.0 International License

Politique étrangère

L'architecture financière internationale et les faillites d'Etat

Sgard

Citer ce document / Cite this document :

Sgard. L'architecture financière internationale et les faillites d'Etat. In: Politique étrangère, n°2 - 2003 - 68eannée. pp. 291-304;

doi : https://doi.org/10.3406/polit.2003.1205

https://www.persee.fr/doc/polit_0032-342x_2003_num_68_2_1205

Fichier pdf généré le 13/04/2018

Abstract

International Financial Architecture and State Bankruptcy, by Jérôme SGARD

In April 2003, the proposition by the IMF to create an international bankruptcy court for sovereign States has finally been abandoned. The main reasons for its eventual rejection were the resistance to public intervention into financial contracts and the supra-national character of the body that would have been endowed with such a right. The proposed innovation was however not negligible, as it would have separated the two main functions included in ail previous debt-renegotiation frameworks: conditionality, and the regulation, sometimes the arbitration, of the financial negotiation between the sovereign debtor and the private investors. While the former function would have remained within the realm of an un-reformed IMF, the latter would have been transferred to a new, ostensibly de-politicised, "proto-judiciary" entity. This failure has had unanticipated conséquences: local regulators have strongly re-emerged, under the form of respectively national judiciaries and central banks. If global institutions fail, globalisation may then lead to institutional "re-localisation". Such a trend underlines the risk of a possible, immediate collapse of collective action against financial crisis.

Résumé

En avril 2003, la proposition du FMI de créer un mécanisme légal de mise en faillite des Etats a été abandonnée. Les raisons de cet échec sont à la fois la résistance à toute intervention publique dans les contrats, et le rejet du caractère supranational de l'organe chargé d'appliquer ce dispositif. La proposition Krueger présentait pourtant une importante innovation: elle séparait les deux fonctions essentielles de tout dispositif de renégociation de la dette : d'une part la conditionnalité, et de l'autre la régulation, voire l'arbitrage, de la négociation entre l'Etat débiteur et ses principaux créanciers. Le FMI aurait conservé la responsabilité de la première ; la seconde aurait été confiée à une entité «proto-judicaire » nouvelle et dépolitisée. Cet échec eu pour conséquence de voir réapparaître des régulateurs locaux, en particulier les instances judiciaires et les banques centrales des Etats. Ainsi, si les institutions « globales marquent » le pas, la mondialisation peut conduire à la résurgence d'institutions locales, avec le risque d'entraver toute action collective visant à remédier aux crises financières frappant un Etat.

BY: $ = creative commons

Jérôme SGARD

L'architecture financière internationale et les faillites d'Etat

En avril 2003, la proposition du FMI de créer un mécanisme légal de mise en faillite des Etats a été abandonnée. Les raisons de cet échec sont à la fois la résistance à toute intervention publique dans les contrats, et le rejet du caractère supranational de l'organe chargé d'appliquer ce dispositif. La proposition Krueger présentait pourtant une importante innovation : elle séparait les deux fonctions essentielles de tout dispositif de renégociation de la dette : d'une part la conditionnalité, et de l'autre la régulation, voire l'arbitrage, de la négociation entre l'Etat débiteur et ses principaux créanciers. Le FMI aurait conservé la responsabilité de la première ; la seconde aurait été confiée à une entité « proto-judicaire » nouvelle et dépolitisée. Cet échec a eu pour conséquence de voir réapparaître des régulateurs locaux, en particulier les instances judiciaires et les banques centrales des Etats. Ainsi, si les institutions « globales » marquent le pas, la mondialisation peut conduire à la résurgence d'institutions locales, avec le risque d'entraver toute action collective visant à remédier aux crises financières frappant un Etat.

Politique étrangère

Persée creative commons BY:

Lors de la réunion de ses principaux actionnaires, en avril 2003, le Fonds monétaire international (FMI) a reçu un grave camouflet : après dix-huit mois de travail intensif et la publication de nombreuses notes techniques, la proposition d'un « mécanisme légal de mise en faillite des Etats souverains », formulée par sa direction, a finalement été abandonnée. Une contribution importante à la « nouvelle architecture internationale » était ainsi mise au rebut, sous la pression conjointe du secteur financier privé (notamment Wall Street), du secrétariat au Trésor des Etats-Unis, et de plusieurs pays émergents.

Jérôme Sgard est économiste au Centre d'études prospectives et d'informations internationales (CEPII) et professeur associé à l'Université Paris IX Dauphine.

Un mécanisme de faillite souveraine : pourquoi et comment ?

Le problème de départ est relativement simple et la réponse apportée, *a priori*, de bon sens. Dans un monde où le défaut de paiement des Etats souverains est un accident récurrent, mais éventuellement long et coûteux à résoudre, il peut être bon de disposer de règles de négociation prévisibles et fiables[1]. Ceci peut paraître préférable à la simple improvisation ou au recours à la seule jurisprudence internationale. Tel devrait être l'intérêt des pays endettés et des investisseurs, et plus généralement celui de tous les opérateurs du marché, potentiellement exposés à un risque systémique. On peut rappeler l'exemple des années 1930 : en l'absence de procédure pré-agréée, les économies en développement n'ont retrouvé l'accès à l'épargne privée internationale que quatre décennies plus tard, après le premier choc pétrolier[2].

A ce diagnostic, la proposition du FMI, formulée initialement par Anne Krueger, directeur général adjoint du Fonds, apportait une réponse « constructiviste » et cohérente, qui séduisait notamment les milieux académiques[3]. Elle s'inspirait de la loi de faillite des Etats-Unis, en particulier de la procédure dite du *Chapter 11*, qui permet aux dirigeants d'une firme en difficulté de se « mettre à l'abri » des poursuites judiciaires. Ils peuvent ainsi suspendre le service des dettes sans être traînés en justice par les créanciers, avoir accès à de nouveaux crédits et engager une négociation pour une remise à flot industrielle et financière[4]. Il n'y a donc ni dissolution de la firme, ni remplacement de ses dirigeants, ni expulsion des actionnaires – toutes

1. Un défaut de paiement se définit comme une suspension du service de la dette, devant en principe ouvrir sur une renégociation entre emprunteurs et créanciers en vue d'une normalisation de leurs relations, soit par un allongement des échéances (rééchelonnement), soit par une réduction de créances (*cf.* les plans Brady des années 1990). Le défaut se distingue de la répudiation, situation beaucoup plus rare dans laquelle le pays débiteur ne reconnaît plus la dette et refuse de négocier toute reprise du service : ce fut le cas de la dette russe après 1917.

2. Voir H. James, *The End of Globalization: Lessons from the Great Depression*, Cambridge (Mass.), Harvard University Press, 2002.

3. Cette proposition porte d'ailleurs son nom ; à l'usage des technocrates, elle l'a aussi baptisée « *Sovereign Debt Restructuring Mechanism* » (SDRM). Les références principales sont : FMI, *International Financial Architecture for 2002: A New Approach to Sovereign Debt Restructuring*, Washington (D.C.), National Economists's Club/American Enterprise Institute, 26 novembre 2001. La proposition la plus développée est résumée dans *FMI, Proposed Features of a Sovereign Debt Restructuring Mechanism*, préparé par le Legal and Policy Development Reviews Departments, 12 février 2003.

4. Sur le *Chapter 11*, voir P. Bolton, « Towards a Statutory Approach to Sovereign Debt Restructuring. Lessons from Corporate Bankruptcy Practice around the World. Miméo », Université de Princeton, octobre 2002 ; D. Skeel, *Debt's Dominion*, Princeton, Princeton Univertsity Press, 2001.

décisions qui, en droit américain, relèvent du *Chapter 9* du *Code des faillites* et s'appliquent fort mal au cas des Etats souverains[5].

On peut relever les corollaires de cette approche dans le cas d'un Etat sur-endetté : le contrôle des mouvements de capitaux ou le moratoire sur la dette, tous deux susceptibles d'alléger la pression sur la politique économique du pays (notamment le budget et le taux de change) ; la protection contre les risques de poursuites judiciaires dans le pays où les contrats générant la dette ont été signés (généralement les Etats-Unis et la Grande-Bretagne) ; l'apport de ressources financières à court terme ; enfin, le principe d'une négociation et d'un « partage du fardeau » entre pays et investisseurs. Ainsi pourraient être traités les deux versants de la crise – l'urgence (fuite des capitaux, effondrement du change, menace sur les banques locales) et la renégociation de la dette –, ce qui permettrait une stabilisation durable.

Le dispositif proposé par le FMI reposait sur un cadre institutionnel fortement structuré. Un « Forum », créé au sein du Fonds mais disposant d'une entière autonomie de décision, devait réguler la procédure : sa mise en œuvre, la représentation des différentes classes d'investisseurs, la suspension des poursuites, le règlement des éventuels différends, la validation du vote final. En particulier, le FMI proposait que ce régulateur public pût s'opposer à la souveraineté des droits contractuels inscrits dans les contrats de dette. Sous réserve d'un accord à la majorité qualifiée (*a priori* de l'ordre de 75 % des porteurs), il devait pouvoir imposer un allongement de la maturité de la dette ou une réduction du capital à l'ensemble des porteurs de titres.

Les deux causes de l'échec

Plus que sur le principe même d'une règle contingente de renégociation, des réticences se sont exprimées quant à l'intervention publique dans les contrats privés – initiative critique en économie libérale – et sur son caractère supranational. Les opérateurs privés ont répété que cette intervention n'était pas une garantie d'efficacité et de rapidité, et qu'elle risquait de rendre plus incertaine encore toute opération de financement d'un Etat souverain. De façon générale en effet,

5. On a aussi comparé la proposition du FMI au *Chapter 7* du code américain, appliqué au cas des collectivités locales ; le recours rare à cette procédure l'a rendue moins opératoire comme modèle de référence.

les investisseurs ou les banquiers ne prêtent que parce qu'ils ont des chances raisonnables d'être remboursés, alors même que la tentation naturelle de tout débiteur est de s'approprier l'argent en oubliant la dette... Des instruments légaux permettent, en principe, de « discipliner » l'opportunisme de l'emprunteur privé : collatéral et garanties diverses, menaces de saisies, de liquidation, etc. L'Etat souverain, lui, ne rembourse pas du fait d'une contrainte légale, mais parce que c'est dans son intérêt : notamment parce que sa réputation de bon payeur lui permettra d'avoir à nouveau accès aux marchés internationaux, à un coût pas trop élevé[6]. Mais l'arbitrage entre opportunisme à court terme et intérêt à long terme est toujours fragile.

Dans ces conditions, a-t-on objecté, définir à l'avance une procédure de renégociation ou de réduction de la dette risquerait d'affaiblir la position des investisseurs. Ce serait risquer de rendre plus forte la tentation du défaut tactique, alors que la difficulté de la renégociation doit rester dissuasive, en menaçant d'accroître la « punition » encourue en cas de défaut de paiement. Le désarmement des créanciers pourrait ainsi conduire, selon ces critiques, à un résultat inverse à celui recherché : au lieu de stabiliser les marchés et de faciliter les flux de capitaux vers les économies émergentes, le marché serait plus risqué encore. *In fine*, les pays aux besoins de financement les plus importants seraient sanctionnés par des taux d'intérêts plus élevés (primes de risques accrues) ou par l'impossibilité pure et simple d'emprunter.

La seconde pierre d'achoppement à laquelle s'est heurté le Fonds était plus politique : le régulateur public prévu aurait eu le droit d'intervenir dans les contrats de dette et de lever les garanties légales apportées par chaque pays aux contrats relevant de son espace juridique. L'interprétation des clauses d'une émission obligataire à Wall Street – disons par l'Argentine – n'aurait plus été assurée par un tribunal new-yorkais mais par cet acteur supranational, ses décisions s'imposant légalement aux cours nationales.

Cette autorité aurait donc été limitée dans son périmètre mais exceptionnellement puissante dans son principe. Contrairement aux Nations unies ou aux institutions de Bretton Woods, qui reposent sur la coo-

6. Voir J. Eaton, M. Gersowitz et J. Stiglitz, « The Pure Theory of Country Risk », *European Economic Review*, 30 juin 1981, p. 481-513.

pération des souverainetés nationales, le Forum aurait interféré dans l'ordre légal interne du pays, dans le fonctionnement des institutions judiciaires, et *in fine* dans la liberté contractuelle des résidents. Toutes choses égales par ailleurs, la situation aurait été comparable à celle créée par le Tribunal pénal international, qui n'est pas bridé par les garanties que chaque Etat offre à ses nationaux.

La proposition de mécanisme légal de mise en faillite des Etats impliquait aussi une rupture ambitieuse dans la façon d'aborder les problèmes de régulation des marchés de capitaux. Pour nombre de ses défenseurs, elle s'inscrivait dans une thèse, largement répandue, selon laquelle la mondialisation des années 1990 a créé un déséquilibre majeur entre marchés et institutions de régulation nationales, celles-ci devant évoluer ou être remplacées. Ceci confirmerait plus généralement un déclin irrésistible des Etats sous la pression conjointe de la libéralisation interne et de la mondialisation. Le caractère idéologique, sinon journalistique, de ces clichés ressort plus fortement si l'on remet en perspective historique la proposition du Fonds et les problèmes à résoudre. En la considérant comme un « possible », comme une proposition provisoire pouvant réapparaître demain, on éclaire différemment les enjeux actuels de la finance globalisée.

La dette souveraine et l'histoire de la globalisation financière

L'histoire financière montre que la gestion des crises de paiements a varié dans le temps, en fonction de leur ampleur, de leur cadre juridique, des régimes de change, et de la présence ou non d'institutions internationales de régulation. Au XIXe siècle, face au défaut d'un emprunteur souverain, aucune médiation et aucune règle contingente ne devaient interférer dans la relation entre le pays endetté et les investisseurs. La négociation n'avait d'autre objet que de restaurer les créanciers dans leurs droits, dans un cadre où ils ne pouvaient d'ailleurs pas compter sur le soutien automatique de leur Etat d'origine. Les Etats n'intervenaient que si le pays débiteur montrait une mauvaise volonté patente ou refusait de négocier – quitte à ce que le conflit sur la dette soit le prétexte à une manœuvre ayant des objectifs stratégiques autres (comme dans le cas de l'intervention française au Mexique en 1864)[7].

7. Ch. Lipson, *Standing Guard. Protecting Foreign Capital in the Nineteenth and Twentieth Centuries*, Berkeley, University of California Press, 1985. Pour un cas intéressant : Ch. Clay, *Gold for the Sultan: Western Bankers and Ottoman Finance 1856-1881*, New York, I.B. Tauris, 2001.

Les premières décennies du XXe siècle ont vu émerger les premières formes publiques de gestion des crises. Dès le début du siècle, les Etats-Unis ont ainsi placé, entre les investisseurs et le pays endetté (généralement latino-américain), ce qu'ils appelaient un *Money Doctor*, c'est-à-dire un expert économique issu le plus souvent de l'université, armé d'une science réputée neutre et moderne. Il devait établir le bilan financier du pays, recommander une politique de stabilisation, et enfin lui accorder un sceau de bonne conduite ouvrant la porte à une renégociation de la dette, ainsi, éventuellement, qu'à des conditions de financement plus favorables[8]. On peut voir dans cette figure tierce la préfiguration du FMI ou d'un juge de faillite international.

Les investisseurs privés n'ont jamais cherché à revenir sur cette innovation et à « absorber » cette figure originale, à la fois expert et juge-arbitre. Elle a pu être corrompue, malmenée, moquée. Les experts ont pu se tromper, la conditionnalité faire l'objet d'un jeu incessant d'esquive et de défausse. Mais on n'est jamais revenu à l'interaction bilatérale, telle qu'on la pratiquait au XIXe siècle, où la conditionnalité était de fait assurée par les acteurs privés. Au moins jusqu'à l'échec de la proposition Krueger, on a vu au contraire se succéder les expérimentations pour institutionnaliser cet acteur, codifier ses règles d'intervention, et les adapter aux évolutions de l'économie mondiale.

Au début des années 1920, l'intervention de la Société des Nations pour soutenir l'Autriche, puis la Hongrie, touchées par des crises financières graves, fut une seconde innovation remarquable. Pour la première fois, une institution multilatérale agissait comme telle pour soutenir un pays membre, apportant la garantie d'une émission internationale en échange d'un programme de stabilisation, sa mise en œuvre étant dûment suivie par un représentant de la SDN à Vienne[9]. Toutefois, il faudra attendre la création du FMI pour avoir une institution plus forte. Non seulement le Fonds est la première institution monétaire et financière spécialisée, mais il a une vocation

8. E.S. Rosenberg, *Financial Missionaries to the World. The Politics and Culture of Dollar Diplomacy, 1900-1930*, Cambridge, Harvard University Press, 1999 ; C. Veeser, *A World Safe for Capitalism*, New York, Columbia University Press, 2002.

9. Sur l'entre-deux-guerres, on peut voir L.W. Pauly, *The League of Nations and the Foreshadowing of the International Monetary Fund. Essays in International Finance*, Princeton, Princeton University Press, 1996 ; B. Eichengreen, *Golden Fetters. The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939*, New York, Oxford University Press, 1992.

universelle et est doté d'une structure de gouvernance forte, de moyens financiers en régulière augmentation et d'un personnel de plusieurs milliers d'experts.

Le « premier FMI », celui de 1944, ne s'est toutefois guère distingué sur le terrain de la dette souveraine. Sa fonction principale concernait la régulation des régimes de change dans un monde où les marchés de capitaux étaient très étroits, notamment dans le cas des économies en développement. Il a fallu attendre quelques années après leur réouverture, à la suite du premier choc pétrolier, pour que le défaut mexicain de 1982 ouvre la grande crise de la dette des années 1980 et entraîne l'émergence d'un « second FMI » à la place exacte qu'avaient occupée les *Money Doctors* et la SDN. L'ancienne règle du jeu selon laquelle pays et investisseurs (privés et publics) négocient un « partage du fardeau », entre les efforts de stabilisation et les concessions des créanciers (rééchelonnement ou réduction de capital), sera rapidement reprise[10]. Cette formule permettra de résoudre la crise (certes lentement), et les tentatives d'« *opt-out* » seront contrôlées, en dépit des limites du Fonds : son conservatisme intellectuel, ses conflits d'intérêt, les pressions de ses grands actionnaires, la fragilité de la relation de conditionnalité, l'importance des rapports de force selon qu'on discute avec le Brésil ou la Bolivie.

Par rapport aux méthodes qui l'ont précédée, ou à la récente proposition Krueger, cette procédure avait pour caractère marquant de s'inscrire dans un cadre multilatéral classique. Les représentants des créanciers privés (le Club de Londres) étaient cooptés dans un jeu structuré par des principes multilatéraux, et portés par le FMI, ainsi placé dans une position centrale : d'une part, il validait la stratégie de stabilisation économique (fonction d'expertise et de conditionnalité, renforcée par l'apport de crédits) ; de l'autre, il était le garant de l'équité formelle de la procédure (fonction d'arbitrage). Surtout, aucun régulateur de rang national (justice commerciale, parlements, électeurs) n'est apparu dans la négociation ; de même, aucune autorité supranationale ou agence de régulation n'a été constituée, à laquelle les gouvernements du G7 auraient transféré la gestion de la crise et l'arbitrage

10. Voir W.R. Cline, *International Debt Reexamined*, Washington, Institute for International Economics, 1995 ; H. James, « From Grandmotherliness to Governance: The Evolution of IMF Conditionality », *Finance and Development*, vol. 35, n° 4, 1998.

des différends contractuels. Le FMI de 1982 est donc bien l'héritier direct de celui de 1945 : il fonctionne selon des règles très politiques, matérialisées par la présence de ses principaux actionnaires au Conseil, c'est-à-dire dans toutes ses décisions stratégiques. Ceci entâche son impartialité, mais assure aussi son efficacité.

Les enjeux nouveaux de la mondialisation

Pourquoi cette méthode de gestion de crise n'a-t-elle pas été préservée dans les années 1990 ? Pour quelles raisons a-t-il fallu se lancer dans de nouvelles expérimentations qui, de surcroît, ont avorté ?

Sur le fond, la réponse est simple : les marchés de capitaux internationaux ont profondément changé, rendant plus difficiles à la fois la coordination des investisseurs touchés par le défaut de paiement d'un Etat souverain et la définition d'une règle de négociation et de décision. Le problème d'*action collective* posé par toute crise financière, avant ou après le défaut, est devenu beaucoup trop complexe pour la structure assez légère conçue dans les années 1980.

Cette évolution amorcée au début des années 1990 s'explique elle-même par le passage des économies du Sud d'un financement fondé presque exclusivement sur les banques à un modèle reposant sur des échanges « désintermédiés ». Au lieu de s'endetter principalement auprès des grandes banques internationales, les Etats se sont présentés surtout sur les marchés obligataires, où ils ont émis des titres, libellés généralement en devises fortes, qui ont fait l'objet de larges marchés secondaires. Non seulement ceci a rendu plus difficile la coordination des investisseurs, qui ne se comptaient plus par dizaines ou centaines, mais par milliers ; mais leur nature même s'est diversifiée : aux quelques grands opérateurs bancaires internationaux se sont ajoutés des fonds d'investissement classiques, des *hedge funds*, des compagnies d'assurance, des trésoriers de multinationale, voire des investisseurs privés agissant directement par Internet[11]. Chacune de ces catégories d'acteurs répond à des objectifs d'investissement, des horizons temporels, des règles légales et des contraintes de gestion très différents. En cas de crise, ils réagissent diversement et, face à un défaut,

11. Le défaut de l'Argentine sur sa dette publique, en décembre 2001, a ainsi touché des dizaines de milliers d'investisseurs italiens qui avaient directement acquis des bons et obligations, au lieu de passer, comme c'est le cas généralement, par des fonds d'investissement diversifiés.

acceptent plus ou moins aisément une procédure plus ou moins complexe de renégociation.

La proposition Krueger, fondée sur des principes alternatifs, voulait répondre à ce problème, mais elle succédait à une première tentative, qui échoua à la fin des années 1990. La priorité de cette période, dominée par la crise en Asie, était de préserver à tout prix la continuité des paiements extérieurs des pays en crise, c'est-à-dire la convertibilité des monnaies nationales. On redoutait qu'en cas de rupture la renégociation des dettes souveraines se révèle très difficile, et que les investisseurs, « bloqués » dans le pays, soient maltraités, voire spoliés, tandis que se développerait un risque systémique au plan international, par un effet de dominos lié aux contraintes de liquidité. Face à de telles menaces, il fallait préserver à tout prix l'intégrité apparemment fragile de ce nouvel objet : les marchés de capitaux mondialisés, constitués comme un tout. Depuis le Mexique (1995) jusqu'à l'Asie (1997-1998), la Russie (1998), le Brésil et la Turquie (1999-2002), on a soutenu massivement les réserves de change des banques centrales et donc la convertibilité des monnaies nationales. Le modèle était celui d'un « prêteur en dernier ressort international » : comme son homologue de rang national, cet acteur en cours de formation devait intervenir massivement, à chaud, de façon plutôt unilatérale, en visant la stabilisation des marchés et des paiements internationaux plutôt que celle des économies locales.

Pour ses défenseurs, fonder une telle capacité de régulation, c'était faire un premier pas vers un ordre institutionnel plus puissant, supérieur à celui des Etats et construit de plain-pied avec les marchés mondialisés[12]. Ceci devait répondre à un constat déjà fait : à une interdépendance financière croissante devaient répondre des méthodes de régulation nouvelles se substituant à des régulateurs nationaux désarmés. Ainsi, lors de la crise en Asie, la stratégie du FMI a *de facto* reposé sur un contrôle étroit, quasi continu, de l'activité des banques centrales nationales[13] et non plus sur une interaction de type systémique, comme dans les années 1980.

12. On a tenté de formaliser l'expérience des années 1995-1998 avec la création du dernier instrument en date dont ait été doté le FMI : la Ligne de crédit contingente, à laquelle aucun pays n'a accepté de recourir. Voir FMI, « Contingent Credit Line: Executive Board Decision and Summing Up by the Chairman », 23 avril 1999.

13. Voir J. Sgard, *L'Economie de la panique*, Paris, La Découverte, 2002.

Dans plusieurs cas notoires (Indonésie et Russie notamment), ces nouvelles méthodes ont échoué à stopper les crises. Elles ont aussi été accusées d'exempter trop aisément les investisseurs de leurs erreurs d'appréciation. Surtout, elles ont mal protégé les économies locales, notamment au plan social. Si bien qu'un autre risque a émergé, jusqu'alors bien contrôlé : le retrait d'un pays en crise face au régulateur global, et le recours à ses propres instruments de protection et de gestion de crise. Cette dernière méthode fut suivie par la Malaisie en 1997-1998 : refus de l'appel au FMI et recours au contrôle des mouvements de capitaux (septembre 1998), c'est-à-dire, par excellence, un choix unilatéral et local face à une menace mondiale.

Ces expérimentations de la fin des années 1980, centrées sur la notion d'un prêteur international en dernier ressort, ont donc été assez vite décrédibilisées et abandonnées. Depuis les changements de direction au FMI (février 2000), puis à la Maison-Blanche (janvier 2001), l'« animal » a disparu du *policy agenda* international. C'est dans ce contexte qu'est apparue la proposition de mécanisme légal de mise en faillite des Etats souverains. Elle devait en particulier apporter un élément de réponse au problème qui suivait : si, même dans le pire des cas, la mobilisation des ressources financières du FMI a désormais des limites, il faut admettre que les pays en crise puissent se mettre en défaut de paiement, et déclarer un moratoire ou un contrôle des changes.

Cette logique de la faillite souveraine avait au moins un point commun avec celle du prêteur en dernier ressort international. L'une et l'autre supposaient la création d'un « régulateur global », ancré directement dans les marchés de capitaux et porteur d'un principe fort de supranationalité. Le régulateur monétaire, comme la cour de justice financière, n'impliquaient pas, dans leur principe, une coordination de type multilatérale, mais l'affirmation d'une autorité de rang supérieur s'imposant aux institutions et aux acteurs nationaux et, le cas échéant, les neutralisant.

Régulations mondiales, régulations locales

Au-delà, les deux logiques divergeaient. Le prêteur en dernier ressort international se situait sur un terrain – la coopération des banques

centrales –, dominé jusque-là par des règles informelles et lâches, car portant sur un instrument majeur de politique économique. Un pays ne renonce pas aisément à sa banque centrale ni à sa politique monétaire. La loi de faillite traitait, elle, d'un objet plus limité et prolongeait une méthode élaborée depuis le début du XXe siècle. Elle conduisait à différencier, et institutionnaliser de façon séparée, les fonctions réunies jusqu'alors par le FMI et ses prédécesseurs : l'expertise économique et le soutien financier multilatéral selon un principe classique d'entraide entre Etats ; l'encadrement et l'arbitrage de la renégociation des contrats privés, régulés par l'instance de règlement, baptisée « Forum ».

Face à la relation multilatérale centrée sur les souverainetés, le Forum définissait une interaction centrée sur les agents privés et ancrée dans leur propre norme juridique – celle des contrats et de la propriété privée. Alors que le FMI serait resté ce qu'il est depuis 1945 – une instance politique de type censitaire –, la légitimité du Forum appelait par conséquent des garanties constitutionnelles fortes en termes d'indépendance, de transparence et d'équité formelle dans les règles de fonctionnement[14]. C'est aussi ce que devait exprimer sa capacité à produire ensuite des normes spécifiques, selon un principe de précédent, ou de jurisprudence.

Cette scission fonctionnelle du FMI, qui aurait opposé un pôle exécutif-législatif à un pôle « proto-judiciaire » ostensiblement dépolitisé, peut ouvrir une voie à l'évolution des organisations internationales : celle de l'autonomisation et de la codification d'interactions spécifiques – ici avec les porteurs de créances souveraines[15].

Si cette hypothèse de scissiparité des institutions, de partage constitutionnel des pouvoirs, correspond à certaines évolutions actuelles, l'évolution actuelle de l'architecture financière internationale présente

14. Alors que les principaux représentants du secteur financier privé rejetaient entièrement le principe de la proposition Krueger, ceux d'entre eux qui ont participé aux réunions de concertation avec le FMI ont néanmoins insisté fortement pour établir une distance forte entre le Fonds et l'instance de règlement.

15. L'Organe de règlement des différends créé au sein de l'OMC est évidemment l'instance dont la proposition du Forum se rapprocherait le plus directement. Cela étant, si elle présente une logique de type judiciaire et jurisprudentielle, elle concerne à la fois des acteurs publics et privés, et traite de décisions prises par les premiers. Les deux cas de figure ne sont donc pas assimilables. L'hypothèse de mutation peut être illustrée par les propositions tendant à transformer le FMI en une agence de régulation indépendante, sur le modèle des banques centrales. Voir J. De Gregorio, B. Eichengreen, T. Ito et Ch. Wyplosz, *An Independant and Accountable IMF*, Genève/Londres, International Center for Monetary and Banking Studies/CEPR, 1999.

toutefois la tendance inverse, qui lui semble étroitement liée : l'échec à construire les deux « institutions globales » proposées par le FMI – prêteur en dernier ressort et mécanisme de faillite – a été suivi d'une réévaluation d'institutions locales qu'on croyait définitivement dépassées. D'un côté, l'impossibilité de soutenir sans limite un pays en crise implique qu'il puisse se mettre en défaut et intervenir dans le libre-arbitre des investisseurs. Et de fait, ceci rend la main aux institutions et *policy-makers* locaux : banque centrale, politique budgétaire, supervision bancaire, loi de faillite privée, etc. Corollaire : ces acteurs doivent être compétents, informés, armés. Ils ne sont plus en voie de marginalisation.

De même, l'abandon du tribunal international implique, selon toute vraisemblance, que la restructuration des dettes souveraines se traitera demain de façon privée et contractuelle, et sera régulée *in fine* par la justice commerciale du pays d'origine des contrats de dette – la justice anglaise et new-yorkaise. C'est le mécanisme dit des « clauses d'action collective » (CAC) : c'est-à-dire des règles contingentes, inscrites dans les contrats, et qui définissent à l'avance une procédure minimale de renégociation et de décision majoritaire pour chacun d'eux[16]. Sur le fond, l'objectif est donc le même que celui du mécanisme de faillite – éviter l'improvisation et les impasses –, mais sans intervention publique dans les contrats, ni régulateur supranational. Le pari est que ce dispositif léger suffira pour résoudre le principal problème auquel il est exposé : la coordination non entre porteurs d'une *même* émission obligataire, (problème que résolvent en principe les CAC), mais entre émissions *différentes* – ce qu'on appelle l'agrégation des investisseurs.

Après leur avoir épargné toute contrainte sérieuse, il faudra faire confiance à ces derniers pour qu'ils identifient à chaud, face à une crise de paiement, leur intérêt commun, et agissent en conséquence. Puis ils devront entrer dans une structure d'action collective sensiblement plus large que l'horizon habituel de leur action intéressée. Les CAC, en effet, ne répondent pas à tous les problèmes soulevés par un défaut de paiement. Elles résolvent au mieux une partie des problèmes d'ac-

16. Sur les CAC, voir B. Eichengreen et A. Mody, « Would Collective Action Clauses Raise Borrowing Costs? », NBER *Working Paper* 7458, janvier 2000 ; FMI, « Collective Action Clauses in Sovereign Debt Conbtracts–Encouraging Greater Use », préparé par le Policy Development and Review, International Capital Markets and Legal Departments, juin 2002 ; Moody's, « Sovereign Defaults: What Happens if a Sovereign Defaults? », *Special Comment*, juillet 2000.

tion collective pour s'intégrer ensuite, en principe, dans un cadre plus large où s'articulent notamment les deux canons déjà posés par les *Money Doctors :* coordination et équité des créanciers, d'une part ; conditionnalité et efficacité économique, de l'autre.

Or, ici, tout est désormais très flottant. L'agrégation des porteurs de titres reste problématique. Elle ignore les autres créanciers privés, en particulier les porteurs de dette domestique. Elle ne prévoit pas explicitement un cadre clair d'interaction avec le Fonds pour garantir la viabilité économique de l'accord. Enfin, elle ne semble pas armée pour contrôler le risque que des pays en crise sortent de la coordination. Tout sur ce plan reste donc à faire. Sur tous ces points, des solutions *ad hoc*, plus ou moins informelles, peuvent certes émerger. Les marchés bancaires et financiers sont coutumiers de pratiques se développant « à l'ombre de la loi ». Encore faut-il que la loi existe et qu'elle soit armée. Les marchés sont aussi sujets à des mouvements de panique violents, auxquels les principes de coordination ont grande difficulté à résister quand ils ne s'adossent pas à des institutions solides. Voilà le risque à venir.

Quelle place pour l'action multilatérale ?

Parce qu'elle répondait à l'enjeu d'agrégation des créanciers, la proposition de loi de faillite du Fonds était formellement puissante avec la logique des CAC. Elle brisait la structure fermée des contrats, elle-même renforcée par les garanties juridiques de chaque pays d'origine, et rendait ainsi commensurables les droits des porteurs individuels. Une fois établie, cette logique inclusive appelait la prise en compte de toutes les classes de dettes, notamment la dette bilatérale publique (Club de Paris) et la dette intérieure des Etats (de droit local), qui, traditionnellement, n'est pas prise en compte dans les accords internationaux[17]. Ainsi, un principe puissant de systématisation du traitement de la crise engageait le secteur privé dans la stabilisation du pays, y compris dans des décisions qui l'affectaient directement – contrôle sur les mouvements de capitaux ou moratoire bancaire. Au-delà du problème de la coordination des porteurs d'obligations, la

17. FMI, « Sovereign Debt Restructuring Mechanism–Further Considerations », préparé par l'International Capital Markets, Legal Departments and Policy Development and Review, 14 août 2002.

proposition du Fonds créait une incitation puissante à intégrer dans la logique d'action collective tous les éléments de la négociation financière et du redressement économique du pays.

Ici apparaît la principale inquiétude générée par la défaite de la proposition de faillite, face aux CAC. En soi, l'appel aux régulations et aux institutions nationales n'est pas une source immédiate d'inefficacité et de paralysie collective. Si les solutions globales proposées par le Fonds depuis 1997 ont échoué, peut-être est-ce parce que le monde n'était pas prêt : peut-être est-il moins « global » qu'on ne le pense ? Peut-être subsiste-t-il beaucoup de souverainetés locales dont les moyens ne se sont pas dissous aussi vite qu'on l'a affirmé[18] ? Cela étant, le constat n'atténue pas la difficulté de la coopération classique à répondre aux enjeux de la mondialisation. Devant l'échec des réponses intuitives – des « institutions globales », un multilatéralisme réformé, etc. –, le retour des régulateurs locaux crée un nouveau déséquilibre, qui porte aussi atteinte aux règles classiques de coordination. La position des institutions multilatérales d'après-guerre dans la nouvelle architecture internationale est désormais fragile, ce qui met indirectement en question la production des rares biens publics internationaux existants, dont l'action multilatérale reste la principale et peut-être la seule garante.

Tel est le risque principal en matière de gestion des crises mis en lumière par les expériences des dix dernières années : que, face à un défaut de paiement majeur, ou à une série de défauts contagieux, l'arbitraire des droits contractuels privés, comme celui des droits souverains, résiste à l'action publique et l'emporte face à une règle multilatérale affaiblie. Une telle issue démentirait vite ceux pour qui la coordination des Etats est un obstacle à l'ordre international, tout comme ceux qui affirment qu'un monde sans FMI serait bien préférable au nôtre. Le multilatéralisme doit être réformé, renforcé et démocratisé face aux contestations nouvelles et aux enjeux de la mondialisation : mais il est un acquis du XXe siècle dont il serait dangereux de se passer. ■

18. J. Sgard, « L'échange international, les frontières et les institutions de marché », *La Lettre du CEPII*, juillet août 2002.