



N° 2000 – 16
Novembre

La gestion des crises de liquidité internationale :
logique de faillite, prêteur en dernier ressort
et conditionnalité

Jérôme Sgard

SOMMAIRE

Résumé	5
Summary	7
1- Introduction	9
2- La faillite et le prêteur en dernier ressort : une relation problématique	12
La règle de faillite comme bien public	12
Quelles oppositions, quel enjeu commun ?.....	13
Des économies politiques opposées	17
Prêteur en dernier ressort et "gestion de crise"	19
3- La crise de la dette des années 1980 : règlement de faillite et rôle de la conditionnalité	21
Une conditionnalité embryonnaire : le FMI entre 1952 et 1982.....	21
La crise mexicaine et l'invention de la "gestion concertée"	23
Du " <i>concerted lending</i> " à la solution de marché	27
La conditionnalité : une relation ambiguë	29
4- Les années 1990 : le déclin de la négociation et la posture du prêteur en dernier ressort	33
La Ligne de Crédit Contingent du FMI : un symptôme	35
5- Hypothèses en forme de conclusion	38
Bibliographie	42

**LA GESTION DES CRISES DE LIQUIDITÉ INTERNATIONALE :
LOGIQUE DE FAILLITE, PRÊTEUR EN DERNIER RESSORT ET CONDITIONNALITÉ**

RÉSUMÉ

On analyse les stratégies de gestion des crises financières en opposant deux logiques d'action : le prêteur en dernier ressort, qui restaure l'ordre des marchés sans suspendre les transactions, et la règle de faillite qui sort du marché l'agent défaillant et recoordonne ses créanciers par la négociation. Dans la première partie, ces deux logiques sont comparées à travers leurs enjeux opposés en termes de propriété et de contrats privés, ainsi que d'information. On montre que ces variables les insèrent dans des contraintes d'économie politique opposées, dont témoigne notamment la lente stabilisation des lois de faillites, au XIX^e siècle.

La seconde partie analyse dans ces termes les règles de renégociation des dettes souveraines développées au cours des années 1980. L'analyse porte en particulier sur le concept central de conditionnalité et sur les formes d'action collective dans lesquelles elle prend place. Le déclin de ce régime international au cours des années 1990 est rapporté à un double mouvement de gonflement du contenu de la conditionnalité et d'appauvrissement de la capacité de gouvernance dont elle était porteuse.

La troisième partie confronte ce constat avec les formes nouvelles de gestion des crises financières relevant du prêteur en dernier ressort : apparues depuis la crise mexicaine de 1995, elles ont pris une place de premier plan au cours de la crise internationale de 1997-1998. On analyse comme un symptôme de ces évolutions, et des dangers qu'elles comportent, la doctrine d'emploi définie par le FMI lors de la création, en 1999, de la *Ligne de Crédit Contingente*. On conclue que l'effort pour une meilleure régulation des crises internationales devrait reposer sur des méthodes relevant de la logique de faillite, et donc de la suspension provisoire des marchés, plutôt que sur la défense à tout prix de la continuité des transactions.

JEL : F3, G2.

Mots clés : crise financière, prêteur en dernier ressort, faillite, dette souveraine, renégociation.

**LA GESTION DES CRISES DE LIQUIDITÉ INTERNATIONALE :
LOGIQUE DE FAILLITE, PRÊTEUR EN DERNIER RESSORT ET CONDITIONNALITÉ**

SUMMARY

This working paper confronts two alternate strategies for crisis management in the case of a financial destabilisation: the lender of last resort, which restores market stability without suspending transactions, and the bankruptcy procedure which takes the distressed agent out of the market and re-coordinates its creditors through negotiation. In the first part, these two logics are compared under the viewpoint of property and contractual rights, as of information. These variables subject them to very different political economy constraints, which are reflected i.a. in the slow emergence of performing bankruptcy procedures during the XIX^e century.

The second part discusses within this framework how sovereign debts have been renegotiated during the 1980s'. The focus is on the central concept of conditionality and on the forms of collective action within which it takes place. The decline of this international regime during the 1990s' is linked to a twin tendency towards an ever larger conditionality, in terms of policy objectives, while its capacity of governance has declined steadily.

The third part confronts this account with the new forms of crisis management, based upon the logic of the lender of last resort. These rather experimental attempts emerged at the time of the 1995 Mexican crisis and took a large part in 1997-1998. The engagement rules of the new *Contingent Credit Line*, adopted by the IMF in 1999, is analysed as a symptom of these trends, as of the dangers they raise. The paper then concludes that future crisis should rather be dealt with relying upon bankruptcy type of strategies, that is the provisory suspension of market, rather than upon the unconditional defence of transactions.

**LA GESTION DES CRISES DE LIQUIDITÉ INTERNATIONALE :
LOGIQUE DE FAILLITE, PRÊTEUR EN DERNIER RESSORT ET CONDITIONNALITÉ**

Jérôme Sgard*

« Debtors are only honourable in countries where creditors are reasonable. If creditors stand on the letter of the law, debtors can usually show them how little the law avails ».

J. M. Keynes (1932), Collected Writings, XVIII, p. 382

1- INTRODUCTION

Que se passe-t-il lorsqu'un État menace de se mettre en suspension de paiement ? Quels processus économiques peut entraîner cette décision ? Quels instruments permettent d'éviter une telle issue ou de gérer la situation de défaut de paiement ?

Deux problèmes doivent être soigneusement articulés, à la fois empiriquement et théoriquement, bien qu'ils soient généralement traités de manière indépendante. Le premier renvoie au choc de marché créé par une interruption de paiements inopinée, qui peut entraîner des effets de contagion destructeurs. L'expérience paradigmatique a été la crise de liquidité internationale qui a suivi le défaut de paiement russe d'août 1998, suivi de la quasi-faillite de LTCM en septembre¹ : les tensions auxquelles ont été soumis l'ensemble des marchés de capitaux sont apparues comme la justification la plus complète des grands programmes de soutien international qui, du Mexique en 1995 au Brésil en novembre 1998, avaient précisément pour objet d'éviter de tels chocs. Ces interventions ont placé au centre du débat sur la nouvelle « architecture financière internationale » la question d'un éventuel *prêteur en dernier ressort international*. Pour le moins, l'hypothèse d'un tel « transfert de technologie » peut se fonder sur au moins un point : le but de ces interventions, au plan national et international, est d'abord de stabiliser les marchés, porteurs d'un bien public, plutôt que de soutenir un pays ou une banque touché par une crise ponctuelle, aussi grave soit-elle. Le dualisme entre ces objectifs public et privé est entièrement admis au niveau

* Jérôme Sgard is economist at CEPII (SGARD@CEPII.FR).

¹ Le 22 septembre, la Réserve Fédérale de New York a dû intervenir pour catalyser une opérations de sauvetage du *hedge fund* LTCM (Long Term Capital Management) ; celui-ci ne disposait plus de liquidité que pour quelques jours et menaçait l'ensemble des marchés de capitaux internationaux

national, où il se reflète dans des institutions spécialisées, mais il n'en va pas de même au niveau international. Des stratégies nettement «adressées » aux marchés ont créé des tensions dans la structure de gouvernance internationale, notamment après le sauvetage du Mexique en 1995 : le Trésor américain, le Fonds Monétaire et le G10 ont garanti inconditionnellement le retrait des investisseurs privés, lesquels ont refusé de participer à une gestion concertée de la crise. D'où le second problème : l'urgence à sauver à tout prix le Mexique, puis la Corée et la Russie, s'expliquait-elle par les conséquences désastreuses d'une éventuelle cessation de paiement ? La violence du retrait des capitaux était-elle le signe avancé d'effets de dislocation financière plus puissants encore qu'il fallait absolument éviter?

En fait, analytiquement, quelles que soient les règles du jeu financier en vigueur, l'au-delà d'une rupture de paiement est dominé par un double enjeu : le pays ne peut plus faire appel aux capitaux privés internationaux pour couvrir ses besoins de financement, ce qui impose un ajustement macroéconomique rapide²; mais son devenir reste étroitement lié à ses crédeurs, avec lesquels il doit trouver une issue à la crise de paiements. La prolongation du défaut, parfois pendant de nombreuses années, ne peut que rendre plus difficile la stabilisation du pays, la reprise de la croissance et une insertion solide dans l'économie mondiale. Toutefois, l'enjeu va ici au-delà du seul pays en crise et touche la régulation des marchés financiers. Depuis deux siècles au moins, des États font appel aux capitaux internationaux et un certain nombre d'entre eux tombent ensuite en cessation de paiement : tout marché de la dette souveraine doit nécessairement gérer de manière ordonnée et prévisible ce risque dont le caractère systémique tient à la récurrence statistique. S'il ne fait pas l'objet de procédures de règlement ordonnées et prévisibles, un flux normal d'accidents de paiements pourra affaiblir le marché et mettre éventuellement en question sa survie. Tel a été le cas dans les années 1930, quand l'incapacité à traiter de manière ordonnée les défauts de paiements souverains a entraîné la disparition rapide du crédit international : pour la plupart des pays il a paru plus rationnel d'opter pour la sortie de l'intégration internationale, selon une décision qui reflétait moins une succession de choix arbitraires que l'affaiblissement de la structure du marché, incapables de faire face à une multiplication de crises de paiements. Le résultat a été une résolution des défauts qui s'est prolongée jusque dans les années 1950 et la quasi-disparition du marché privé de la dette souveraine pendant plusieurs décennies (Eichengreen et Portes, 1989 ; Jorgensen et Sachs, 1989).

La succession des régimes de dette souveraine depuis le début du XIX^e siècle, les problèmes de coordination et d'information qu'ils ont rencontrés, les différentes options entre lesquelles ils ont choisi demandent d'analyser la gestion de ces crises en termes de *procédure de faillite*. Dans son acception la plus simple, cette dernière a pour objet de résoudre les conflits financiers et juridiques dus à la rupture des contrats liant de multiples crédeurs à une entreprise (ou bien un État), qui ne peut plus (ou ne veut plus) servir sa

² Ce problème doit donc être distingué du risque de transfert. Ainsi, l'État peut interrompre le service de sa dette, ou bien geler par décret les engagements en devises des banques (cas de la Russie), sans pour autant suspendre le fonctionnement du marché de change ; dans un tel cas, il allège massivement la pression sur sa devise sans que cela suppose, par exemple, des mesures de contrôle des change ou *a fortiori* une suspension de la convertibilité.

dette. Dans des termes plus génériques, elle définit et régule les conditions de *la sortie et de la rentrée sur le marché*, après une suspension des transactions volontaire ou forcée³. Elle joue de ce fait un rôle central pour régler la participation des agents aux échanges, selon une norme de solvabilité capitaliste, et pour sanctionner leur incapacité éventuelle à assurer le règlement ordonné de leurs engagements contractuels. Cette règle est donc porteuse d'une régulation de marché dont la portée va bien au-delà du bruit blanc auquel la réduit souvent la microéconomie standard⁴.

Ce document de travail analyse en premier lieu la logique d'une résolution de faillite, en se fondant sur l'expérience des défauts de paiement privés, au plan national, et en la confrontant au principe opposé du prêteur en dernier ressort. L'objectif est d'établir sous quelles conditions le principe de faillite peut rendre compte des problèmes posés par les crises de paiements internationales ainsi que des solutions qui leur sont apportées. De cette manière, on veut aborder de manière originale le thème déjà rebattu du prêteur en dernier ressort international, qui s'est trouvé depuis 1997 au cœur du débat sur la « nouvelle architecture internationale ». On ne s'inscrit pas toutefois dans le prolongement des diverses propositions conduisant à établir une loi de faillite internationale, homothétique aux règles nationales (Kenen, 1990 ; Cohen, 1989 ; Eichengreen et Portes, 1995 ; Sachs, 1995). De manière plus analytique, on cherche, en opposant résolution de faillite et prêteur en dernier ressort, à articuler deux modes de gestion des crises financières, qui peuvent être alternativement concurrents ou complémentaires.

La seconde partie analyse les principales composantes d'une règle de faillite et son opposition à une logique d'intervention en dernier ressort ; ceci permet d'envisager les conditions problématiques de leur articulation et les contraintes d'économie politique opposées dans lesquelles ces deux fonctions s'inscrivent. La troisième partie s'appuie sur cette analyse pour rendre compte de la résolution de la crise de la dette des années 1980, qui a vu la convergence unique, dans une institution forte, entre d'une part des règles de coordination entre les États endettés et leurs créanciers, et de l'autre le principe stratégique de *conditionnalité* dont on présente une analyse théorique. Ces deux éléments apparaissent comme les fondements de toute procédure de gestion de crise internationale relevant d'une logique de faillite. Enfin, dans la dernière partie, on montre comment l'évolution des marchés de capitaux internationaux depuis le succès des plans *Brady*, à partir de 1989, a mis en question ces règles d'action collective : ceci s'est traduit depuis 1995 par une série d'innovations institutionnelles reflétant l'émergence de « postures » de prêteur en dernier

³ On ne considère ici que les conditions formelles d'entrée sur le marché et non les obstacles concurrentiels qui peuvent bloquer l'entrée de nouveaux producteurs sur un marché donné. Dans le terme de faillite, on inclut la procédure formalisée de « règlement judiciaire », contrôlée directement par la justice commerciale, mais aussi les procédures informelles qui se développent « à l'ombre de la loi » (*London approach*, etc).

⁴ Le concept de faillite telle qu'il est formalisé par les théoriciens de la structure financière de la firme ne traite que parcimonieusement de la procédure de sortie de marché, de la résolution de la faillite et des problèmes d'économie politique qu'elle soulève : la faillite est essentiellement analysée comme une renégociation de la dette (voir toutefois Hart, 1995). Les problèmes posés par la construction de ces règles, les enjeux institutionnels et les contraintes spécifiques dans lesquelles elles s'insèrent sont en revanche mieux traités par le courant *Law and Economics* à l'américaine ; voir notamment Bebchuk (1998), Jackson (1986), Kordana et Posner (1998).

ressort, qui se coordonnent difficilement avec les règles d'action héritées des décennies antérieures. On analyse ces problèmes à travers deux cas de figure : d'une part les règles d'engagement de la nouvelle Ligne de Crédit Contingente du FMI, qui représente la meilleure approximation disponible d'un prêteur en dernier ressort international ; d'autre part, on revient sur l'opposition à *la* Bagehot entre banques insolvable et illiquides afin d'envisager les implications internationales de cette opposition.

2 - LA FAILLITE ET LE PRÊTEUR EN DERNIER RESSORT : UNE RELATION PROBLÉMATIQUE

La règle de faillite comme bien public

Au plan national et privé, la règle de faillite demande de différencier le devenir de la firme au sens coasien du terme, de celui des actifs résiduels qu'elle réunit et qui sont le véritable enjeu de la procédure : dès lors que la valeur nette actualisée de l'entreprise est négative, l'objectif de la procédure est de maximiser le flux de revenu que les créanciers se partageront, en fonction de leurs droits contractuels initiaux (présence d'un collatéral, protection légale, hiérarchie des créances, etc). Pour cela, elle doit assurer le retour le plus rapide possible des actifs sur le marché, avec une perte de valeur minimale : il n'y a pas de valorisation pécuniaire des actifs sans réinsertion dans les échanges. Ceci est la condition pour transformer en des *paiements* monétaires les *droits* initiaux des créanciers, mesurés en fonction de leur valeur relative avant l'ouverture de la procédure (Jackson, 1986). Le critère d'équité porté par la règle de faillite demande qu'une fois les contrats rompus, la procédure reste le plus proche possible de la distribution des droits initiaux et évite toute forme de réallocation ou de distorsion : la procédure doit aboutir au résultat le plus proche de celui qui peut être inféré des contrats initiaux⁵.

Réalisé à partir du « pot commun » des actifs liquidés, en fonction de la hiérarchie des créances, la distribution des pertes, préalablement socialisées, manifeste le caractère collectif et institué de cette procédure de sortie de marché, à laquelle aucun mécanisme spontané et décentralisé ne saurait être substitué. Il ne suffit pas en effet qu'une entreprise arrête de produire et de vendre pour qu'elle cesse d'exister comme agent économique : il faut aussi que se dénouent tous les contrats et les obligations, notamment financières, qui la lient aux autres agents, à ses salariés, aux actionnaires, à l'État, etc. Ce n'est qu'un enjeu de second ordre que de statuer sur ce qu'il adviendra de la firme comme personne juridique. On peut modifier partiellement ou totalement sa structure de propriété, par une éviction plus ou moins radicale des actionnaires initiaux (compression du capital social). Mais on peut aussi la liquider, c'est-à-dire disperser ses actifs, au moyen par exemple d'une vente aux enchères. Dans ce cas, on aura conclu que leur maintien au sein de la même firme

⁵ « Bankruptcy and Non-Bankruptcy States are not Fundamentally Different: Contractual Obligations Entered into Outside Bankruptcy are Respected to the Full Extent Possible Inside Bankruptcy » (Hart, 1999).

(*going concern*) n'était pas une source décisive de valeur et que d'autres dirigeants sauraient mieux les valoriser séparément.

Une procédure de faillite efficace, assurant des pertes minimales dans un cadre juridique équitable contribue ainsi directement à la valorisation des facteurs, en assurant la sortie des producteurs sous-compétitifs et en réallouant les actifs à des entreprises plus efficaces. Comme instrument de sanction du marché et de gestion des défaillances financières privées, cette règle s'agrège ainsi au bien collectif. En Russie, par exemple, la capacité d'entreprises insolubles à se maintenir durablement en activité a été un obstacle majeur à l'extension des règles de concurrence et à une meilleure valorisation des ressources. Ceci a contribué à une restructuration très lente de l'offre, à la détérioration du système de paiement et *in fine* à l'effondrement de l'ensemble du système financier. En Thaïlande, dans un autre contexte, la rupture systémique du marché du crédit, à la fin de 1997, a reporté tout l'effort de restructuration sur la loi de faillite et sur son corollaire, les procédures de saisies d'actifs. L'enjeu immédiat était certes le devenir de chaque firme, de ses actionnaires et de ses créanciers ; mais, au-delà, il s'agissait aussi de relancer le marché du crédit sur des bases microéconomiques solides, en termes à la fois de structure de bilans privés et de limitation des risques sous-jacents de sélection adverse, de capture, et plus généralement d'aléa moral.

Globalement, une même logique s'applique, toutes choses égales par ailleurs, à l'État souverain qui interrompt le service de sa dette. La gestion internationale de ce type de crise n'a pas en effet pour objectif de restaurer entièrement les créanciers dans leurs droits initiaux. Comme pour un actif productif, le but est de resolvabiliser le pays pour lui rendre accès aux marchés, au moyen d'un accord de restructuration qui répartit équitablement les efforts, entre l'ajustement économique du débiteur et les concessions financières des créanciers (allongement de la maturité moyenne, réduction d'encours, argent frais, etc.). L'illiquidité sera réglée par un allongement de la maturité moyenne et éventuellement un refinancement partiel (cas du Mexique et de la Corée) ; l'insolvabilité conduira à une réduction de créances (Plans *Brady*). La structure de cette transaction doit alors permettre de contrôler les risques d'aléa moral sur toutes les parties, qui doivent chacune supporter les conséquences d'éventuelles décisions aventureuses (investissements trop risqués et politique économique imprudente, respectivement). Comme au niveau national, une procédure trop déséquilibrée en faveur de l'une ou l'autre des deux parties risquerait d'être contestée, avant d'être contournée ou rejetée.

Quelles oppositions, quel enjeu commun ?

La règle de faillite peut être confrontée à la fonction de prêteur en dernier ressort, avec lequel elle entretient une relation distante, souvent ignorée, mais toujours problématique. Ceci vaut en particulier lorsqu'elles interviennent dans le cadre institutionnel faible d'une économie émergente – soit la majorité des pays dans le monde, aujourd'hui – ou bien, toutes choses égales par ailleurs, dans celui des échanges internationaux. Les deux fonctions ayant pour objet, *in fine*, de réguler les transactions contractuelles entre agents, ces deux cadres présentent en effet des similitudes importantes qui tranchent avec l'expérience des économies les plus développées : absence de règle de

droit forte et d'institutions contestées, pressions fortes de l'économie politique, asymétrie d'information élevée, etc.

La faillite prise dans un sens générique, et le prêteur en dernier ressort dans sa définition classique, se définissent d'abord l'un et l'autre par une fonction de régulation des chocs « aux limites du marché » : la première gère les sorties puis les retours en activité, tandis que le second contient le risque de système, c'est-à-dire l'éventualité d'une rupture ne portant pas sur les agents, mais sur la règle du jeu qui les coordonne. Ceci place les deux institutions dans une position médiatrice par rapport aux agents décentralisés, à leurs intérêts privés et aux transactions de marché : chargées de défendre un bien commun, elles sont nécessairement prises en charge par des acteurs tiers, comme en témoigne leur caractère d'institution publique, dans la quasi-totalité des expériences modernes⁶. De manière plus précise, la logique de faillite et le prêteur en dernier ressort s'opposent sur trois plans principaux, qui les inscrivent dans des contraintes institutionnelles et sous des pressions d'économie politique opposées.

D'abord, ces deux fonctions doivent résoudre un problème de *coordination*. Une Banque centrale intervient face à un risque systémique pour rétablir une coordination de marché menacée et par l'assèchement de la liquidité. Ce faisant, bien qu'étant un agent public de rang supérieur, elle agit « à l'intérieur » du marché en ce qu'elle ne suspend pas les transactions décentralisées, pas plus qu'elle n'interfère directement dans les arbitrages et donc les contrats privés : les comportements sont modifiés *de facto* par une recoordination des anticipations sur un équilibre de marché « normal ». En revanche, la procédure de faillite doit commencer par *recoordonner* tous les acteurs qui sont en quelque sorte éparpillés par la crise de paiements, sans aucun mécanisme d'information mutuelle, d'échange ou de délibération. Littéralement, elle réunit crédateurs et débiteurs autour d'une table, afin de négocier sur cette base une issue ordonnée à la crise, à la fois d'un point de vue économique et juridique. La règle de faillite gère les crises de marché en leur substituant un mode de coordination alternatif, de type négocié. Mais pour cela, elle doit résoudre un problème d'*action collective*, là où le prêteur en dernier ressort recourt à une *intervention unilatérale*, sans suspendre les transactions ou exclure les agents, et de manière inconditionnelle (Aglietta et de Boissieu, 1998).

Cette opposition se prolonge dans des modalités opposées d'intervention dans les bilans privés. En bonne règle, l'action de la Banque centrale ne doit avoir aucun impact patrimonial. Elle contribue à résorber le désajustement entre les structures par maturité de l'actif et du passif des institutions financières, mais elle ne doit avoir ni de conséquences sur leur valeur nette actualisée ni, plus généralement, d'effets redistributifs entre classes d'agents. Le prêteur en dernier ressort, qui veut s'adresser anonymement au seul marché, ne touche pas aux titres de richesse. Inversement, la règle de faillite opère directement dans le bilan des agents individuels en situation de défaut : elle assure le partage des pertes en capital entre les crédateurs et actionnaires, qui est sanctionné par des transferts de droits de

⁶ Remarquablement, les théologiens du libre marché n'ont apparemment jamais proposé une privatisation de la faillite : ils se sont contentés de défendre (légitimement) le rôle des procédures non-judiciaires, ou bien la possibilité d'arbitrages privés entre divers menus de faillite, notamment pour parvenir à une évaluation plus fiable des actifs (voir par exemple Schwartz A. 1997).

propriété, validés *in fine* par le pouvoir judiciaire garant de l'État de droit. Là où le prêteur en dernier ressort assure la participation aux échanges de tous les opérateurs en activité, la faillite actualise la sanction du marché et l'échec de l'entreprise comme de l'actionnaire individuel.

Cette opposition se prolonge enfin dans un traitement opposé de l'information. Pour résoudre son problème d'action collective, la faillite doit en principe réunir et centraliser *toute* l'information privée, fractionnée entre les divers agents : le premier objet de la réunion de toutes les parties de la faillite est d'établir l'inventaire complet des dettes et des actifs. Outre les risques de dissimulation de certains avoirs par l'entrepreneur, ceci est nécessaire pour collecter les avoirs de l'entreprise envers des tiers, pour décider de sa restructuration ou de sa liquidation, enfin pour partager sa valeur nette résiduelle. La logique de cette négociation hors-marché est donc de mettre un terme *absolument* à l'asymétrie d'information, et donc de résoudre le problème d'agence présent entre les crédateurs, les managers et les actionnaires, tant que l'entreprise est en activité : la faillite marque la fin de l'agence et l'ouverture des (vrais) livres de compte⁷. Inversement, parce qu'il n'interrompt pas les transactions, le prêteur en dernier ressort s'appuie exclusivement sur une information antérieure à son intervention, qui lui est fournie par le marché et par la supervision du système financier. En ce sens cette institution reste soumise à l'asymétrie d'information portée par les banques et les marchés, et dont est issu le risque systémique qu'elle a pour fonction de contrôler.

Suspension ou maintien des transactions de marché, intervention dans les droits de propriété, traitement de l'information. Ces trois variables autour desquelles s'opposent le prêteur en dernier ressort et la règle de faillite démarquent cependant un point de convergence décisif : l'échec ou l'absence de ces deux agents, conduit à un même phénomène – la ruée des déposants et des crédateurs, selon le principe du premier arrivé, premier servi. Dans le cas d'une banque, la dimension systémique de ce risque est bien connue et renvoie aux spécificités de la « firme » bancaire – effet de levier très élevé, risque d'intermédiation, asymétrie d'information des déposants. Sur les marchés de capitaux, de manière comparable, l'incapacité à contenir les mouvements de liquidation massive de portefeuille peut conduire à une extension violente de la crise, à travers des effets à la fois de prix (absence de prix-plancher, accroissement des coûts de transaction, etc) et de volume (liquidité décroissante des échanges, impossibilité de solder les positions).

Mais une entreprise manufacturière qui cesse ses paiements et rompt ses engagements contractuels s'expose à une même réaction sous la forme d'une ruée des crédateurs sur ses actifs (*grab race*). Comme dans le cas d'une banque, le résultat est à la fois une réduction brutale de la valeur nette des actifs ainsi démantelés (*fire sale*) et leur

⁷ La même contrainte est observée en cas de crise de paiement internationale. Lors de la crise de la dette des années 1980, comme en 1997-98, a vu la recherche frénétique d'une information financière stratégique, qui jusque là n'existait pas, ou était simplement ignorée – la dette bancaire à long terme dans le premier cas, la dette marchande à court terme dans l'autre.

redistribution aléatoire, indépendamment des droits des différentes classes de créiteurs⁸. Le même problème s'observe enfin, toutes choses égales par ailleurs, à l'échelle internationale, où une cessation de paiement souveraine peut se traduire par la généralisation de comportements non-coopératifs : accords séparés avec certains créiteurs, répudiation unilatérale de la dette, refus de négocier, ultimatum militaire, saisie des actifs du pays à l'étranger (avions, recettes d'exportation, comptes bancaires, etc.). À nouveau, la décoordination des agents et la recherche de solutions individuelles à la crise de paiements impliquerait une détérioration de la capacité du pays à reprendre un service normal de la dette à moyen terme. On retrouve ici l'enjeu de liquidité qui, souvent, est considéré comme l'apanage du prêteur en dernier ressort : interrompre la saisie indiscriminée des actifs ou leur liquidation en masse est aussi un moyen de bloquer, ou de tenter de freiner l'extension de la crise systémique. Avant la généralisation des interventions monétaires en dernier ressort, en particulier aux États-Unis, la suspension de l'activité des banques, ou de la convertibilité des dépôts, était la méthode habituelle pour bloquer l'extension des paniques, c'est-à-dire les effets de contagion⁹.

Comme le prêteur en dernier ressort, la procédure de faillite défend un bien collectif précieux contre les stratégies opportunistes d'agents rendus aux moyens les plus expéditifs par le déclin ou la rupture des transactions. C'est en quoi ces deux institutions ont une fonction de coordination qui les conduit à intervenir à l'ombre d'un même risque majeur, dont la crise systémique classique n'est que la forme la plus spectaculaire et la plus connue : la *socialisation sauvage* des pertes et des dettes privées. C'est-à-dire la spoliation des épargnants, des entreprises solvables ou des contribuables, sous la pression panique des intérêts individuels brutalement decoordonnés par la rupture du marché – ruée des créiteurs, renflouement unilatéral, faillites tactiques, collusion des débiteurs, capture du prêteur en dernier ressort, etc.

Un exemple est donné par la crise LTCM de septembre 1998 : face à la menace d'un défaut imminent, l'intervention catalysatrice de la Réserve Fédérale de New York a porté uniquement sur l'enjeu d'information, et n'a inclus aucun élément monétaire. En obtenant la divulgation et donc la centralisation d'une information jusque-là fractionnée entre agents privés, le régulateur public a brisé la structure de jeu non-coopératif dans laquelle s'étaient enfermé depuis plusieurs semaines le Fonds d'arbitrage et les grandes banques d'affaires new-yorkaises, en charge de sa recapitalisation. Ceci a permis de trouver par la négociation une issue à une crise qui menaçait l'ensemble de marchés de capitaux internationaux : la gestion de cette crise s'est donc inscrite dans le cadre d'une logique de faillite, se développant à grande vitesse, « à l'ombre de la loi » et en dehors des institutions judiciaires – ce qui ne veut pas dire qu'elle était illégale. Elle ne relevait aucunement du prêteur en dernier ressort, mais d'une logique de négociation hors marché. En témoigne d'abord le traitement de l'enjeu d'information, autour duquel s'est amorcée la recoordination, puis l'expropriation massive des actionnaires qui était un élément de cette opération au lieu de la

⁸ « The Most Obvious Reason for a Collective System of Creditor Collection is to Make Sure that Creditors, in Pursuing their Individual Remedies, do not Actually Decrease the Aggregate Value of the Assets that Will be Used to Repay Them » (Jackson 1986, p. 16).

⁹ Friedman et Schwartz (1963) consacrent en particulier de longs développements à ces phénomènes.

suivre, comme après une intervention en dernier ressort¹⁰. Inversement, quelques semaines plus tard, face à une situation toujours très incertaine sur les marchés, les trois baisses successives des taux directeurs de la Réserve Fédérale reflétaient une démarche opposée : elle reposait sur une information acquise *ex ante*, et non au cours de l'intervention ; elle a pris la forme d'une action unilatérale et non pas concertée ; et elle n'a eu aucun impact direct sur les bilans privés. Dans la mesure où ces décisions répondaient à l'identification d'un risque systémique, elles peuvent donc s'assimiler à une intervention en dernier ressort.

Des économies politiques opposées

L'histoire confuse et encore mal connue des règles de faillites éclaire les enjeux soulevés par sa fonction de régulation d'une économie capitaliste. Il est significatif, ainsi, que tant en France qu'en Grande-Bretagne, les premières législations sur la faillite, dès le XVII^e siècle, ont posé d'abord le principe de la *socialisation légale* des actifs du commerçant en faillite, comme réponse à la rupture des paiements et des contrats (Desurvire, 1992 ; Lester, 1995). En identifiant un bien collectif, matérialisé dans la propriété commune des créanciers, ces premiers textes cherchaient d'abord à répondre aux risques d'une recherche désordonnée d'issues individuelles à la crise. Cependant, une fois posé ce principe, il a fallu plus de deux siècles pour résoudre deux problèmes-clés qui ont concentré un large débat public et parlementaire. D'une part, il a fallu définir les conditions dans lesquelles l'entreprise ou l'entrepreneur peuvent bénéficier d'une réduction de dette, ce qui revient à reporter partiellement le coût de l'échec économique sur les créanciers. De l'autre s'est posée la question du statut de l'entrepreneur en faillite : les premiers textes visaient à coordonner les seuls créanciers, tandis que le débiteur restait exposé à des poursuites pénales, à l'incarcération préventive, voire au bannissement ou à la peine de mort¹¹.

Sur les deux plans, la possibilité de définir un cadre de faillite adapté à l'extension de la libre-entreprise, supposait que l'on dissocie la sanction d'éventuelles fautes individuelles commises par l'entrepreneur, du devenir plus général de la firme et des créances détenues envers elles. Très longtemps cette opération s'est heurtée à la condamnation morale attachée à l'incapacité de payer ses dettes : en Angleterre, les premiers textes autorisant une réduction de dette ne s'appliquaient qu'au commerce maritime, où le naufrage d'un bateau et la perte de la cargaison étaient dus à un aléa exogène et aucunement à l'incompétence, à la négligence ou à la malhonnêteté de l'entrepreneur¹². Au-delà, pendant tout le XIX^e

¹⁰ Les dépositions ultérieures devant le Congrès de Greenspan (1998) et McDonough (1998), gouverneur de la Réserve Fédérale de New York, sont sur ce point d'une parfaite clarté ; sur l'affaire LTCM on peut voir aussi FMI (1998), The President's Working Group on Financial Markets (1999), et Dowd (1999).

¹¹ Sur l'économie politique des lois de faillites aux États-Unis, voir notamment Berglöf et Rosenthal (1999) et Domovitz et Tamer (1999) ; Warren (1935) pour une histoire législative et descriptive du débat sur les faillites au XIX^e siècle. Lester (1995) présente un intérêt comparable pour le cas anglais (l'Écosse avait un régime spécifique) illustré également par nombre de citations issues des débats de l'époque.

¹² Une loi anglaise de 1812 excluait la libération des personnes emprisonnées pour des dettes supérieures à vingt livres, dès lors qu'elles avaient été contractées après « avoir joué aux cartes, aux dés, au tennis, au billard ou à tout autre jeu de hasard » (Lester 1995, p.104)

siècle, on a opposé aux lois de faillite un refus de principe à toute intervention publique dans des contrats privés, conçus comme l'expression des choix et des risques assumés par des individus libres. En ce sens, l'enjeu moral de la faillite renvoyait à une règle de comportement – on dirait aujourd'hui la discipline de marché – dont on jugeait que sa mise en question mettrait en danger le développement du crédit, mais aussi, plus généralement, une constitution sociale.

Il a fallu en fait attendre la généralisation du statut de société à responsabilité limitée pour définir conjointement et en *ex ante* l'entreprise et les risques d'investissement auxquels s'exposaient les actionnaires, c'est-à-dire, en fait, les risques de l'initiative privée. Une fois ce principe admis, on entrait dans une problématique de gestion de l'insolvabilité attachée à la firme, ouvrant sur les problèmes de structure de financement, de construction des contrats financiers et de schémas d'incitations. Un enjeu immédiat des règles de faillites est d'équilibrer les droits des différentes parties, soit les actionnaires, les dirigeants, différentes classes de créanciers (banques, entreprises, etc) mais, aussi, éventuellement, les salariés ou le créancier fiscal. Dès lors que la résolution de faillite pouvait reporter une part des pertes sur les créanciers, des lois adoptées sous la pression de larges classes de débiteurs sur-endettés, pouvaient permettre à ces derniers de se défaire trop aisément de leurs obligations, reportant le risque en capital sur les banquiers et rendant le financement externe des entreprises plus cher ou plus rare. Une autre faille a été le coût institutionnel des procédures de faillites, qui a pu absorber parfois la plus grande partie des actifs résiduels avant même qu'ils puissent être redistribués aux ayant droits (voir par exemple Balleisen, 1996 ; Lester, 1995). Un autre enjeu, orthogonal, est celui d'un biais de la règle de faillite en faveur de la continuation ou de la liquidation de la firme : aujourd'hui encore on considère que la loi américaine penche plutôt dans le premier sens, et la loi britannique vers le second. Ces diverses oppositions, qui structurent encore les différentes règles nationales, témoignent ainsi de leur constitution historique, par opposition à un processus de tâtonnement permettant de converger vers un équilibre optimal : la notion d'une procédure de faillite optimale reste hors de l'horizon du débat public, comme de la recherche.

À travers le conflit d'intérêt entre débiteurs et créanciers, éventuellement démultiplié par des chocs économiques, la règle de faillite a pu mobiliser de larges coalitions sociales, capables de peser directement sur le processus politique, mais aussi des formes plus muettes de coordination ou de collusion entre acteurs décentralisés. Aux États-Unis, on observe ainsi une corrélation étroite entre l'émergence de ce thème dans le débat public et parlementaire, et les principales crises financières du XIX^e siècle (Warren, 1935 ; Berglöf et Rosenthal, 1999). De manière régulière, cet enjeu a joué un rôle de premier plan dans le conflit séculaire entre d'une part les fermiers endettés du Sud et du Mid-West, relevant souvent d'une économie pré-capitaliste, et de l'autre la « grande banque » des métropoles de l'Est, accusée de mettre à la rue lors des récessions des centaines de milliers de familles vertueuses et laborieuses. Il est significatif que, très souvent, les phases de mobilisation sur les enjeux de faillite n'ont laissé comme alternative à cette dernière que l'extension de moratoires unilatéraux, décidés par les États agricoles en dépit des condamnations répétées, mais lentes à mûrir, de la Cour constitutionnelle. Ces décisions sont alors devenues, de fait, un mécanisme non-contractuel de réduction du surendettement et donc de socialisation des pertes (Bolton et Rosenthal, 1999 ; Alston, 1984). On retrouve ici la

situation de répudiation de dette ou d'absence de renégociation qui a suivi, sur le plan de la dette souveraine, la vague de défauts de 1931-1933.

En ce sens, la gestion de l'insolvabilité, dans une situation de large détresse financière et sociale, répondait à l'appel à une forme de socialisation des pertes et des risques, ou de protection collective face aux aléas macroéconomiques. Cela suggère que l'instabilité des règles de faillite s'expliquerait notamment par l'incohérence entre d'une part cet outil juridique, et de l'autre la demande plus ou moins forte de régulation économique, à une époque où les instruments disponibles étaient peu développés¹³. Au-delà de son fondement individualiste et contractuel, la logique de faillite reflète un enjeu central dans toute économie capitaliste, sur lequel s'établissent et se défendent les « contraintes budgétaires » plus ou moins dures imposées aux agents. Les conséquences microéconomiques et systémiques de l'inefficacité de loi de faillite en Russie est à nouveau le meilleur contre-exemple. Les pressions multiples auxquelles elle est soumise ont pu exprimer, sinon la contestation de ces règles, au moins la recherche plus ou moins politisée d'une redistribution plus ou moins larges des pertes privées. Par son ancrage à la jonction de l'action privée et de la régulation publique, de la libre-entreprise et de l'action collective, de l'opportunisme individuel et de l'ordre des marchés, l'économie politique de la règle de faillite a ainsi une portée bien plus longue que ne le suggère le cadre légal ou elle prend forme.

Prêteur en dernier ressort et « gestion de crise »

Ces enjeux inscrivent la règle de faillite dans des contraintes en tout point opposées à celle du prêteur en dernier ressort : bénéficiant d'une place bien plus large parmi les intérêts théoriques des économistes, celui-ci n'a reçu historiquement, dans les opinions publiques, qu'une attention des plus limitées. Alors que la première met en question des enjeux durs, sur lesquels se définit et se défend la règle du jeu propre à chaque économie capitaliste, le prêteur en dernier ressort apparaît comme un pur bien public : « *enemy of none but a common friend to all* » (Giannini, 1999). Dans un cadre institutionnel mou, ou bien déstabilisé par une économie politique colérique, sa séduction fatale tient à ce qu'il ne touche ni aux droits de propriété ni aux contrats privés. Il peut ainsi agir *discrètement* par rapport aux intérêts établis. En d'autres termes, sa mobilisation n'est pas, en tant que telle, un enjeu de lutte de classe contrairement à l'abandon de l'emprisonnement pour dette ou bien à la déclaration d'un moratoire sur la dette des fermiers. Mais parce que le prêteur en dernier ressort crée et distribue de la richesse (le seigneurage), il peut aussi devenir un enjeu pour les intérêts sociaux les plus forts, logés souvent très près des sources du pouvoir politique : alors que, par excellence, il doit fournir un bien public non-excluable (la stabilité du système bancaire), son intervention est directement exposée à des stratégies de captation ou d'appropriation privée de ce flux de rente.

Telle est bien, sur le fond, la leçon des désastres thaïlandais, indonésien ou russe. Dans des contextes durcis par la crise de liquidité et la décoordination des agents, l'action

¹³ Bien que l'hypothèse demanderait des recherches longues pour être validée, on la préfère, en tout cas à celle de Berglöf et Rosenthal (ibid) qui expliquent la stabilisation des lois de faillites par le développement interne de la profession juridique.

en dernier ressort a pu devenir le dernier recours d'États faibles : drapés dans la défense héroïque des épargnants ou bien de la monnaie nationale, ils ont pu s'enfermer dans des stratégies sans issue, dont le principal résultat a été de renflouer les dettes des plus puissants, de multiplier le coût de la crise, avant de le socialiser aux dépens des contribuables. La force et la faiblesse du prêteur en dernier ressort tiennent à ce qu'il intègre les agents plutôt qu'il ne les sanctionne, à ce qu'il ajuste les bilans aux conditions du marché plutôt qu'il ne réalloue les droits de propriété, enfin à ce qu'il opère en asymétrie d'information au lieu de collectiviser l'information privée.

L'opposition entre la logique de faillite et le prêteur en dernier ressort, telle qu'elle est définie ici, donne à ce dernier une définition beaucoup plus restrictive que celle d'Aglietta et Moatti (2000), qui l'assimilent plus largement à la notion de « gestion de crise ». Ceci les conduit à qualifier d'action en dernier ressort des formes d'intervention publique qui relèvent, par opposition à des ajustements de marché décentralisés. Ils intègrent en particulier la renégociation des dettes souveraines dans le périmètre d'un prêteur en dernier ressort international, dès lors qu'elle demande « une représentation collective des créanciers » et « un accord de partage des pertes » (ibid, pp. 210-211). Dans ce cas, toute la gestion de la crise de la dette des années 1980, qui a été réalisée par le FMI, les ministères des Finances et les grands cabinets d'avocats internationaux, devrait relever du prêteur en dernier ressort international. Faudrait-il, de manière comparable, rattacher à cette fonction la restructuration à chaud des banques argentines, soumises en 1995 à des fuites de dépôts importantes, mais ne pouvant pas bénéficier de soutien en liquidité par la Banque centrale ? Inversement, le traitement en bon ordre de l'insolvabilité des banques suédoises, entre 1992 et 1994, après une injection massive de monnaie de réserve, devrait-il être exclu de ce périmètre ?

Au-delà du caractère conventionnel de toute définition, le risque est que, suivant cette proposition, le prêteur en dernier ressort ne soit plus identifié que par son *objectif*, ou bien son résultat, c'est-à-dire la réduction du risque systémique. Cette option oriente en effet vers une définition fonctionnaliste ou essentialiste, par opposition à une démarche fondée sur l'analyse des formes d'actions collective, des interactions avec les agents privés, et plus généralement des conditions de fonctionnement de ce régulateur public, sur le plan institutionnel ou sur celui de l'économie politique. Il ne s'agit pas, ce faisant, de réduire la portée théorique du concept, en le diluant dans des environnements toujours particuliers et fragmentés. À travers l'opposition entre la logique de faillite et l'action en dernier ressort, on cherche à qualifier ce concept par ses interactions avec les autres acteurs et institutions. De cette manière il devrait être possible d'en donner une analyse plus précise, permettant directement d'appréhender les raisons pour lesquelles il réussit ou échoue.

3- LA CRISE DE LA DETTE DES ANNÉES 1980 : RÈGLEMENT DE FAILLITE ET RÔLE DE LA CONDITIONNALITÉ

Une conditionnalité embryonnaire : le FMI entre 1952 et 1982

Ce serait une erreur que de chercher dans les textes fondateurs de la conférence de Bretton Woods une solution aux problèmes de dette souveraine et de crises de paiement, que ce soit à la lumière des années 1930 ou 1980. Ces accords ont établi des règles et des institutions de coordination économique, dont l'objectif principal, jusqu'en 1973, est resté la stabilité du système monétaire international, comme garant de la coordination des politiques économiques et de la réduction des barrières douanières. En revanche, on sait que la libéralisation du compte de capital, et donc la stabilité des marchés de capitaux, bien que prévues en 1944 ne sont devenues un enjeu qu'à partir des années 1970. Il en va de même du principe de *conditionnalité* qui a certes fait l'objet de vifs débats pendant la phase préparatoire à la Conférence, en 1943 et 1944, mais sur lequel il n'y a pas eu à Bretton Woods d'accord explicite, ou *a fortiori* de formulation opérationnelle (Dell, 1981). La conditionnalité *n'est pas non plus* issue du principe de surveillance mutuelle, inscrit dans l'article IV du Fonds (anciennement XIV), qui était articulé initialement à sa fonction monétaire de régulation des paiements internationaux. Elle n'a émergé en fait qu'en 1952, avec l'invention du prêt *stand-by*, qui l'inscrit dans une logique alternative d'ajustement et de financement souverain (article V.3b). Remarquablement, elle a été introduite pour relancer l'activité du Fonds, fragilisée par le Plan Marshall, et que beaucoup considéraient alors comme une institution moribonde : l'affirmation de clauses formelles d'accès à ses crédits avait pour objet de restaurer une *demande* de crédit, l'émergence d'un principe de négociation s'opposant ainsi à l'arbitraire de l'*in*-conditionnalité, qu'elle porte sur l'allocation (par le Fonds) ou le tirage (par le pays).

Au cours de ces premières années, cette forme embryonnaire de conditionnalité avait toutefois pour objectif principal d'assurer un remboursement rapide du crédit, devant éviter l'épuisement des réserves du Fonds : elle restait donc étroitement liée à la fonction monétaire du Fonds, plutôt qu'à une fonction de gestion de crise ou *a fortiori* de renégociation des dettes souveraines. Ceci explique la maturation lente du concept, dont la formalisation a suivi la pratique, plutôt qu'elle ne l'a orientée. Le déboursement du crédit par tranches successives a été introduit en 1956, les cibles quantifiées en 1958 (*targets*), et des clauses contingentes sont apparues en 1986; cela étant le principe même de la conditionnalité n'a été formalisé que lors de la première réforme des statuts du Fonds, en 1969, tandis que le premier texte de doctrine adopté par le Conseil date de 1979 (FMI, 1979)¹⁴.

Ce n'est que, progressivement, surtout dans les années 1970, que se sont développées les interventions du Fonds dans des contextes de crise économique interne et externe,

¹⁴ Sur la formation et l'évolution de la conditionnalité, voir Dale (1983), Dell (1981), Gold (1979) ainsi que L'Héritier et Chavagneux (1990). Au-delà des *Articles of Agreements* établis à Bretton Woods, les *Décisions* du Conseil exécutif, qui représente ses actionnaires, sont une source importante d'évolution des règles d'intervention, qui permettent de suivre précisément sa jurisprudence du Fonds ; les principales d'entre elles ont réunies dans FMI (1999).

impliquant des prescriptions de politique économique radicales. Ceci a conduit à opposer la conditionnalité « molle », correspondant à la mobilisation des premières tranches de crédits du Fond, à sa variante « dure » : issue de l'expérience des *stand by*, cette dernière est associée à des niveaux élevés de tirage sur le Fonds et à des engagements négociés et contraignants (Williamson, 1983b). La Grande-Bretagne (1976-1977) et l'Italie (1974-1977) ont adopté de tels programmes en contrepartie de larges crédits, mais ces expériences sont plutôt les derniers épisodes d'interaction forte entre le Fonds et les pays développés : depuis, il a surtout agit envers ces pays dans un rôle d'information et d'échanges, dans le prolongement de la fonction de surveillance (article IV), tandis que la coordination des politiques économiques se déplaçait vers des cadres plus informels, comme le G7 ou les échanges entre Banques centrales¹⁵.

En revanche, dans les pays en développement, le Fonds a pris un rôle majeur dans la définition des stratégies économiques et financières. Deux évolutions majeures expliquent cette dichotomie : d'une part le passage, après la crise pétrolière de 1974, d'une gestion de la liquidité internationale par des mécanismes multilatéraux à des mécanismes concurrentiels ; de l'autre l'extension des marchés de capitaux aux économies en développement, dont la spécialisation, les marchés intérieurs, les institutions, la dynamique politique montrent une instabilité importante. Le retour de ces pays sur les marchés de dette souveraine devait tôt ou tard entraîner un accroissement des accidents de paiements, imposant la recherche d'une règle de résolution: représentation des classes d'intérêts, coordination des créditeurs, partage des pertes, définition des options financières. Tel était l'enjeu du défaut de paiement mexicain de 1982, qui renouait ainsi avec les expériences antérieures à 1932 ou 1914.

Rétrospectivement, un fait remarquable dans la réponse immédiate à cette crise est l'affirmation presque immédiate du Fonds dans la position médiatrice entre l'État et ses créanciers qu'appelle, depuis la fin du XIX^e siècle, toute situation de défaut. Il est devenu le premier acteur qui, historiquement, ait monopolisé à la fois la conditionnalité dure et la coordination multilatérale, dans une institution dotée en outre de très larges ressources financières qui vont démultiplier ses capacités d'intervention. Toutefois la fonction de coordination aurait pu très bien être assumée par plusieurs autres institutions multilatérales, porteuses elles aussi de ce principe. En 1982, le Fond n'avait qu'une expérience limitée des problèmes de dette, tandis que la Banque Mondiale, l'OCDE et surtout à CNUCED étaient

¹⁵ La fin des Accords de Bretton Woods n'est pas le seul indicateur d'une marginalisation relative du Fonds dans les années qui précèdent la crise de la dette. Déjà dans les années 1960, les initiatives successives pour stabiliser le système monétaire international ont reposé souvent sur la BRI et le G10, notamment si l'on prend en compte l'échec du DTS. Par ailleurs, entre 1973 et 1976, les États-Unis ont adopté une approche relativement conflictuelle des relations économiques internationales, notamment face à l'OPEP et aux pays de l'Est. Ceci s'est traduit par une crise brève mais significative du multilatéralisme, reflétée notamment dans une influence accrue de l'OCDE : création dans son giron de l'Agence Internationale de l'Énergie (1974), et projet avorté d'un très large Fonds d'intervention de change, limité aux seuls pays-membres de cette organisation (Cohen, 1997).

beaucoup plus actives sur ce thème, depuis plusieurs années¹⁶. Tout porte ainsi à penser que le FMI n'a pu occuper la position centrale dans la gestion de crise que parce qu'il avait acquis depuis longtemps le monopole sur le principe de conditionnalité, même défini sous une forme limitative. Quand la problématique de faillite a réémergé brutalement, la nécessité structurelle de cette fonction tierce a été suffisamment forte pour imposer le Fond comme acteur central¹⁷. Bien sur, il a fallu redéfinir profondément la règle d'interaction bilatérale élaborée depuis 1952, pour l'insérer dans un jeu triangulaire entre le pays endetté, ses créanciers et le médiateur multilatéral. Ceci a conduit à articuler dans un régime de dette souveraine, deux expériences historiques distinctes : la transaction entre un crédit multilatéral et des engagements de politique économique, puis la mobilisation de cette relation au sein d'une renégociation de dette relevant d'une logique de faillite. On analyse maintenant comment cette forme d'action collective, à l'échelle internationale, s'est articulée avec la fonction de conditionnalité désormais placée au cœur de l'action du Fonds Monétaire.

La crise mexicaine et l'invention de la 'gestion concertée'

La crise de 1982 a été traitée en deux temps¹⁸. D'abord, il a fallu éviter pour que le drainage des réserves officielles et la chute du change ne conduisent à une rupture complète des paiements extérieurs, susceptible de démultiplier le choc de liquidité sur les banques internationales. En quelques semaines, le gouvernement américain et le G10 ont apporté un crédit-relai tandis que les banques ont accordé collectivement au Mexique un moratoire de trois mois, reconductible¹⁹. La véritable innovation institutionnelle est intervenue en novembre, quand le FMI a conditionné le déboursement d'un crédit de 3,7 milliards de dollars à la mobilisation de 5 milliards de dollars par le collectif des banques privées créditrices du Mexique. Ces dernières étaient menacées d'un défaut formel du Mexique en cas d'échec, ce qui aurait imposé un déclassement des actifs, la formation de larges réserves pour pertes et donc des pertes majeures en capital. L'issue à cette épreuve de force a été

¹⁶ Un cadre global de gestion des rééchelonnements reposant sur une « International Debt Commission » a été adopté en 1980 dans le cadre de la CNUCED, qui n'est pas une institution de Bretton Woods ; il a été promptement oublié, dès 1982. Il ne laissait qu'une fonction d'expertise au FMI, qui apparemment ne s'est pas opposé à cet accord. Sur cet épisode et sur les méthodes de gestion des crises de paiement dans les années 1970, voir Nowzad et Williams (1981), et Group of Thirty (1982); sur le cycle d'endettement des années 1974-1981 on peut voir Bacha et Diaz-Alejandro (1982), Cuddington (1989).

¹⁷ Sur l'expérience de la conditionnalité avant 1982 voir les deux articles de références de Dell (1981) et Gold (1979) ainsi que Dale (1983). Horsefeld 1969, Humphreys 2000.

¹⁸ Kraft (1984) donne une description détaillée de la crise mexicaine de 1982. Voir aussi B. Cohen (1986) sur ce point, ainsi que sur le défaut de paiement de la Pologne en 1981, qui a été le principal accident financier international avant la crise mexicaine ; il n'a pas pris cependant la valeur de précédent, notamment parce que ce pays n'était pas membre des institutions de Bretton Woods.

¹⁹ Alors que le défaut ne portait que sur la dette publique, les succursales new-yorkaises des grandes banques mexicaines ont été victimes dès août d'une ruée des créanciers et déposants. Elles ont été soutenues par les autorités de Mexico, jusqu'à ce qu'à ce qu'il apparaisse que ces interventions épuisaient très vite les réserves de change partiellement reconstituées par le G10, mettant ainsi en question toute la stratégie de *containment* de la crise. On a alors opté pour des cessations de paiements sèches et privées ; à la fin du mois toutes les banques mexicaines ont été nationalisées (Kraft, 1984).

trouvée lorsque le gouverneur de la Réserve Fédérale, Paul Volcker, a précisé que les autorités de supervision ne considéreraient pas ce premier « crédit involontaire » comme un signal que le Mexique était juridiquement en situation de défaut : on ne demanderait pas aux banques de constituer des réserves pour pertes, que ce soit sur les anciens ou les nouveaux encours²⁰.

Pour le Fonds et les autorités américaines, le but était d'éviter à la fois l'extension de la crise vers les systèmes financiers des pays les plus riches et le report complet sur le secteur public du sauvetage du Mexique. Dans le vocabulaire des années 1990, il s'agissait de sortir du piège du *too big to fail*, afin d'assurer la participation du secteur privé au sauvetage (le *bail in*). Mais au lieu de d'opter pour une logique de prêteur en dernier ressort, comme en 1995, quand la sortie des investisseurs privés a été assurée de manière inconditionnelle par les financements publics, on a trouvé une issue relevant de la logique de faillite : le principe du *moratoire* bancaire, puis la formation d'une structure d'action collective, ont permis la renégociation hors-marché de la dette du Mexique, puis celle de dizaines de pays emportés par la contagion financière en 1982 et 1983.

Comment a fonctionné, de manière plus analytique, cette structure d'action collective ? Le premier problème était la représentation des deux principales classes de créditeurs : les créanciers publics bilatéraux ont été coordonnés par le *Club de Paris*²¹, et les banques commerciales ont constitué des *Clubs de Londres*, créés sur une base *ad hoc*, pour chaque pays²². Comme toute situation de sortie de marché, l'objectif était de mettre en place un cadre global de résolution, qui contienne la pression opportuniste des agents, à la recherche d'une issue individuelle à la crise. Pour être efficace, cette procédure devait aussi

²⁰ « In Such Cases, Where new Loans Facilitate the Adjustment Process and Enable a Country to Strengthen its Economy and Service its International Debt in an Orderly Manner, New Credits Should not be Subject to Supervisory Criticism », Paul Volcker, 16 novembre 1982, cité dans Kraft (1984). A la fin de 1982, les créances totales des neuf plus grandes banques américaines envers le Mexique représentaient 44% de leur capital ; leurs avoirs envers l'ensemble des pays en développement et l'Europe de l'Est portait ce ratio à 248% (Cline, 1995).

²¹ Le Club de Paris a été constitué en 1956 pour renégocier la dette bilatérale de l'Argentine ; il n'a pas eu toutefois un monopole complet sur ce type d'opérations avant 1982. Bien qu'il ait servi à bien des égards de modèle pour le Club de Londres, deux différences opposent les deux acteurs, qui seront à l'origine de problèmes sérieux de coordination : d'une part, le Club de Paris n'a accordé qu'exceptionnellement des réductions d'encours à des pays à revenu intermédiaires (Égypte et Pologne en 1990) ; de l'autre, il négocie uniquement le rééchelonnement des dettes passées, et jamais l'extension de nouveaux crédits bilatéraux. Ceci explique que les crédits-relais (*bridge-loans*) apportés par exemple au Mexique en 1982 et 1995 soient passés par le Groupe des Dix, coordonné par la BRI. Le Fonds a un statut d'observateur dans les négociations en Club de Paris, comme en Club de Londres (Rieffel 1985).

²² Lors de toute situation de défaut de paiements, les principales banques internationales forment un *Steering Committee*, chargé de négocier avec les représentants du pays. Il est formé au maximum par une dizaine de banques généralement très engagées, et qui sont coordonnée par un *primus inter pares* ; les engagements pris par ce comité doivent ensuite être validés par les autres banques créditrices, qui peuvent se compter par centaines. Ce comité, appuyé techniquement par un *Economic Committee*, forme un Club de Londres qui n'est donc qu'un ensemble de procédures de négociations. L'expression est apparue au cours des années 1980, bien que la pratique ait émergé progressivement et de manière non-standardisée dans la décennie précédente.

être suffisamment générale pour réguler tous les défauts de paiements qui se sont succédés dans les semaines et les mois suivant la rupture du Mexique. Si elle est souvent fondée, la critique commune du FMI, selon laquelle il imposerait des « recettes » standardisées à des pays très différents, doit aussi prendre en compte l'enjeu systémique de la gestion de crise : en 1982, une règle commune devait s'appliquer à tous, au risque sinon de fractionner la résolution de crise et d'interdire une reprise du marché.

Le point faible de cette action collective était l'interaction, au sein des Clubs de Londres, entre les quelques dizaines de grandes institutions internationales, qui avaient un intérêt majeur à résoudre la crise de manière ordonnée, et les plus petites banques, peu engagées. Pour ces dernières, l'incitation la plus forte était de solder leurs pertes et de se replier au plus vite sur leur marché intérieur, après cette douloureuse aventure. Tout comme le Fonds à la fin 1982, les dirigeants des Clubs de Londres étaient donc exposés à un risque de passager clandestin, qui aurait conduit à une captation des efforts des grandes banques (le *new money*) par les plus petites : ces dernières auraient absorbé rapidement le bénéfice de l'aide internationale, sans que la position du pays et de ses principaux créditeurs ne soit en rien améliorée. C'est pourquoi le coup de force de la fin 1992, face à la crise mexicaine, a surtout scellé l'alliance des grandes banques et des acteurs publics – gouvernements occidentaux et FMI. Le point est confirmé par les deux instruments utilisés : la pression directe des grandes banques sur les petites, qui renvoie à la concurrence imparfaite dans ce secteur ; puis l'intervention plus ou moins discrète des pouvoirs publics²³. Comme pour les pays endettés, la faiblesse tactique des petites banques renvoyait en fait à la surpuissance de leur seule véritable arme – la proclamation d'une situation de défaut, à laquelle les plus gros acteurs auraient eu du mal à faire obstacle (*cross-default clauses*). Mais, contrairement aux années 1930, les gouvernements et les acteurs privés dominants ont établi une structure d'incitations et une règle du jeu suffisamment fortes pour exclure le recours à cette *opt-out option*, comme stratégie rationnelle de sortie de crise – tant pour les débiteurs que pour les créditeurs les moins intéressés à la défense du marché²⁴.

Une fois assurée la représentation des différents intérêts, le succès de la négociation multilatérale reposait, comme dans toute procédure de faillite, sur un « partage du fardeau » équitable et vérifiable, entre d'une part l'effort d'ajustement fourni par le pays, et de l'autre le soutien financier apporté par ses divers créanciers. Imposer des conditions de service trop

²³ Par exemple, dans les premières années de la crise, un accord tacite entre les grandes banques semble avoir interdit tout rachat privé d'un crédit, qui aurait permis aux institutions mineures de sortir de la coordination. Les pressions ont également utilisé les services de paiements fournis par les grandes banques, l'accès qu'elles offrent aux syndications et émissions de titres, ou encore aux opérations de marchés. Certains accords de restructuration ont exclu que l'on verse les intérêts en arriérés aux institutions qui refusaient de contribuer au *new money* ; dans certains cas, une liste noire de ces banques a été établie, qui les exposait à des rétorsions dans leurs transactions avec les banques principales (Kraft 1984, Lipson 1986, Bouchet et Hay 1989, Cohen 1989).

²⁴ En juin 1984, onze pays d'Amérique Latine, conduits par l'Argentine, le Brésil, la Colombie et le Mexique ont constitué le « groupe de Carthagène », destiné à obtenir des conditions financières plus favorables ; ce groupe n'a pas eu d'impact visible sur la résolution de la crise. Cette faiblesse collective des pays du Sud est d'autant plus curieuse qu'au cours de la décennie précédente ils disposaient, à travers le Groupe des 77, qui reposait de fait sur la CNUCED, d'une plate-forme internationale solide mais qui s'est elle aussi affaiblie à partir de 1980.

dures au pays, ou bien une part trop faible aux bénéficiaires de l'ajustement, risquait de le pousser vers le défaut unilatéral. Inversement, un traitement trop accommodant pouvait rendre la restructuration trop facile, et donc trop tentante pour un grand nombre de pays pourtant capables de servir normalement leur dette : cette situation d'aléa moral aurait conduit à un affaiblissement de la discipline de marché, voir à son déclin²⁵.

Ici s'insère l'action du FMI. Dans un premier temps, le pays signait avec lui un programme de stabilisation, associé à un crédit, qui faisait l'objet d'une surveillance précise, l'objectif à terme étant d'assurer les conditions économiques d'un retour sur les marchés. Cet accord conditionnait le déboursement d'autres prêts multilatéraux et permettait d'ouvrir des négociations avec le Club de Paris, puis le Club de Londres. L'objectif était de résorber les arriérés accumulés depuis la cessation de paiement, de garantir le bouclage de la balance des paiements sur la durée du *stand-by* et, si tout se passait bien, de permettre le retour du pays sur les marchés. Cela étant, il ne fallait pas que le Fonds reçoive un pouvoir de négociation excessif, pouvant le conduire à suivre des objectifs propres : ceci aurait pu porter atteinte à la crédibilité de sa fonction médiatrice et donc à l'ensemble de la procédure. Il lui était donc interdit de débloquer ses crédits avant que les négociations avec les créanciers aient abouti, même si l'accord *stand by* était acquis. Cette règle s'exprimait par l'interdiction qui lui était faite de prêter à des pays en arriérés sur leur dette (*lending into arrears*), qui n'avaient donc pas normalisé leur position avec leurs créanciers. Cette clause équilibrait tout le dispositif de *concerted lending* : bon gré mal gré, le secteur privé a contribué à l'ajustement des pays, conjointement aux créanciers publics, et en bénéficiant des assurances apportées par la conditionnalité.

Il est alors un peu réducteur d'analyser la contribution financière du FMI selon une logique simple d'intermédiation. Certes, entre 1982 et 1990, la part des créances multilatérales est devenue nettement supérieure à celle des crédits privés, dans la structure d'endettement des pays en développement ; dans le cas du FMI, ceci reflétait certainement la dérive d'une fonction d'ajustement vers une fonction d'aide, ou de banque de développement, présente implicitement depuis la création de l'*Extended Fund Facility* en 1974, puis de la *Structural Adjustment Facility* en 1985. Mais ceci ne rend pas compte de la fonction stratégique désormais assumée par le Fonds, dans laquelle ses crédits exerçaient un effet de levier décisif sur la stratégie coordonnée de *bail-in* du secteur privé. En effet, si l'arbitrage et la supervision du Fonds n'avaient engagé aucun apport financier de sa part, il aurait eu beaucoup moins de crédibilité et sa fonction se serait réduite progressivement à celle d'une agence de notation officielle. Ceci se comprend bien si l'on considère l'enjeu d'information, qui est au centre de toute résolution de faillite : contrairement à l'image habituelle, elle n'est pas en effet une donnée positive, qu'il faudrait collecter et distribuer, mais elle est produite par la négociation et l'interaction entre le Fonds et le pays. Moins bien armé, le FMI aurait eu beaucoup plus de difficulté à extraire l'information des différents acteurs et à la collectiviser dans le processus de négociation, qui en aurait été lui-même très affaibli. Pour cette raison, les crédits du Fonds ne doivent pas être analysés selon une logique contractuelle privée, dans laquelle la conditionnalité aurait pour fonction de

²⁵ Sur la théorie de la dette souveraine, voir notamment Eaton et Gersowitz (1981), Eaton, Gersowitz et Stiglitz (1986), Cooper et Sachs (1985), D. Cohen (1991).

renforcer ces propres créances, et, par extension, celles des autres classes créanciers. En fait, la relation fonctionne en sens inverse : c'est la conditionnalité qui est renforcée par les crédits du Fonds et qui, ainsi armée, peut mieux s'insérer dans la relation stratégique entre le pays endetté et ses créanciers²⁶.

Du 'concerted lending' à la solution de marché

De 1983 à 1987, la stratégie du *concerted lending* a permis d'essayer à peu près toutes les combinaisons financières possibles, entre l'allongement de la maturité de la dette, la capitalisation d'intérêt, l'apport d'argent frais et l'ajustement interne (Cline, 1995 ; Husain et Diwan, 1989). Son expression la plus ambitieuse a été le Plan Baker (1985), fondé sur un effort exceptionnel des banques commerciales et multilatérales, et sur un premier « renforcement » de la conditionnalité : elle est passée d'un ajustement à court terme à des programmes plus globaux, devant réformer les règles du jeu internes de ces économies afin d'assurer une reprise durable de la croissance. Cette généralisation du concept d'« ajustement structurel », apparu au début de la décennie, a contribué à introduire la Banque Mondiale dans la gestion de la crise. Elle a aussi marqué l'acte de naissance du « Consensus de Washington », promis à un bel avenir : retrait de l'État, privatisations, ouverture extérieure, orthodoxie financière²⁷.

Sur le plan financier, le programme Baker a connu toutefois un échec rapide, qui a accéléré le déclin du *concerted lending* et du jeu coopératif sur lequel il reposait. Dès 1987, l'accentuation de la crise dans de nombreux pays et l'affaiblissement des règles de coordination entre banques privées ont reflété l'impasse d'une stratégie fondée sur l'hypothèse d'une simple crise d'illiquidité : le provisionnement des pertes privées et les larges décotes sur le marché secondaire de la dette ont rendu manifeste le constat d'insolvabilité mais ouvert aussi la voie à une décoordination croissante des créanciers privés. La réponse politique a été le lancement de l'« initiative Brady » (1989), qui a mis un terme à la crise de la dette, au moins pour les « pays à revenu intermédiaires »²⁸. D'une part, les créances bancaires étaient réduites dans des proportions importantes quoiqu'inférieures aux décotes de marché : ceci achevait *de facto* la résolution de la crise, côté débiteurs, et allait leur rendre accès aux marchés. D'autre part, ces crédits étaient échangés contre des obligations négociables en dollars, bénéficiant d'une garantie partielle

²⁶ Ceci fait ressortir le caractère exceptionnel de ce type d'intervention : dans l'entre-deux-guerres, la Société des Nations a bien exercé une fonction de conditionnalité mais les crédits financiers étaient apportés par les Banques centrales de ses principaux pays-membre ; inversement, la Banque des Règlements Internationaux, créée en 1931, était dotée de capitaux propres importants mais n'a pas exercé de fonction de conditionnalité.

²⁷ L'expression « Consensus de Washington », inventée par John Williamson (1990), est devenue souvent le synonyme de l'orthodoxie « néo-libérale » des années 1990 ; on peut rappeler toutefois que la liste des réformes de structure dressée dans cet article n'inclut pas la libéralisation des mouvements de capitaux à court terme.

²⁸ Le principe d'une « solution de marché » a été avancé pour la première fois par Kenen (1983). Voir notamment pour des approches plus analytiques : Frenkel, Dooley et Wickham (1989), Krugman (1989), Sachs et Huizinga (1987). Des techniques reflétant leur extension avant 1987 incluaient l'offre d'*exit bonds*, proposé sous décote aux banques, ou bien divers programmes de *debt/equity swaps* (Cline, 1995).

– les *Brady Bonds* ²⁹. La différenciation entre ces deux temps est cruciale, puisque le premier clôturait la crise d'endettement, alors que le second orientait les conditions dans lesquelles se ferait le retour dans les marchés.

Ce serait toutefois un contresens que d'interpréter cette sortie de crise comme la victoire d'une « solution de marché », marquant l'échec du régime de faillite défini en 1982. Plusieurs années ont certes été nécessaires pour établir un constat d'insolvabilité et en tirer toutes les conséquences ; le coût économique et social pour les pays touchés a été extrêmement élevé. Cela étant la logique d'une négociation hors-marché, arbitrée par un acteur public, est restée déterminante. D'abord, la garantie partielle des *Brady Bonds* et la conditionnalité du Fonds Monétaire ont apporté les assurances pour que la réduction de dette paraisse « unique et définitive » et n'ouvre pas sur une dynamique d'aléa moral. Le taux de réduction accordé à chaque pays a aussi été décidé par le Fonds, à qui il est revenu, en large mesure, de décider quels pays bénéficieraient de ce programme. À *contrario*, la sortie de crise aurait été bloquée s'il n'avait pas été possible de réécrire les contrats de dette afin de tirer *formellement* les conséquences du provisionnement des pertes et de la décote massive des titres sur le marché secondaire (plus de 50% en moyenne, à la fin de 1988). Pour solder les comptes des pays endettés et leur rouvrir les marchés, il fallait en effet entériner la dévalorisation de ces créances, sous la forme d'une réduction partielle mais définitive de leurs obligations *contractuelles* de paiements. Or le retour des *titres de dette* sur un marché *secondaire* ne peut aucunement assurer le retour de l'*emprunteur* sur le marché *primaire*. Seule une procédure négociée et arbitrée peut donner ce second résultat.

Le plus probable est qu'à la fin des années 1980, en l'absence de règlement, les dettes seraient restées dans les comptes des pays endettés, tout en continuant de se dévaloriser, parallèlement au déclin de ces économies. L'issue logique aurait été le rachat progressif par les pays de leur propre dette, sur les marchés secondaires (*buy-back*) et à des prix d'autant plus bas qu'ils auraient été incités à pousser les cotations à la baisse, par des arrêts de paiements tactiques. On aurait alors répété la leçon des années 1930 contre laquelle Keynes met en garde les inconditionnels de la discipline de marché : la mort lente d'une mauvaise dette, en l'absence d'une règle de faillite efficace, reste la meilleure méthode pour tuer un marché financier. Mais plutôt que la généralisation de l'*opt out* individuel, les années 1980 ont apporté une leçon plus subtile. D'un côté, la logique du marché a exercé des pressions centrifuges sur la coordination de faillite établie en 1982 :

²⁹ Entre 1989 et 1995, quinze pays, souvent de très grande taille, ont bénéficié de ce programme, pour un total de dette de près de 200 milliards de dollars ; les encours de dette ont été réduits en moyenne de 31% sur leur valeur faciale. La resolvabilisation des pays endettés s'est manifestée de nombreuses manières-, notamment par un retour quasi-immédiat sur les marchés, à des taux peu pénalisants, supérieurs de 80 points de base en moyenne à ceux des emprunteurs n'ayant pas bénéficié d'une réduction (Cline, 1995). Selon la Banque Mondiale (1993) la valeur de marché de la dette de tous les pays bénéficiaires a augmenté dès l'annonce de la réduction de créance : l'augmentation anticipée du flux de paiement actualisé validait ainsi la thèse d'un courbe de Laffer de la dette, avancée notamment par Krugman (1989). Enfin, on a observé aussi de nombreux signes de stabilisation macroéconomique sur le plan interne : la baisse perçue du risque de défaut ou de monétisation de la dette publique, la plus grande crédibilité acquise du même coup par la politique monétaire et la politique de change, ont validé cette resolvabilisation et offert aux agents un environnement beaucoup plus stable et prévisible. Pour un bilan des plans *Brady*, voir notamment Cline (1995) et Banque Mondiale (1993).

cette dernière était soumise à une obligation de résultat, qui aurait été sanctionnée à défaut par une auto-dissolution mettant hors de portée le bien public qu'elle devait produire. Cela étant, les États endettés n'ont pas répudié leur dette ou rejeté l'intervention médiatrice du Fonds ; les créanciers privés sont aussi rentrés dans le jeu institué lorsqu'une option cohérente de résolution leur a été proposée. Le mécanisme de marché a donc rendu manifeste la perte de valeur des créances et cette information a précipité le passage des investisseurs à une stratégie d'absorption privée des pertes ; enfin, celle-ci a pris une forme ordonnée et formalisée grâce au Plan Brady, qui a assuré le retour sur les marchés des États.

La conditionnalité : une relation ambiguë

L'expérience de l'avant-guerre et des crédits *stand by*, puis surtout celle des années 1980 permettent de tirer un certain nombre de leçons importantes quand au fonctionnement de la conditionnalité et aux caractères permanents de ce concept. Il ressort d'abord que cette relation est issue historiquement de la renégociation des dettes souveraines : elle naît, positivement, de l'émergence d'une procédure contractuelle de résolution des défauts de paiements, fondée sur une logique de faillite. Elle a émergé au début du XX^e siècle, quand la gestion des crises de paiements souveraines est passée d'un objectif de restauration des créanciers dans leur droits, à la recherche d'une resolvabilisation du pays endetté qui lui rende accès aux marchés de capitaux internationaux, grâce à un partage des coûts d'ajustement. Cette fonction a alors été prise en charge par un acteur tiers, chargé d'arbitrer et de garantir une transaction nécessairement fragile avec un État souverain : non seulement il faut assurer un partage du coût de l'ajustement avec les créanciers, mais il faut aussi garantir la cohérence inter-temporelle c'est-à-dire l'équité *ex post* des engagements.

La conditionnalité est toujours restée inscrite dans cette position intermédiaire : elle n'a jamais fait l'objet de tentatives durables de captation par l'une ou l'autre des parties, dans une relation explicite de principal à agent. Collusion, transactions monétaires et instrumentalisation ont certes été souvent la règle, mais les acteurs sont restés formellement distincts. Ainsi, dès lors que les États ont identifié un bien commun dans la résolution ordonnée d'une faillite souveraine, ils ont toujours donné une dimension multilatérale à leur intervention, que ce soit en Grèce en 1898, en Autriche en 1922 ou en Corée en 1997³⁰. De même, dans la période moderne, les banques n'ont jamais tenté de superviser directement la politique économique de l'État endetté, dans un cadre qui conditionnerait l'actualisation de telle ou telle clause du contrat financier (verser ou non une nouvelle tranche, réduire ou augmenter les taux d'intérêts, etc.). Troisième constat, la forme de la conditionnalité, et notamment son degré d'institutionnalisation, est étroitement liée aux règles de coordination des différentes classes de créanciers. Le Fonds Monétaire d'après 1982 apparaît alors comme l'aboutissement non-déterministe, et donc réversible, de ces deux tendances qui impliquent *la délégation d'un pouvoir d'arbitrage à une institution qui développe des règles propres d'intervention et de décision* (Kahler et Lake, 2000).

Si l'on passe de la position de la conditionnalité entre les différents acteurs de la crise, à l'interaction bilatérale entre le Fonds et le pays, des caractères originaux ressortent à nouveau fortement. Ils interdisent en particulier de poser la conditionnalité comme un

³⁰ Voir Rosenberg (1999), Borchard (1952), Wynne (1952).

substitut, dans un cadre souverain, aux multiples techniques de protection des droits privés formalisés par la microéconomie des contrats (collatéral, règles de renégociation, clauses de *monitoring*, appel à la justice commerciale, etc). Une telle interprétation, souvent sous-jacente au débat sur la conditionnalité, est réductrice parce qu'elle ne prend pas en compte la procédure collective de renégociation dans laquelle la conditionnalité se forme.

Ainsi, Joseph Gold (1979), qui a établi la doctrine juridique du Fonds, souligne qu'au sens strict, la conditionnalité n'a pas juridiquement de caractère contractuel. Il met en avant le caractère trop imprécis des engagements de politique économique et, surtout, le principe que le Fonds n'est pas contraint lui-même par la conditionnalité; ainsi les *Lettres d'Intention*, qui résument les engagements de politique économique, ne sont signées que par les autorités du pays qui les souscrit, le Fonds rendant public *séparément* l'octroi d'un crédit. En particulier, les critères quantitatifs (*targets*) ne sont pas des clauses contingentes qui le contraindraient à répondre de manière prédéterminée en cas de non-respect. Elles ne sont que des indicateurs au service d'un suivi plus général de la politique économique, sur laquelle se fonde l'interaction stratégique. Le Fonds dispose donc de marges de manœuvre discrétionnaires très importantes : « l'inéligibilité et la limitation [des crédits ouverts à un pays] sont des instruments discrétionnaires du Fonds » (ibid, p. 20). Deux différences profondes opposent ainsi la conditionnalité aux formes habituelles de protection et de surveillance des contrats financiers privés.

D'abord, elle prolonge dans le temps la logique d'action collective, propre à la résolution faillite : elle préserve cette instance de régulation entre débiteurs et crédateurs, au lieu qu'elle s'éteigne une fois l'accord conclu, lorsque le juge de faillite se retire de la scène et laisse place à l'échange ordonné des engagements. La stabilité de la relation avec le pays débiteur repose surtout sur la répétition des échanges dans le temps. Pré-conditions à un accord, versement du crédit par tranches, obligation de consultations pendant la durée du *stand-by*, bilan intermédiaire, évaluation après extinction : tels sont les points sur lesquels les *Guidelines on Conditionality* de 1979 sont les plus précis et sur lesquels la pratique ultérieure s'est abondamment développée³¹. Dans ce jeu séquentiel, la modification des engagements de politique économique ne peut pas s'assimiler à la renégociation d'un contrat privé. Les huit *Lettres d'Intention* signées par la Thaïlande entre août 1997 et avril 1999, ou les neuf *Lettres* coréennes qui se sont succédées depuis décembre 1997, ne reflètent pas autant de ruptures d'un contrat antérieur, même implicite : elles témoignent de la poursuite d'une relation de négociation, dans laquelle les engagements pris sont par nature exposés à être modifiés, mais où ils sont aussi adossés à des menaces crédibles.

Ensuite, les capacités discrétionnaires importantes laissées au Fonds ont pour objet de compenser le caractère très incomplet de toute tractation avec un État souverain. Cette relation est bien fondée sur des engagements réciproques, s'échelonnant dans le temps. Mais son originalité n'est pas tant de mobiliser un pouvoir de contrainte exceptionnel,

³¹ Ceci tranche en particulier avec la pratique du GATT et de l'OMC qui ont établi des règles d'arbitrages beaucoup plus dures, à la fois quand aux procédures de règlement des différends et au degré de contrainte auxquels sont soumis les États-membres. La régulation des échanges financiers et commerciaux, à l'échelle internationale, se pose ainsi en des termes opposés : le constat confirmé par l'histoire longue des accords et négociations commerciales, par opposition à une régulation finalement récente des relations monétaires.

conféré par les actionnaires du Fonds, et qui permettrait par hypothèse d'enserrer le pays en crise dans des contraintes positives. La conditionnalité du FMI ne « mime » pas les règles légales et contractuelles qui régulent les contrats privés : elle intègre pleinement la spécificité des contrats avec un souverain et elle se place sur le *même plan* – contrairement aux créanciers privés qui renégocieraient seuls une dette. Ce caractère se reflète dans sa qualité non-contractuelle ainsi que dans des éléments d'*ambiguïté constructive*, attachés à une renégociation séquentielle.

Cette originalité expose toutefois la relation à des faiblesses patentes. Elle peut se rompre d'elle-même, un acteur peut imposer un rapport de force très asymétrique, enfin son caractère ouvert l'expose aux pressions d'acteurs tiers, notamment les principaux actionnaires du FMI. C'est pourquoi toute évolution marquée dans la forme ou le contenu de la conditionnalité peut déséquilibrer aussi le cadre d'action collective dans lequel elle s'inscrit. Tel est le risque entr'aperçu dans la phase finale de la crise des années 1980 ; tel est surtout l'enjeu apparu au cours des années 1990, marquées par une large inflation sur le plan du *contenu* de la conditionnalité.

Certes, la tendance est intrinsèque à la relation. Déjà après la mise sous tutelle d'une partie de l'administration fiscale de l'Empire Ottoman, après le défaut de paiement de 1876, l'institution de contrôle créée par les créanciers privés s'était rapidement engagée dans des politiques d'offre, destinées à assurer la croissance des recettes et, au-delà, à améliorer le crédit international du pays (Wynne, 1951). En 1969, la formalisation de la conditionnalité, lors de la première réforme des statuts du Fonds, avait notamment pour objectif de limiter le nombre des objectifs intermédiaires attachés aux crédits *stand by*, dont le gonflement avait été critiqué par les pays en développement. La même dérive est apparue, de manière de plus en plus forte depuis le Plan Baker. Pour une part, elle répond à un élargissement spontané des objectifs du Fonds, de l'ajustement à une situation de crise, au traitement des causes « structurelles » de la crise.

Mais un second facteur, de nature toute différente, s'est ajouté au cours des années 1990 : dans l'Europe post-communiste, le FMI a pris une place de premier plan dans la définition et le suivi de très larges projets de transition au marché qui, de fait, l'ont conduit à se saisir au moins virtuellement de tout élément de politique publique. Sans doute une forme d'illusion lyrique a-t-elle aussi saisi l'institution qui, engagée dans une opération d'ingénierie économique sans pareil, s'est vue œuvrer, dans un moment historique, aux côtés des défenseurs de la démocratie, des Droits de l'Homme et du progrès. La même démarche était clairement présente au cours de la crise en Asie sur laquelle le discours officiel du Fonds affirmait clairement la nécessité de restructurer en profondeur la gouvernance privée et publique des pays en crise. On est donc loin des négociations avec les banquiers et les avocats d'affaire new-yorkais qui avait jalonné les années 1980.

Cet élargissement de l'horizon de la conditionnalité a été une source majeure de dérèglement. Non que le FMI n'avait à pas intervenir en Europe de l'Est, ou que son action soit incompatible avec le progrès politique. Le problème est qu'à cet élargissement du champ d'intervention a correspondu un *affaiblissement* de la structure d'action collective dans laquelle elle s'insérait jusque là. La conditionnalité n'est plus, dans les années 1990, l'instrument qui permettait de mobiliser des intérêts privés et publics, vers un objectif

précis et identifiable dont la qualité de bien commun était aisée à appréhender – le retour sur le marché d'un État en cessation de paiement. Cette relation, instituée lors de la crise mexicaine de 1982, conférait en effet au FMI un *pouvoir spécifique*, limité à la résolution de ce problème, à l'intérieur de règles du jeu crédibles auxquelles il était de fait soumis. Or depuis les Plans Brady, ce cadre d'action collective n'a pas été remplacé. La conditionnalité s'est en somme repliée sur une tractation bilatérale qui, du coup, s'est-elle aussi considérablement affaiblie. L'appauvrissement de la structure d'action a donc eu pour corollaire une réduction du pouvoir qu'elle produisait, ou de la capacité de gouvernance collective qui émanait de cette règle du jeu complexe, au centre de laquelle se trouvait le FMI. La conséquence est que le conditionnalité a perdu en large mesure sa capacité à peser sur les comportements et les anticipations des agents, et en particulier à contenir les tendances à l'opportunisme tactique que comporte nécessairement cette tractation répétée. L'exemple de la Russie, entre 1995 et 1998, n'est ici que le plus frappant. D'un côté l'approche du FMI était clairement systémique et globale, de l'autre elle ne conditionnait pas fortement l'accès à des sources de financement extérieur. *In fine*, c'est la logique de défense de l'ordre des marchés, et donc de la continuité des transaction qui s'est imposée à la conditionnalité, sous la forme d'un très large aléa moral.

Il faut voir un vrai symptôme dans cette conditionnalité dont le contenu s'est gonflé démesurément, alors que le principal levier par lequel elle s'appliquait se réduisait, face à des marchés devenus beaucoup plus puissants et autonomes. C'est pourquoi, l'enjeu de coordination qui sous-tend la crise actuelle de la conditionnalité ouvre sur un enjeu politique. Le cadre d'action collective dans lequel elle s'inscrivait dans les années 1980 s'est considérablement affaibli tandis que l'institution se donnait, ou recevait des fonctions de régulation de plus en plus large, impliquant une relation de plus en plus forte, et donc politiquement chargée, avec les États-membres. Parce que le Fonds lui-même défend maintenant des objectifs globaux – par exemple limiter la contagion internationale – il ne peut que se transformer, tendanciellement, en un acteur politique de plein droit qui est amené à s'insérer dans l'économie politique locale des réformes afin d'accroître ses propres chances de succès. Ceci soulève un enjeu de légitimité, et inclue la gouvernance propre du Fonds, encore ancrée dans des principes multilatéraux : dès lors qu'il défend un projet, ou une règle de gouvernance économique, il n'est plus tout à fait l'expression bienveillante du collectif des États-membres. La contrepartie à ses nouvelles fonctions devrait être un large apport de légitimité politique, qui ne pourrait que mettre en question les fondements sur lesquels il s'est construit depuis 1944, et plus largement ceux qui président à la coopération entre États souverains. C'est dans ce contexte qu'est apparu le thème du prêteur en dernier ressort international, qui a été approché à travers la relation de conditionnalité, alors même qu'il démarque une forme d'action publique toute différente.

4- LES ANNÉES 1990 : LE DÉCLIN DE LA NÉGOCIATION ET LA POSTURE DU PRÊTEUR EN DERNIER RESSORT

Au début des années 1990, la résolubilisation des pays bénéficiaires d'une réduction de dette leur a rendu un accès presque instantané aux marchés ; ceci a été à l'origine d'une reprise puissante des flux de capitaux vers les économies désormais qualifiées d'« émergentes », après que beaucoup aient été « nouvellement industrialisées », avant 1982 ou 1914. Toutefois, ce nouveau cycle d'ouverture financière a pris une forme très différente de celui des années 1970. La création *ex nihilo* d'énormes marchés désintermédiés de dette publique (les *Brady Bonds*), ajoutée à une libéralisation rapide, tant sur le plan interne qu'externe, a contribué à une croissance très rapide du rôle des marchés dans le financement externe de ces économies: actions, bons du Trésor en monnaie locale (cf. les GKO russes), obligations privées, papier commercial (les *Bills of trade* thaïlandais), contrats dérivés, etc.

Ce mouvement de croissance quantitative s'est prolongé par une large diversification qualitative des investisseurs et des opérateurs de marché : ils ne se limitent plus à un groupe étroit de grandes banques internationales, mais incluent désormais des milliers de fonds d'investissements, de compagnies d'assurances, de trésoriers de grandes entreprises, bientôt d'investisseurs individuels. Ce mouvement a son pendant du côté des émetteurs, qui ne sont plus seulement des États souverains mais aussi des collectivités locales, des banques, des compagnies financières, enfin des entreprises privées, cotées ou non en Bourse. De manière croissante, la balance des capitaux des économies émergentes reflètent ainsi les décisions de milliers d'agents, plus ou moins bien identifiés, aux bilans plus ou moins solides et plus ou moins bien connus, et qui sont soumis à des contraintes et des incitations légales, fiscales ou comptables les plus diverses. Il y a peu de points communs, par exemple, entre une banque américaine majeure qui a prêté des centaines de millions de dollars au Mexique, en 1981, et un fond de retraite qui alloue 8% de son portefeuille aux marchés émergents, en 1994, dont une fraction est investie dans ce même pays.

Cette évolution pèse sur les dynamiques d'ajustement des marchés mais aussi sur la capacité à définir des mécanismes cohérents de gestion de crise. Depuis l'épisode mexicain de 1995 jusqu'à l'Asie et au Brésil (1997-99), la crise de la gouvernance financière internationale est d'abord une crise de coordination. On ne dispose plus désormais d'un cadre solide, définissant une procédure ordonnée de gestion de crise, dans laquelle les cas individuels sont traités de manière relativement homogène (cf. le paradigme de 1982, le Plan Baker, le Plan Brady, etc). Au contraire, on a vu une succession de réponses plus ou moins *ad hoc*. L'expérience s'est accumulée mais, dans chaque cas, la stratégie de coordination était largement improvisée. Interaction avec le secteur privé, renégociation des dettes, garanties publiques des créances, définition d'une « seconde ligne de défense » : sur aucun de ces plans on n'a vu émerger un nouveau « régime international », comparable à celui des années 1980. Ce déclin des instruments d'action publique internationale a été illustré par la crise mexicaine qui a conduit à un *bail-out* inconditionnel des opérateurs privés, et non à leur *bail in* à l'intérieur d'une structure de négociation.

La difficulté à contenir les dynamiques de contagion et à parvenir à un partage des coûts d'ajustement a contribué à polariser le débat international : le Fond Monétaire a été

d'autant plus critiqué et contesté qu'il intervenait en première ligne, de manière très discrétionnaire, au lieu d'être l'opérateur d'un régime de règle, dont les capacités d'initiative étaient définies *ex ante*. Toutefois, le bilan n'est pas univoque : un certain nombre d'évolutions ont aussi témoigné de l'émergence de nouvelles formes d'intervention, fondées plus ou moins fermement sur le principe du prêteur en dernier ressort. On a ainsi observé un glissement dans les objectifs poursuivis par les plans de soutien international : de la stabilisation des pays en crise et de leur *retour* sur les marchés, on est passé de plus en plus nettement à la défense de l'ordre des marchés et au *maintien* des pays dans les échanges.³² On a donc vu apparaître une nouvelle catégorie de pays « systémiquement importants » définis moins par les opportunités qu'ils offrent aux investisseurs privés (les « marchés émergents ») que par les problèmes nouveaux qu'ils posent aux régulateurs publics. Une conséquence durable sera sans doute une différenciation plus profonde entre, d'une part, une quinzaine d'économies du sud profondément insérées dans les marchés internationaux et, de l'autre, la masse des pays en développement dont les problèmes resteront traités avec les instruments multilatéraux classiques. Un corollaire de ces évolutions a été un gonflement énorme des fonds mobilisés à l'appui des premiers pays, qui est en soi le signe d'un changement de régime. Dans les années 1980, les plus gros programmes de stabilisation pour le Brésil ou le Mexique mobilisaient au maximum cinq milliards de dollars (de l'époque), dans un cadre où le FMI intervenait généralement seul. Les engagements des autres agences multilatérales étaient pris en compte dans les projections financières, mais non dans la réponse immédiate à la crise. À *fortiori*, la mobilisation du G10 et de la BRI restait exceptionnelle et se limitait à des crédits-relais, dans l'attente d'un programme de moyen terme (Mexique en 1982, Brésil en 1987, Hongrie en 1990, etc).

Il est effectivement aisé de reconnaître, derrière ces évolutions, le profil reconnaissable entre tous du prêteur en dernier ressort, qui intervient de manière unilatérale et inconditionnelle, pour restaurer l'ordre des marchés et la stabilité du système de paiement. Il n'est pas interdit non plus de voir dans cette nouvelle logique d'intervention les formes émergentes d'une nouvelle régulation, encore partielle, et qui à terme pourrait, éventuellement, répondre aux enjeux de la globalisation et de la désintermédiation du financement international. La tendance à substituer des ajustements de marché à la renégociation des dettes n'est pas en effet une conséquence fâcheuse de cette mutation mais, à bien des égards, elle en est un objectif, présent en particulier dans la conception des

³² La véritable rupture dans le débat de politique financière internationale date de la crise mexicaine, identifiée d'emblée comme « la première crise du XXI^e siècle » (Camdessus). Dès le Sommet de Halifax, en juin de la même année, le G7 a établi le constat d'une insuffisance des instruments de gouvernance internationale, notamment des moyens financiers du Fonds ; en septembre, l'accroissement des Accords généraux d'emprunts a permis au Fonds d'adopter un nouveau « mécanisme de financement d'urgence » devant permettre des déboursements plus rapides et plus massifs qu'auparavant (FMI 1995). Le Groupe des 10, coordonné par la BRI a publié au début de 1996 un rapport influent sur l'insertion des économies émergentes dans les marchés de capitaux, qui a notamment appelé la création de mécanismes de renégociation des obligations internationales ; cette proposition sera reprise ultérieurement par le G7. Voir *Group of Ten* (1997) ; les mêmes thèmes sont développés dans Goldstein et Turner (1996) et Goldstein (1996) ; sur l'impact du Sommet de Halifax, voir les contributions réunies dans Kenen, 1996. Sur l'évolution de l'agenda international et le débat plus large sur la « nouvelle architecture internationale » voir aussi Coeuré et Pisani-Ferry (2000), Eichengreen (1999).

programmes Brady. Il peut être alors très tentant de poser le débat actuel sur l'architecture financière internationale dans des termes directement tirés de l'expérience de l'étalon-or, avant 1914. L'absence de prêteur en dernier ressort confrontait alors les autorités monétaires à des crises bancaires répétitives, porteuses de récessions et de déflations, cela dans un monde de libre-échange, de finance très libéralisée, d'inflation basse et d'ancrage fixe des taux de change³³. Alors que les nouvelles règles du jeu international présentent des caractères proches, les crises des économies émergentes trouveraient pour partie leur réponse dans cette expérience historique : la formation d'un prêteur en dernier ressort international donnerait aux marchés de capitaux internationaux une plus grande stabilité. Cet instrument rendrait aux acteurs publics une capacité de réaction face aux nouveaux enjeux systémiques nés de la « course en avant » des acteurs privés dans une économie toujours plus « globalisée ».

On s'attache maintenant à analyser, à la lumière de ces expériences récentes, l'interaction entre les logiques de la renégociation financières et les formes nouvelles d'intervention unilatérale, non-coordonnée, dont l'objet premier est de contenir la contagion. Ceci prolonge l'analyse de l'évolution de la règle de faillite qui a permis de gérer la crise des années 1980, mais dont les principes et les acteurs majeurs restent encore présents. Pour cela, on analyse l'évolution récentes des règles d'engagements du FMI, notamment celles qui régissent la nouvelle *Ligne de Crédit Contingente* (LCC). On tente ainsi, à partir de ces innovations à caractère expérimental, de mieux apprécier les conditions qui présideraient à la formation d'un éventuel prêteur en dernier ressort international, et les enjeux de gouvernance internationale que ce projet soulève.

La Ligne de Crédit Contingent du FMI : un symptôme

Si l'on s'en tient maintenant à l'analyse des conditions dans lesquelles une action en dernier ressort peut s'envisager plan international, deux innovations récentes dans les instruments d'action du Fonds Monétaire retiennent l'attention. La plus opérationnelle a été la création d'une ligne de crédit (*Supplemental Reserve Facility*) répondant explicitement à la menace de contagion, et qui a rompu pour la première fois avec l'article VI du Fonds interdisant le financement des balances des capitaux ; créée en décembre 1997, elle a été mobilisée le lendemain même au bénéfice de la Corée. Cela étant, la rupture la plus forte par rapport à la doctrine du Fonds Monétaire a été introduite en avril 1999 par la *Ligne de crédit contingente* (CCL), restée à ce jour inutilisée (*Contingent Credit Line*). L'innovation porte en effet au cœur des règles d'intervention antérieures, centrée sur la jurisprudence de la conditionnalité, et par laquelle des engagements mutuels se négocient et s'échangent séquentiellement. Cette relation est certes préservée formellement, mais elle est inscrite dans une démarche préventive, qui en fait redéfinit complètement l'interaction entre les deux partenaires. Le principe est désormais celui de l'assurance : l'accord est négocié alors que le pays n'est pas en situation de crise, et les engagements multiples pris alors, puis le *track-record* du pays, autorisent son accès à un large crédit, en cas de « perte de confiance des marchés, à la fois soudaine et paralysante (*disruptive*), se reflétant dans une pression sur le compte de capital et sur les réserves officielles ». On est donc bien sorti de la logique d'un soutien à des ajustements économiques rendus nécessaire par une crise identifiée, la

³³ Sur l'expérience du prêteur en dernier ressort avant 1914, voir notamment Bordo (1990).

mobilisation de la LCC devant répondre explicitement à une crise exogène, c'est-à-dire à un effet de contagion. Au contraire, des déséquilibres issus du pays lui-même l'exposent à voir son accès à la LCC suspendu.

Le caractère révolutionnaire de cette règle nouvelle d'intervention explique qu'elle ait fait l'objet d'un « discours de la méthode » très développé (FMI, 1999d). Pour la première fois, au lieu que la doctrine suive l'expérience, comme cela avait été le cas depuis l'invention du *standy by*, en 1952, le Fonds Monétaire s'est engagé dans une démarche inverse. L'avantage est que ceci permet d'identifier de manière précise les interactions attendues entre les différentes classes d'agents dans un cadre qui apparaît désormais comme la meilleure approximation disponible d'un prêteur en dernier ressort international. Un trait marquant ressort d'emblée : face au pays qui signe ce nouveau type d'accord, le Fonds protège de manière ostensible ses capacités d'action discrétionnaire. Ceci se reflète notamment dans une activation de la ligne de crédit qui repose *in fine* sur le « jugement » du Conseil du Fonds, c'est-à-dire celui de ses principaux actionnaires. En d'autres termes, il ne suffit pas d'avoir suivi à la lettre les engagements contractés initialement pour obtenir le soutien de la LCC, face à une crise. On précise aussi que des clauses supplémentaires de conditionnalité pourront être ajoutées à chaud, lorsque l'engagement de la ligne sera décidé. En d'autres termes on n'est pas devant un vrai contrat d'assurance et on s'éloigne aussi de la pure logique d'un prêteur en dernier ressort³⁴. L'accès à la ligne n'est pas absolument contingent au sens où, conformément cette fois-ci aux principes d'action traditionnels du Fonds, celui-ci refuse de se lier absolument les mains comme le ferait un acteur privé. Il reste ainsi dans son cadre d'interaction traditionnel marqué par la spécificité des acteurs souverains avec lesquels il négocie. Une dernière spécificité à la position du FMI dans le cadre de la LCC est que, de manière assez curieuse, la *conditionnalité* est définie explicitement en relation avec la *surveillance*, selon l'article IV du Fonds Monétaire. Appliquée à tous les pays-membres, cette relation renvoie à une fonction de régulation globale du Fonds, limitée de fait, depuis 1973, à des enjeux d'information et d'échanges entre les gouvernements et les Banques centrales. La réémergence de ce principe dans un instrument d'intervention stratégique représente donc une innovation importante. Elle témoigne du risque global de contagion auquel doit répondre la LCC mais elle peut impliquer un large redéploiement des objectifs et des principes d'action du Fond : le caractère révolutionnaire des principes d'action en dernier ressort, mêmes insérés de manière partielle et presque expérimentale ressort à nouveau ici.

En contrepartie de cette gouvernance plutôt complexe, le pays qui souscrit à la Ligne de Crédit Contingente doit prendre des engagements extrêmement lourds, qui s'étendent de la politique macroéconomique, aux normes de régulation interne et aux relations avec les investisseurs privés. Sur les deux premiers plans la définition d'une conditionnalité de plus en plus contraignante ne fait que prolonger une tendance visible depuis 1985. En revanche, l'enjeu des relations avec les opérateurs privés est plus symptomatique de la relation envisagée. En effet elles sont désormais exclues du registre d'action du Fond, au sens où

³⁴ Un des angles morts les plus intéressants du débat international sur ce nouvel acteur est que l'on ait pas envisagé qu'il intervienne de manière absolument discrétionnaire et inconditionnelle. Envisager l'hypothèse permet au moins de faire décanter tout l'appareil d'hypothèses et de règles institutionnelles qui s'est rajouté ensuite.

elles ne s'articulent pas à son intervention, comme c'était le cas dans le modèle d'action des années 1980. Formellement, la LCC reporte ainsi tout le problème du *bail in* sur le pays exposé à la contagion : le pays « doit avoir mis en place, ou bien il doit démontrer qu'il fait des efforts crédibles afin de mettre en place des mécanismes adéquats (*appropriate arrangements*) pour insérer le secteur privé [dans la gestion d'une éventuelle crise de contagion] » (ibid). Une série de suggestions est apportée ensuite, qui résume en fait la longue *checklist* des propositions sur ce thème, charriée par le débat international depuis 1995 : lignes de crédit contingentes privées, options intégrées aux contrats de dettes permettant d'accroître leur maturité, clause de renégociation des obligations, cadre de discussion entre créditeurs et débiteurs, procédures efficaces de gestion de la dette, etc. Non seulement il n'y a pas de consensus au plan international pour appliquer la plupart de ces mesures, mais on précise que la liste elle-même pourra être adaptée ultérieurement. Mais, à la lecture de cette liste, l'élément significatif est moins dans les options envisagées, que dans celle qui est clairement écartée : le contrôle des capitaux.

Le résultat est que les contractants à la LLC sont soumis à des obligations qui dépassent manifestement leurs capacités et qui sortent du cadre bilatéral dans lequel s'inscrit cet accord. Alors que la conditionnalité classique articulait une relation bilatérale séquentielle à une règle d'action collective, incluant toutes les classes de créanciers, ces deux moments n'apparaissent plus : le caractère préventif de la LCC pose en des termes nouveaux l'interaction stratégique entre le pays et le FMI, tandis que la coordination des investisseurs est reportée, dans son principe, à la seule charge du pays demandeur. À nouveau, on peut voir ici le choix du Fond de conserver les marges de manœuvres les plus larges qui soit, selon une stratégie d'*ambiguïté constructive*, attachée désormais à la seule action unilatérale du Fond, et qui ressort bien d'une logique du dernier ressort. Il fait certes peu de doutes que le Fond encouragerait toute opération de gestion de crise coordonnée avec le secteur : il a fait des propositions importantes à ce plan (FMI, 1999f et 2000 ; Fischer, 1999). Mais ici le point important est le refus d'articuler *a priori* la doctrine d'emploi de la LCC à une règle d'action contingente qui aurait posé à l'avance des principes de coordination et de représentation, pouvant prendre un caractère contraignant. Alors que la LCC inscrit le Fond légèrement en retrait par rapport aux principes du dernier ressort national, au regard du pays contractant, il est posé à bonne distance de toute interaction formalisée avec les opérateurs de marché. Un autre signe de cette attitude a été, deux mois après la création de la LCC, le relâchement de l'interdiction de prêter à des pays en arriérés de paiement (*lending into lending*)³⁵. On a vu qu'au cours des années 1980, cette règle d'apparence technique avait pour objet de sceller la relation entre les créditeurs privés et le Fond, celui-ci intervenant comme arbitre de la renégociation de la dette ; désormais, cette structure de jeu coopératif tend à être affaiblie par une interaction à distance, dans laquelle les engagements respectifs et les contraintes mutuellement acceptées perdent de leur caractère stratégique. Cette attitude reflète exactement celle du secteur privé, à qui on reproche depuis 1995 son refus de s'engager *a priori* sur une stratégie d'action collective. Par ces porte-paroles (*International Institute of Finance* 1999a, *Emerging Markets Traders Association* 1999), il s'affirme en effet près à entrer dans toute

³⁵ FMI (1999^e) ; une première réforme limitée de cette règle avait suivi le lancement des Plans Brady de titrisation de la dette des pays en développement.

opération de *burden sharing*, mais affirme que celle-ci peut très bien être établie à chaud, sans aucune forme d'institutionnalisation.

Il serait alors aisé de conclure que la règle d'engagement de la LCC ne décrit pas tant un instrument nouveau, adapté au monde tel qu'il est, que le monde tel qu'on aimerait qu'il soit – lisse, régulé et informé – pour que cet outil imaginaire puisse fonctionner. Toutefois, à travers son caractère utopique, elle porte bien un message de plus longue portée : la LCC rend manifeste le conditionnement institutionnel très rigoureux dans lequel s'insère toute intervention en dernier ressort. Elle rend manifeste combien l'universalisation d'un prêteur en dernier ressort reste un objectif lointain, soumis à des préalables institutionnels complexes que ses architectes ont du mal à expliciter entièrement. Mais ces contraintes s'appliquent aussi au FMI lui-même : la relation complexe de conditionnalité, qui est étroitement liée aux règles instituées à travers lesquelles il interagit avec ses pays-membres, est conservée formellement par la LCC, tout en étant vidée de son contenu stratégique. La LCC tente ainsi de définir une relation nouvelle entre les acteurs de la crise financière, de type vertical et unilatéral, alors que rien, dans les règles d'action, l'expérience et l'économie politique du FMI, ne lui permet une telle réforme constitutionnelle.

5- HYPOTHÈSES EN FORME DE CONCLUSION

Si le prêteur en dernier ressort est un instrument de régulation peu universel, parce que soumis à des contraintes très étroites, faut-il conclure que les économies qui ne sauraient pas s'en doter devraient rester démunies face au risque systémique ? Cette conclusion devrait-elle aussi s'appliquer au plan international qui, de manière comparable, semble s'inscrire dans la « zone d'exclusion » du prêteur en dernier ressort, du fait de la fragilité des contrats privés, des institutions publiques et de l'économie politique ?

L'analyse présentée ici conduit à avancer une stratégie alternative, fondée sur la restauration d'une logique de faillite et de renégociation : c'est-à-dire, non pas des mécanismes visant à préserver la continuité des transactions de marchés, lorsqu'elles se décoordonnent, mais des règles permettant de les suspendre. Ceci devrait alors permettre de rétablir à froid les conditions d'une reprise ultérieure des transactions, après un ajustement coordonné des bilans fondée sur une recentralisation de l'information.

Le meilleur exemple de cette approche est donné par l'histoire économique américaine. Au début de l'année 1933, dans les semaines qui ont suivi sa prise de fonction, le Président Roosevelt, a du définir une stratégie de stabilisation monétaire et financière face à une situation très instable, présentant plusieurs points communs avec la crise en Asie : un système bancaire très fragile, une défiance croissante de la population envers la majorité des institutions financières, l'extension de moratoires sur les dettes privées décrétés par les États fédéraux, un prêteur en dernier ressort qui n'avait pas été à la hauteur de la crise depuis 1929, enfin un taux de change sous pression après la sortie de l'étalon-or de plusieurs partenaires commerciaux majeurs. La réponse apportée dans les mois suivants, qui va rendre possible le succès du New Deal, est très éclairante (Friedman et Schwartz,

1964 ; Alston, 1984 ; Calomiris, 1994 ; Eichengreen, 1992 ; Wigmore, 1987). Elle tient en cinq points :

- la suspension de l'activité de toutes les banques du pays et leur réouverture progressive, après que les autorités de supervision aient vérifié leur solvabilité et accordé une nouvelle licence bancaire ;
- l'interdiction de la thésaurisation de l'or par les personnes privées, qui bloquait du même coup la conversion des actifs monétaires domestiques (dépôts et *cash*) dans cet actif de réserve ;
- l'embargo sur l'exportation d'or et un contrôle étroit des capitaux, qui reflétait sur le plan externe les restrictions étroites opposées au drainage interne du système bancaire interne ; ces mesures seront relâchées progressivement en cours d'année ;
- la désindexation obligatoire de tous les contrats de dette internes (crédits et titres) ancrés sur l'or : ceci a permis d'éviter une réévaluation automatique du stock de dette interne qui aurait représenté près de 96% du Pib compte tenu de la dépréciation ultérieure du dollar (Kroszner, 1999) ;
- enfin, après avoir ainsi fermé toutes les voies par lesquelles auraient pu se développer une dynamique de panique, à caractère auto-réalisateur, le dollar a été décroché de son ancrage en avril, ce qui a permis une dépréciation totale de l'ordre de 40% avant le réancrage à 35 dollar l'once.

Par ce dispositif, on a d'abord déconnecté les enjeux de solvabilité et de liquidité, ces derniers pouvant alors être traités séparément. Ensuite, contre les risques de ruée et de contagion mimétique des agents, on a largement gelé leur capacité d'accès à la liquidité et aux réserves de la Banque centrale, le temps d'assurer l'ajustement progressif du change et la stabilisation du système de paiement. Enfin, la fuite de la liquidité domestique vers les marchés extérieurs, en réponse notamment à l'anticipation d'un glissement du change, n'a pas été contrôlée par des interventions de marché, ou par des hausses massives de taux d'intérêt, mais par un contrôle des mouvements de capitaux provisoire. Cette dernière mesure apparaît ainsi, au plan international, comme l'alternative à l'intervention en dernier ressort, parce qu'elle est fondée sur le principe d'une sortie ou d'une suspension provisoire de marché : elle est suivie d'un retour ordonné dans les transactions, une fois que les ajustements de bilans ont été réalisés, hors de toute dynamique de panique, à caractère auto-réalisateur.

Quel seraient aujourd'hui des mesures équivalentes à celles adoptées par les États-Unis en 1933 ? La plus banale, sur laquelle il y a un accord large, est clairement d'accroître la capacité des États à intervenir dans les banques et les institutions financières en détresse. Dans bien des pays, il est plus aisé de suspendre la convertibilité interne des dépôts que de faire fonctionner correctement un prêteur en dernier ressort, dans un contexte de crise financière qui polarise les conflits économiques privés. En outre, l'expérience américaine de 1933 rappelle que si un prêteur en dernier ressort fonctionnel peut soutenir une banque insolvable, il n'y a pas non de risque majeur à suspendre provisoirement une banque

solvable. La gestion rapide et efficace d'une telle opération demande certes des capacités institutionnelles fortes ; mais en bloquant le risque systémique elle ouvre la possibilité d'une gestion coordonnée de la crise, elle limite les risques de dynamiques destructrices, de type indonésienne, enfin elle restaure la possibilité d'une interaction internationale reposant sur le principe de conditionnalité.

La leçon américaine s'applique donc aussi sur le plan de la liquidité internationale. Ici, l'équivalent de la suspension des transactions est le contrôle sur la *sortie* des capitaux, qui est le moyen pour rétablir des instruments de renégociation financière et de *bail-in* de toutes les catégories d'investisseurs et de créanciers. Un problème est celui de la capacité à mettre en place et à appliquer efficacement une telle mesure : contrairement aux clichés usuels, le contrôle des capitaux demande des capacités institutionnelles non-négligeables, notamment sur le plan de l'information. Mais le principal problème d'économie politique est qu'un tel contrôle, parce qu'il est unilatéral, est porteur d'un risque de dé-coordination, c'est-à-dire de fragmentation des outils internationaux de gestion de crises. Il représente en effet une réponse individuelle face à la contagion internationale et, de ce fait, il met en question les stratégies internationales de réponse à la crise. C'est l'exemple type où une réaction rationnelle pour l'acteur individuel (la Malaisie par exemple) peut conduire à un résultat collectivement défavorable si elle se généralise de manière incontrôlée. La réponse à ce problème d'action collective consiste à inscrire les contrôles de capitaux dans un cadre négocié, contrôlé par un superviseur international, qui garantit notamment le traitement équitable des investisseurs ainsi « piégés ». Une étape supplémentaire donnerait à ce médiateur, positionné entre les pays en crise et les marchés, la capacité d'autoriser, voire de décider le contrôle des capitaux, qui prendrait alors la forme d'un moratoire international³⁶. Le grand avantage est qu'on aurait aussi restauré, de cette manière, la conditionnalité : cet instrument unique, légué par l'expérience de décennies de crises de paiements et de coordination économique internationale.

Pour autant, aurait-on restauré une capacité de gouvernance internationale, fondée sur la conditionnalité multilatérale et adaptée à une économie « globalisée » ? Ceci est moins sûr. Un contrôle sur les sorties de capitaux présente en effet deux risques principaux de spoliation des investisseurs. L'un découle de la conduite de la politique économique : des investisseurs enfermés dans des actifs en monnaie locale sont, par exemple, exposés à une taxation inflationniste ; on reste toutefois, ici, dans le contenu classique de la conditionnalité, se prêtant à un *monitoring* relativement aisé. L'enjeu dur est la protection plus microéconomique des actifs détenus par des non-résidents envers des agents locaux, financiers ou non. En particulier, dans un contexte de crise interne et de récession, des capitaux « piégés » par des restrictions à la sortie, sont directement soumis à l'efficacité et à l'impartialité des lois de faillite locales : on sait que dans de nombreux pays, elles peuvent ne pas fonctionner, ou être biaisées contre les étrangers, où être corrompues.

Dès lors que le secteur privé de nombreuses économies émergentes (banques et entreprises) est étroitement inséré dans les marchés internationaux, les discontinuités institutionnelles et juridiques entre les espaces nationaux deviennent une source majeure

³⁶ Sur ce thème, voir notamment Kumar, Masson et Miller (2000).

d'incertitude. La discipline contractuelle, la définition des droits de propriétés et la norme de solvabilité privée sont désormais des enjeux centraux de gouvernance internationale, qui ne sont que magnifiés lors des crises. Celles-ci rendent plus brutale et plus immédiate la nécessité d'instruments collectifs de résolution, tout comme, au XIX^e siècle, les principes de la faillite privée et du prêteur en dernier ressort se sont imposés à la suite des crises les plus destructrices. Mais cette émergence progressive a aussi répondu à un développement institutionnel long et complexe, qui a confirmé, sur le plan historique, ce que Bagehot pose de manière très claire, sur le plan théorique : il faut savoir traiter efficacement l'insolvabilité et la sortie du marché avant de tenter des interventions en liquidité. La discussion sur l'action internationale en dernier ressort en reste aujourd'hui au même point : la plus mauvaise justification qu'on puisse lui donner serait de permettre aux investisseurs d'éviter les défaillances (ou la sanction justifiée) d'une règle locale de faillite.

On peut donc s'attendre à ce que la conditionnalité du FMI, et plus généralement les injonctions adressées aux économies émergentes portent de manière croissante, à l'avenir, sur ces enjeux nouveaux. Or l'expérience du XIX^e siècle comme celle de la Russie, de l'Indonésie ou de la Thaïlande ont aussi montré que ces procédures, aux apparences très juridiques et microéconomiques, s'insèrent dans une économie politique très dure, dans laquelle se coagulent de puissants conflits d'intérêt et dont un enjeu est en particulier la socialisation des pertes économiques face à des chocs exogènes. Il sera désormais très difficile d'intégrer cette économie politique sous-jacente dans une structure d'action collective internationale. Telle est une des principales différences avec les années 1980. En renégociant la dette de l'État, on pouvait alors déléguer à cet opérateur politique central la tâche de réguler les conflits redistributifs internes, liés au surendettement. Les crises financières issues du secteur privé posent les mêmes problèmes, mais doit les résoudre par des règles de faillite explicites, individualisées et qui prennent forme au cœur des systèmes juridiques nationaux. On est ainsi aux antipodes de l'interaction séquentielle, non-contractuelle et hautement discrétionnaire qui caractérisait la conditionnalité des années 1980.

Pour ces raisons, il semble hasardeux, aujourd'hui, de chercher à « sauter une étape » et à intégrer au plus vite les économies émergentes dans les systèmes complexes de normes et d'institutions qui conditionnent une action en dernier ressort. Aucune structure de gouvernance n'a la capacité et la légitimité de mener à terme ce projet. Dans une économie politique plus complexe que celle des années 1980, qui produit moins de capacité de gouvernance, la priorité est plutôt de mettre en place des cadres de négociation et de représentation, plus frustes, plus pragmatiques, mais qui permettent de concilier deux objectifs : donner aux économies les plus vulnérables les moyens de se défendre contre les chocs internationaux, notamment en se retirant provisoirement des marchés ; puis définir pas à pas des règles minimales de résolution des conflits privés, afin de réduire l'incertitude ex ante des investisseurs quant aux risques qu'ils encourent en cas de défaillance. Pour le moins ceci n'est pas la plus mauvaise méthode pour réduire l'aléa moral, c'est-à-dire pour imposer aux investisseurs qu'ils prennent leurs risques en connaissance de cause.

BIBLIOGRAPHIE

- Aggarwal V. (1996), *Debt Games*, Cambridge, Cambridge University Press.
- Aghion Ph., Hart O., Moore J. (1992), "The Economics of Bankruptcy Reform", *Journal of Law, Economics and Organizations*, 8.
- Aglietta M., De Boissieu C. (1999), "Le prêteur international en dernier ressort", in: Conseil d'Analyse Economique, *Architecture Financière Internationale*, La Documentation Française, Paris, pp. 97-127.
- Aglietta M., Moatti S. (2000), *Le FMI, de l'ordre monétaire aux désordres financiers*, Paris, Economica, 247p.
- Aglietta M. Moutot M. (1993), "Le risque de système et sa prévention", *Cahiers Economiques et Monétaires*, 41, pp. 21-54.
- Alston L. (1984), "Farm Foreclosure Moratorium Legislation: A Lesson from the Past", *American Economic Review*, 74:3, June, 445-457.
- Bacha E. L., Diaz Alejandro C. (1982), *International Financial Intermediation: a Long and Tropical View*, Essays in International Finance, n°147, 37p.
- Bagehot W. (1873, 1999), *Lombard Street, A Description of the Money Market*, New York, John Willey.
- Bai C., Yijang W. (1999), "The Myth of the East Asian Miracle: The Macroeconomic Implications of Soft Budget Constraints", *American Economic Review*, Mai.
- Baird D. (1987), "A world without bankruptcy", *Law and Contemporary Problems*, 173.
- Balino T. et alii. (1999), "Financial Sector Crisis and Restructuring: Lessons from Asia", Washington, IMF, September.
- Balleisen E. J. (1996), "Vulture Capitalism in Antebellum America: The 1841 Federal Bankruptcy Act and the Exploitation of Financial Distress", *Business History Review*, hiver, pp. 473-516.
- Bebchuk L.A., Guzman A.T. (1998) "An Economic Analysis of Transnational Bankruptcies", NBER, Working Paper 6521, 33p.
- Berglöf E., Rosenthal H. (2000), "The Political Economy of American Bankruptcy: The Evidence from Roll Call Voting, 1800-1978", Princeton University, *mimeo*, avril, 69p.
- Bolton et Scharfstein (1996) « Optimal Debt Structure with Multiple Creditors », *Journal of Political Economy*.

- Boorman J. et alii. (2000), "Managing Financial Crises: The Experience in East Asia", IMF, Working Paper WP/00/107, june.
- Borchard E. (1951), *State Insolvency and Foreign Bondholders*, tome 1, New York, Garland Publishing, 381p., (réédition 1983).
- Bordo M. (1990), « The Lender of Last Resort : Alternative Views and Historical Experiences », in/ *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Richmond, 76:1, janvier/ février.
- Bordo, M., James H. (1999), «The International Monetary Fund : Its Present Role in Historical Perspective », US Congressional International Finance Institution Advisory Commission, miméo, novembre, 56p.
- Borensztein, E., Lee J. W. (2000), "Financial Crisis and Credit Crunch in Korea, Evidence from Firm-Level Data", *IMF*, Working Paper WP/00/25, february.
- Bouchet M., Hay, J. (1989), 'The Rise of the Market-Based 'Menu' Approach and its Limitations », in : Husain et Diwan.
- Boughton J. M. (1997), «From Suez to Tequila: The IMF as Crisis Manager», Working Paper WP/97/90, 24p.
- Calomiris, Ch. (1994), « The Origins of Federal Deposit Insurance », in Goldin C., Libecap G., *The Regulated Economy*, NBER/ The Chicago University Press, Chicago, pp. 145-188.
- Calomiris, Ch. (1998a), «The IMF's Imprudent Role as Lender of Last Resort', *Cato Journal*, 17,3.
- Calomiris Ch. (1998b), « Blueprints for a New Global Financial Architecture », American Enterprise Institute, Washington, octobre, 22p.
- Cline W.R. (1995), *International Debt Reexamined*, Institute for International Economics, Washington, 535p.
- Coeuré B., Pisani-Ferry J. (2000), « Events, Idea, and Actions: An Intellectual and Institutional Retrospective of the Reform of the International Financial Architecture », *Conseil d'Analyse Économique*, Document de Travail 2000-4.
- Cohen B. (1982), « Balance-of-Payments Financing: Evolution of a Regime », *International Organization*, 36 :2, pp. 457-78.
- Cohen B. (1986), *In whose interest ? International Banking and American Foreign Policy*, Council of Foreign Relations/ Yale University Press, New Haven, 347p.
- Cohen B. (1989), « A global chapter 11 », *Foreign Policy*, 75.

- Cohen B. (1997), « The Financial Support Fund of the OECD: A Failed Initiative », *Essays in International Finance*, Princeton University, n° 204, 31p.
- Cohen D. (1991), *Private Lending to Sovereign States : A Theoretical Autopsy*, Cambridge, MIT Press, 182 p.
- Cooper R., Sachs J. (1985), « Borrowing Abroad: the Debtor's Perspective », in Smith et Cuddington.
- Crawford M. (1983), « High Conditionality Lending: the United Kingdom », in Williamson J., pp. 421-439.
- Cuddington J. (1989), «The Extent and Causes of the Debt Crisis of the 1980s », in : Husain et Diwan, eds.
- Davanne O. (2000), « Reforming the International Financial System, Where Do We Stand? », *Conseil d'Analyse Économique*, Document de travail n°03-2000, 42p..
- Dell S. (1981), «On Being Grandmotherly: The Evolution of IMF Conditionality », Princeton University, *Essays in International Finance*, n°144, 34p.
- DeLong B., DeLong J., Robinson S. (1996), « The Case for Mexico's Rescue », *Foreign Affairs*, 75-3, pp. 8-15.
- Desurvire D. (1992), *Histoire de la banqueroute et faillite contemporaine*, Paris, l'Harmattan, 207p.
- Diamond D., Dybvig P. (1983), « Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity », *Journal of Political Economy*, 91 :3.
- Diaz-Alejandro, C. (1984). «Latin American Debt: I Don't Think We Are in Kansas Anymore », *Brookings Papers on Economic Activity* 2, pp. 335-390.
- Diaz-Alejandro, C. (1985). « Good-bye financial repression, hello financial crash ». *Journal of Development Economics*, 19.
- Dooley M. (1995), "A Retrospective on the Debt Crisis", *NBER*, Working Paper 4963, 56p.
- Dowd K. (1999), "Too big to fail, Long-Term Capital Management and the Federal Reserve", *Briefing Papers*, 52, Cato Institute, 12p.
- Edwards S. (1998), "Abolish the IMF", *Financial Times*, 13 novembre.
- Eichengreen B. (1999), *Towards a New International Financial Architecture*, Washington, Institute of International Economics, 190p.

- Eichengreen B., Lindert P.H. (1989), *The International Debt Crisis in Historical Perspective*, Cambridge, MIT Press.
- Eichengreen B., Mody A., « Would Collective Action Clauses Raise Borrowing Costs ? » *NBER Working Paper* 7458, janvier 2000.
- Eichengreen B., Portes R., eds. (1995), *Crisis? What Crisis, Orderly Workouts for Sovereign Debtors*, CEPR, Londres.
- Eichengreen B., Ruehl C. (2000), “The Bail-in Problem: Systemic Goals, ad hoc Means”, *NBER Working Paper*, n° 7653, avril.
- Feldstein M. (1998), “Refocusing the IMF”, *Foreign Affairs*, 77:2, mars-avril.
- Fernandez-Ansola J., T Laursen.T. , «Historical Experience with Bond Financing to Developing Countries », *FMI*, Washington, Working Paper WP/95/27, 1995.
- Fischer S. (1997), “Applied Economics in Action: IMF Programs”, *American Economic Review*, 87:2, pp. 27.
- Fischer S. (1999), “On the Need for an International Lender of Last Resort”, *FMI*, Washington, février.
- Frankel J., Dooley M., Wickham P. (1989), *Analytical Issues in Debt*, *FMI*, Washington.
- Freixas X., Rochet J.-Ch. (1997) , *Microeconomics of Banking*, Cambridge, MIT Press, 312p.
- Friedman M., Schwartz A. (1963), *A Monetary History of the United States*, Princeton, Princeton University Press, 849p.
- Giannini C. (1999), “ ‘Enemy of none but a common friend to all’? An international perspective on the lender-of-last-resort function”, *Essays in International Finance*, 214, Princeton University,66p.
- Gold J. (1979), *Conditionality*, Washington, *FMI*, IMF Pamphlet Series, n° 31, 51p.
- Goldstein M., Turner P. (1996), “Banking Crisis in Emerging Economies: Origins and Policy Options”, *BIS*, Basle, *BIS Economic Paper* n°46.
- Goodfriend M., King M.G. (1988), “Financial Deregulation, Monetary Policy, and Central Banking”, in: Haraf W.S., Kushmeider R.M., *Restructuring Banking and Financial Services in America*, Washington, American Enterprise Institute, pp. 216-253.
- Goodhart C. (1987), “Why do Banks Need a Central Bank?”, *Oxford Economic Papers*, 39, pp. 78-89.

- Goodhart C., Huang Haizhou (1999), "A Model of the Lender of Last Resort", Working Paper WP/99/39, Fond Monétaire International, mars.
- Goodhart C., Schoenmaker D. (1993), "Institutional Separation Between Supervisory and Monetary Agencies", in Bruni F. ed., *Prudential Regulation, Supervision and Monetary Policy*, Milan, Université Bocconi, pp. 353-439.
- Group of Thirty (1982), *Risks in International Bank Lending*, International Banking Study Group, New York, 76p
- Guitian M. (1992) *The Unique Nature of the Responsibilities of the International Monetary Fund*, FMI, Washington, Pamphlet Series n°46, 69p.
- Guttentag J., Herring R. (1983), *The Lender-of-Last-Resort Function in an International Context*, Essays in International Finance n° 151, Princeton University, 29p.
- Guttentag J., Herring R. (1985), "Commercial Bank Lending to Developing Countries: From Overlending to Underlending to Structural Reform", in Smith G.W., Cuddington J.T., pp. 129-150.
- Hart, O. (1995), *Firms, Contracts, and Financial Structure*, Oxford, Clarendon Press, 227p.
- Hart, O. (1999), "Different Approaches to Bankruptcy", Harvard, miméo, novembre.
- Husain H., Diwan I. (1989), *Dealing with the Debt Crisis*, Washington, World Bank.
- Jackson Th. H. (1986), *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*, Cambridge, Harvard University Press, 287 p.
- James H. (1998), «From Grandmotherliness to Governance, The Evolution of IMF Conditionality », *Finance and Development*, 35 :4.
- James H. (2000), « Globalization and the Changing Character of the International Monetary Fund », in : Tilly R. et Welfens P., *Economic Globalization, International Organizations and Crisis Management*, Springer, pp. 211-236.
- Jeanne O., Wyplosz Ch. (1999), « The International Lender of Last Resort: How Large Is Large Enough? », miméo, septembre, 25p.
- Jeanne O., Zettelmeyer J. (2000), «International Bail-Outs, Domestic Supervision and Moral Hazard », miméo, 29p.
- Jorgensen E., Sachs J. (1989), «Default and Renegotiation of Latin American Foreign Bonds in the Interwar Period », in Eichengreen B., Lindert P.H.

- Kahler M., Lake D. (2000), « *Globalization and Governance* », University of California, San Diego, miméo, 37p.
- Kaletsky A. (1985), *The Cost of Default*, New York, The Twentieth Century Fund/ Priority PressPublications, 116p.
- Kenen P. B. (1983), « A Bailout Plan for the Banks », *New York Times*, 6 mars.
- Kenen P. (1990), « Organizing Debt Relief: The Need for a New Institution », *Journal of Economic Perspectives*, 4, pp. 7-18.
- Kenen P. B., ed. (1996), « From Halifax to Lyons: What has been Done About Crisis Management? », *Essays in International Finance*, 200, Princeton University, 77p.
- Kindleberger Ch. (1989), *Manias Panic, and Crashes, A History of Financial Crisis*, Basicbook, New York, 302p.. (seconde édition).
- Kordana K., Posner E. (1998), « A Positive Theory of Chapter 11 », Chicago, John Olin Law & Economics Working Paper, n° 61.
- Kraft J. (1984), *The Mexican Rescue*, New York, Group of Thirty, 66p.
- Kroszner R. (1999), « Is it Better to Forgive than to Receive? Repudiation of the Gold Indexation Clause in Long-Term Debt During the Great Depression », University of Chicago, Graduate School of Business, *miméo*, 45p.
- Krueger A. O. (1998), « Wither the Fund and the World Bank », *Journal of Economic Literature*, 36.
- Krugman P. (1989), « Market-Based Debt-Reduction Schemes », in : Frankel, Dooley and Wickham (1989).
- Kumar M., Masson P., Miller M. (2000), « Global Financial Crises: Institutions and Incentives », IMF Working Paper, WP/00/105, juin.
- Lester V.M. (1995), *Victorian Insolvency, Bankruptcy, Imprisonment for Debt, and Company Winding-Up in Nineteenth-Century England*, Oxford, Clarendon Press, 354p.
- L'Héritiau M.-F., Chavagneux C. (1990), *Le FMI et les pays en voie de développement*, Paris, PUF.
- Lipson, Ch. (1986), « Bankers'Dilemma: Private Cooperation in Rescheduling Sovereign Debts », in : Oye, K., pp. 201-225.
- Masson P. and Mussa M. (1997), *The Role of the IMF Financing and Its Interactions with Adjustment and Surveillance*, FMI, Pamphlet Series n°50, Washington.

- Meltzer A. (1998), « What's Wrong with the IMF? What Would be Better? », Federal Reserve Bank of Chicago, conference « Asia: An Analysis of Financial Crisis », 8-10 octobre.
- Mishkin F. (2000), « The International Lender of Last Resort: What are the Issues? », Contribution à la conférence « The World's New Financial Landscape », Kiel, 19-20 juin, 27p.
- Mussa M., Sevastano M. (1999), « The IMF Approach to Economic Stabilization », Washington, FMI, WP/99/104, juillet.
- Nowzad B., William R. eds, (1981), *External Indebtedness of Developing Countries*, Washington, FMI, Occasional Paper 3, 51p.
- Pauly L. W. (1996), *The League of Nations and the Foreshadowing of the International Monetary Fund*, Essays in International Finance, 201, Princeton, 47p.
- Polak J. (1991), « The Changing Nature of Conditionality », *Essays in International Finance*, Princeton University, n° 184, 75p.
- Rieffel A. (1985), *The Role of the Paris Club in Managing Debt Problems*, Essays in International Finance n°161, Princeton University.
- Rockhoff H. (1986), « Walter Bagehot and the Theory of Central Banking », in Capie F., Wood G.E., *Financial Crisis and the World Banking System*, London, McMillan, pp. 160-180.
- Rodrick, D. (1996b), « Why is There Multilateral Lending? », in : *Annual World Bank Conference on Development, Economics*, Banque Mondiale, Washington, pp. 67-93.
- Rosenberg E. S. (1999), *Financial Missionaries to the World, The Politics and Culture of Dollar Diplomacy - 1900-1930*, Cambridge, Harvard University Press, 334 p.
- Sachs J. (1987), « International Policy Coordination: The Case of the Developing Country Debt Crisis », Cambridge, NBER, Working Paper 2287, juin.
- Sachs J. (1989), *New Approaches to the Latin American Debt Crisis*, Princeton Essays in International Finance, 174, Princeton, Princeton University.
- Sachs, J. (1995a), « Do we Need an International Lender of Last Resort? », Frank D. Graham Lecture, Princeton University, avril.
- Sachs J., Huizinga H. (1987), « US Commercial Banks and the Developing Country Debt Crisis », *Brookings Papers on Economic Activity* 2, pp. 555-606.

- Schubert A. (198KK), “The Causes of the Austrian currency crisis of 1931”, in Komlos J. ed., *Economic Development in the Habsburg Monarchy and in the Successor States*, London, Allen & Unwinn, pp. 89-113.
- Schwartz Alan (1997), “Contracting About Bankruptcy”, in: *Journal of Law, Economics and Organization*, 13:1, pp. 127-146.
- Schwartz Anna. (1998), “Time to Terminate the ESF and the IMF”, *Cato Foreign Policy Briefing*, 48.
- Schwartz Anna. (1999), “Is There a Need for an International Lender of Last Resort ?”, *Cato Journal*, vol 19, 1, printemps-été.
- Smith G. W., Cuddington J.T. eds. (1985), *International Debt and the Developing Countries*, Banque Mondiale, Washington.
- Vaubel R. (1983), “The Moral Hazard of IMF Lending”, in: *The World Economy*, 6:3, septembre, pp. 291-305.
- Vegh, C. (1992), «Stopping High Inflation: An Analytic Overview», *IMF Staff Papers*, 39 :3, pp. 626-295.
- Warren C. (1935), *Bankruptcy in United States History*, Washington, BeardBooks, 190 p. (réédition 1999).
- Wigmore B. A. (1987), “Was the Bank Holiday of 1933 Caused by a Run on the Dollar?”, in: *Journal of Economic History*, 47:3, septembre, pp. 739-755.
- Williamson, J. ed. (1983a), *IMF Conditionality*, Washington, Institute of International Economics, 678 p.
- Williamson J. (1983b), “The Lending Policies of the IMF”, in Williamson (1983a), pp.605-660.
- Williamson J. (1990), “What Washington Means by Policy Reforms”, in Williamson J., *Latin American Adjustment, How Much has Happened?*, Institute for International Economics, Washington, pp. 7-20.
- Wynne W. (1951), *State Insolvency and Foreign Bondholders*, tome 2, New York, Garland Publishing, 381p., (réédition 1983).

Documents et textes officiels

- Banque Mondiale (1993), *World Debt Tables, 1*, Washington.
- Banque des Règlements Internationaux (1999c), *A Review of Financial Market Events in Autumn 1998*, Committee on the Global Financial System, 93p., octobre.
- Banque des Règlements Internationaux (2000), *Market Liquidity: Research Findings and Selected Policy Implications*, Bâle, Committee on the Global Financial System, février.
- International Financial Institution Advisory Committee (2000), *Report*, Congress of the United States, Joint Economic Committee, Washington, mars, 65p. (Rapport Meltzer).
- Federal Financial Institutions Examination Council (1982), *Country Exposure Lending Survey*, Washington, Federal Reserve Board of Governors.
- Fond Monétaire International (1979), «Guidelines on Conditionality », Decision 6056- (79/38), reproduit dans : FMI (1999), pp.137-139.
- Fond Monétaire International (1987), *Theoretical Aspects of the Design of Fund-Supported Adjustment Programs*, Occasional Paper n°55, Washington, septembre, 50p.
- Fond Monétaire International (1995), « Emergency Financing Mechanism, Summing Up by the Chairman », Executive Board Meeting 95/85, 12 septembre ; reproduit dans : FMI (1999), pp. 179-183.
- Fond Monétaire International (1998), *World Economic Outlook and International Capital Markets, Interim Assessment*, Washington, décembre.
- Fond Monétaire International (1999), *Selected Decisions of the Executive Board, 24th issue*, Washington, FMI, juin.
- Fond Monétaire International (1999e), «IMF Policy on Lending into Arrears to Private Creditors », Washington, FMI, 10p.
- Fond Monétaire International (1999d), « Contingent Credit Lines, Executive Board Decision/ Summing Up by the Chairman », 23 avril ; reproduit dans : FMI (1999), pp. 279-287.
- Fond Monétaire International (1999e), «Involving the Private Sector in Forestalling and Resolving Financial Crisis », Washington, FMI, Policy Development and Review Department, 75p. avril.
- Fond Monétaire International (2000), «Involving the Private Sector in the Resolution of Financial Crisis – Standstills – Preliminary Considerations », FMI, Policy Development and Review/ Legal Departments, septembre, 29p.

Greenspan, A. (1998), Déposition devant le Comité des Affaires bancaires et financières, Chambre des Représentants, Washington, 1^{er} octobre.

Groupe des Dix (1997), *Financial Stability in Emerging Market Economies*, Bâle, Avril.

McDonough W. (1998), Déposition devant le Comité des Affaires bancaires et financières, Chambre des Représentants, Washington, 1^{er} octobre.

Summers, L. (2000), « A New Framework for Multilateral Development Policy », Council of Foreign Relations, New York, 20 mars.

The President's Working Group on Financial Markets (1999), *Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management*, Washington, avril.

US Department of Treasury (1999), *Report on IMF Reforms*, Octobre.

Financial Times, « Bitter Legacy of Battle to Bail out Mexico », 15 février 1995.

LISTE DES DOCUMENTS DE TRAVAIL DU CEPII³⁷

2000

"La mesure des protections commerciales nationales", Antoine Bouët, *Document de travail n° 00-15*, novembre.

"The Convergence of Automobile Prices in the European Union: an Empirical Analysis for the Period 1993-1999", G. Gaulier et S. Haller, *Document de travail n° 00-14*, novembre.

"International Trade and Firms' Heterogeneity Under Monopolistic Competition", S. Jean, *Document de travail n° 00-13*, septembre.

"Syndrome, miracle, modèle polder et autres spécificités néerlandaises : quels enseignements pour l'emploi en France ? ", S. Jean, *Document de travail n° 00-12*, juillet.

"FDI and the Opening Up of China's Economy, F. Lemoine, *Document de travail n° 00-11*, juin.

"Big and Small Currencies : The Regional Connection", A. Bénassy-Quéré et B. Coeuré, *Document de travail n° 00-10*, juin.

"Structural Changes in Asia and Growth Prospects After the Crisis", J.C. Berthélemy et S. Chauvin, *Document de travail n° 00-09*, juin.

"The International Monetary Fund and the International Financial Architecture", M Aglietta, *Document de travail n° 00-08*, mai.

"The Effect of International Trade on Labour-Demand Elasticities: Intersectoral Matters", S. Jean, *Document de travail n° 00-07*, mai.

"Foreign Direct Investment and the Prospects for Tax Co-Ordination in Europe", A. Bénassy-Quéré, L. Fontagné et Amina Lahrèche-Révil, *Document de travail n° 00-06*, avril.

"Forum Économique Franco-Allemand Deutsch-Französisches Wirtschaftspolitisches Forum, Economic Growth in Europe: Entering a New Area? The First Year of EMU, 6th meeting, Paris, January 17-18, 2000", *Document de travail n° 00-05*, avril.

"The Expectations of Hong Kong Dollar Devaluation and their Determinants", B. Rzepkowski, *Document de travail n° 00-04*, février.

³⁷ Les documents de travail sont diffusés gratuitement sur demande au CEPII. Adresser votre demande à Mme S. Hurion par téléphone au 33 1 53 68 55 14 ; par fax au 33 1 53 68 55 03 ou par Email "HURION@CEPII.FR". Le CEPII a aussi son web : [\\www.cepii.fr](http://www.cepii.fr).

"What Drove Relative Wages in France? Structural Decomposition Analysis in a General Equilibrium Framework, 1970-1992", S. Jean et O. Bontout, *Document de travail n° 00-03*, janvier.

"Le passage des retraites de la répartition à la capitalisation obligatoire : des simulations à l'aide d'une maquette", O. Rouguet et P. Villa, *Document de travail n° 00-02*, janvier.

"Rapport d'activité 1999", *Document de travail n° 00-01*, janvier.

1999

"Exchange Rate Strategies in the Competition for Attracting FDI", A. Bénassy-Quéré, L. Fontagné et A. Lahrière-Révil, *Document de travail n° 99-16*, décembre.

"Groupe d'échanges et de réflexion sur la Caspienne. Recueil des comptes-rendus de réunion (déc. 97-oct. 98)", D. Pianelli et G. Sokoloff, *Document de travail n° 99-15*, novembre.

"The Impact of Foreign Exchange Interventions: New Evidence from FIGARCH Estimations", M. Beine, A. Bénassy-Quéré et C. Lecourt, *Document de travail n° 99-14*, septembre.

"Forum Économique Franco-Allemand Deutsch-Französisches Wirtschaftspolitisches Forum", Reduction of Working Time/Eastward Enlargement of the European Union, 5th meeting, Paris, July 6-7 1999", *Document de travail n° 99-13*, septembre.

"A Lender of Last Resort for Europe", M. Aglietta, *Document de travail n° 99-12*, septembre. **OUT-OF-PRINT**

"La diversité des marchés du travail en Europe : quelles conséquences pour l'Union Monétaire" ; Deuxième partie : "Les implications macro-économiques de la diversité des marchés du travail", L. Cadiou, S. Guichard et M. Maurel, *Document de travail n° 99-11*, juin.

"La diversité des marchés du travail en Europe : quelles conséquences pour l'Union Monétaire" ; Première partie : "La diversité des marchés du travail dans les pays de l'Union Européenne", L. Cadiou et S. Guichard, *Document de travail n° 99-10*, juin.

"The Role of External Variables in the Chinese Economy; Simulations from a Macroeconometric Model of China", S. Dees, *Document de travail n° 99-09*, juin.

"Haute technologie et échelles de qualité : de fortes asymétries en Europe", L. Fontagné, M. Freudenberg et D. Ünal-Kesenci, *Document de travail n° 99-08*, juin.

"The Role of Capital Accumulation, Adjustment and Structural Change for Economic Take-Off: Empirical Evidence from African Growth Episodes", J.C. Berthélemy et L. Söderling, *Document de travail n° 99-07*, avril.

"Enterprise Adjustment and the Role of Bank Credit in Russia: Evidence from a 420 Firm's Qualitative Survey", S. Brana, M. Maurel et J. Sgard, *Document de travail n° 99-06*, avril.

*La gestion des crises de liquidité internationale :
logique de faillite, prêteur en dernier ressort et conditionnalité*

"Central and Eastern European Countries in the International Division of Labour in Europe", M. Freudenberg et F. Lemoine, *Document de travail n° 99-05*, avril.

"Forum Économique Franco-Allemand – Economic Policy Coordination – 4th meeting, Bonn, January 11-12 1999", *Document de travail n° 99-04*, avril.

"Models of Exchange Rate Expectations : Heterogeneous Evidence From Panel Data", A. Bénassy-Quéré, S. Larribeau et R. MacDonald, *Document de travail n° 99-03*, avril.

"Forum Économique Franco-Allemand –Labour Market & Tax Policy in the EMU", *Document de travail n° 99-02*, mars.

"Programme de travail 1999", *Document de travail n° 99-01*, janvier.