

## ARCHITECTURE FINANCIÈRE INTERNATIONALE : AU-DELÀ DES INSTITUTIONS DE BRETTON WOODS

Michel Aglietta<sup>1</sup>

**RÉSUMÉ.** Les espoirs dans une nouvelle architecture financière internationale centrée sur les institutions de Bretton Woods ne se sont pas concrétisés. L'article analyse quatre échecs majeurs des tentatives d'améliorer le fonctionnement du système financier international. L'endettement souverain n'est toujours pas assuré contre les mouvements erratiques des taux d'intérêt et de change. Le prêteur international en dernier ressort pour endiguer les crises globales de liquidité s'est révélé introuvable. L'institution indispensable d'un droit international des faillites pour une résolution civilisée des crises de solvabilité est reportée à des jours meilleurs où la communauté d'intérêts des États deviendra plus pressante. Les handicaps structurels des pays moins avancés ne sont pas sérieusement attaqués, alors que l'aide publique continue à se réduire comme peau de chagrin et qu'aucun mécanisme international ne garantit son appropriation par les populations concernées. Ces échecs résultent de l'influence prépondérante du néolibéralisme qui prône la soumission des États au jugement de la finance globale. Au contraire, la mondialisation ne pourra promouvoir un régime de croissance non excluant pour les pays en développement que si la communauté des États prend le contrôle politique de la régulation de la finance globale. Ce problème de gouvernance mondiale passe probablement par la formation d'espaces de coopération régionale dans les zones d'intégration économique. L'Asie montre la voie dans un processus progressif qui va voir les régimes de change se libérer de l'emprise du dollar, condition indispensable pour maîtriser l'endettement international. La formation d'espaces régionaux politiquement autonomes entraînera une appréhension nouvelle des biens publics globaux. La liquidité internationale deviendra un bien géré par un concert de banques centrales. Le recul de l'hégémonie américaine créera l'intérêt politique pour instituer une loi financière internationale réglant les crises de solvabilité.

Classification *JEL* : F02 ; F23 ; F34 ; F35.

Mots-clefs : Mécanismes d'assurance ; prêteur en dernier ressort ; action collective ;  
gouvernance mondiale.

---

1. Michel AGLIETTA, Professeur à l'Université Paris X Nanterre et Conseiller scientifique au CEPII (aglietta@cepii.fr).

**ABSTRACT.** The expectations raised by the prospects of a new international financial architecture, grounded in the Bretton Woods institutions, have not been fulfilled. This paper depicts four major failures in the attempt to improve the functioning of the international financial system. Sovereign debts have not been insured against the erratic disturbances of interest and foreign exchange rates. Establishing an international lender-of-last resort to stem global liquidity crises has proved illusory. The vital formulation of international bankruptcy law for the rational restructuring of sovereign debt has been postponed to better times, when the political interests of the nation states may be more openly convergent. The structural shortcomings of highly-indebted poor countries have not been seriously tackled, despite the joint IMF-World Bank initiative. Public aid goes on shrinking, and no international mechanism guarantees it actually reaches the people most concerned. These failures result from the dominant influence of neo-liberalism. This doctrine advocates that State policies should be sanctioned by global financial markets. But globalization can only foster a growth regime which does not exclude developing countries if global finance is subject to international political governance. Such world governance probably needs to be based on regional cooperation within areas experiencing economic integration. East Asia is showing the way in a process whereby exchange rate regimes are progressively loosening their links with the dollar, an essential condition to weakening the constraints of international indebtedness. Furthermore the emergence of politically autonomous regions will entail a new understanding of global public goods. International liquidity will be supplied by a club composed of the main central banks. The receding US hegemony could stimulate political interest in the adoption of an international bankruptcy law to settle crises of insolvency.

*JEL* Classification: F02; F23; F34; F35.

Keywords: Insurance Mechanisms; Lender of Last Resort; Collective Action; World Governance.

★

Contrairement au triomphalisme qui avait marqué le 50<sup>e</sup> anniversaire des institutions de Bretton Woods, à l'époque où le consensus de Washington régnait sans partage, le 60<sup>e</sup> anniversaire a été célébré en sourdine. C'est que le FMI et la Banque mondiale sont critiqués de toutes parts : par la droite du Congrès des États-Unis, nourrie des conclusions de la commission Meltzer, par les réseaux hétéroclites d'associations altermondialistes et par les opinions publiques des pays en développement.

Il est vrai que les motifs de désillusion ne manquent pas. À Halifax, après la secousse prémonitoire de la crise mexicaine, le G7, directoire mondial autoproclamé, lançait le grand dessein de la nouvelle architecture financière internationale. Ce projet politique devait donner une impulsion décisive à l'action collective internationale pour la mettre à la dimension des défis de la globalisation.

Près de dix ans se sont écoulés et les résultats sont atterrants à l'aune des décisions politiques ayant une portée institutionnelle. Presque rien n'a été accompli. Cependant, à la suite des crises qui se sont succédé, des adaptations à l'instabilité financière se sont affirmées en

Asie, en Europe de l'Est, en Russie. Des formes d'organisation régionale s'esquissent qui font envisager des modes de régulation dans lesquels les institutions de Bretton Woods perdraient de leur importance. Des idées nouvelles ont été formulées qui s'éloignent sensiblement du couple infernal endettement/conditionnalité qui perpétue le pouvoir du FMI et donc de ses principaux actionnaires.

On se propose d'analyser quatre directions majeures de l'action collective, qui sont à la fois des échecs de la nouvelle architecture financière internationale centrée sur les institutions de Bretton Woods et des domaines possibles de renouvellement de la gouvernance internationale :

- renforcer la soutenabilité de l'endettement international ;
- munir les marchés de capitaux d'un prêteur en dernier ressort international ;
- promouvoir des dispositifs de résolution des crises de solvabilité ;
- rendre plus efficaces les actions spécifiques en faveur des pays moins avancés.

À la suite de cet examen, on cherchera à déceler dans les transformations actuelles de l'économie mondiale les principes de gouvernance susceptibles de s'imposer sur les décombres du consensus de Washington. Le recentrage des institutions de Bretton Woods dans des rôles spécialisés pourrait s'y inscrire.

## ■ **RENFORCER LA SOUTENABILITÉ DE L'ENDETTEMENT INTERNATIONAL**

Les crises à répétition des années quatre-vingt-dix et du début du *xxi*<sup>e</sup> siècle ont montré que la vulnérabilité des pays émergents à l'endettement perdurait tout en changeant de nature après la crise catastrophique de la dette internationale des années quatre-vingt.

### **La vulnérabilité des pays émergents**

Dans le *World Economic Outlook* du 1<sup>er</sup> semestre 2003, le FMI s'alarmait de l'endettement public des pays émergents (hors PECO). De 1995 à 2002 les pays développés ont sensiblement amélioré les finances publiques. Le poids de la dette publique dans le PIB est passé en moyenne de 77,5 à 65 %. Au contraire, la dette publique s'est fortement alourdie dans les pays émergents de 59 % en 1997 à 72 % en 2002.

Plus inquiétant est le constat que la limite de la soutenabilité est plus basse chez les émergents. Beaucoup de pays émergents ont fait défaut dans les trente dernières années sur leurs dettes souveraines. Pour plus de la moitié d'entre eux, les dettes étaient inférieures à 60 % du PIB au moment du défaut. Or ces pays ont des besoins considérables de dépenses publiques d'infrastructure, d'éducation et de santé. On a vu, en particulier, en Argentine que le bradage du secteur public à des monopoles étrangers n'apportait aucune solution à l'inefficacité des services publics, pas plus qu'à la progression de l'endettement.

Car le véritable talon d'Achille des finances publiques ne se trouve pas dans les dépenses, mais dans l'extrême faiblesse de l'assiette fiscale. Les revenus fiscaux sont de 27 % du PIB en

moyenne dans les pays émergents contre 44 % dans les pays développés. La corruption, l'évasion fiscale, l'absence de contrôle juridique de l'administration se conjuguent pour entraîner cette carence.

Le résultat de ces handicaps structurels est que nombre de pays émergents ne parviennent pas à produire des excédents primaires suffisants, sauf à étouffer leurs économies. Il s'ensuit une forte sensibilité du profil de l'endettement aux variations des paiements d'intérêts et aux fluctuations des taux de change. Cette variabilité se greffe sur un service de la dette écrasant. Les paiements d'intérêts sont deux fois plus élevés que dans les pays développés à niveau de dette identique.

Les finances publiques ne sont pas la seule cause de vulnérabilité des pays émergents. La crise asiatique a montré que des pays à épargne privée interne élevée et finances publiques maîtrisées pouvaient être victimes des mêmes excès financiers que les pays développés. L'emballement de l'endettement et de la spéculation sur les prix des actifs financiers et immobiliers, le surinvestissement et la sous-évaluation des risques, sont des plaies de la finance de marché qui n'épargnent pas les pays émergents, lorsqu'ils sont touchés par la grâce de la globalisation. Mais les conséquences des crises financières y sont bien plus dramatiques. Les systèmes financiers n'y sont pas assez diversifiés pour disséminer les risques. Surtout l'endettement en devises étrangères empêche de mener les politiques monétaires de très bas taux d'intérêt qui sont nécessaires pour préserver la liquidité des intermédiaires financiers. Ainsi se sont déchaînées les fameuses crises duales (bancaires et cambiales) qui ont fait tant de ravages inutiles dans les économies les plus dynamiques de la planète.

Les excès financiers n'ont malheureusement pas cessé. Le cinquante-quatrième rapport annuel de la BRI fait état de l'activité des *hedge funds* dans les pays émergents du fait de la longue période de bas taux d'intérêt dans les pays développés (chap. V, p. 114 sq.). Du début de 1994 au début de 2004, le *spread* EMBI des marchés émergents a fluctué entre 400 et 1 600 points de base (pb). Ces mouvements extrêmes n'ont aucune commune mesure avec l'amélioration ou la dégradation des fondamentaux des pays concernés.

Ces changements brutaux dans les *spreads* dépendent avant tout des prises de position et des retraits d'investisseurs internationaux utilisant des leviers d'endettement élevés à des fins spéculatives. Ainsi l'anticipation d'une hausse modeste de 25 pb du taux directeur de la Fed au printemps 2004 a-t-elle fait bondir le *spread* obligataire EMBI de plus de 100 pb en moins de quatre semaines, à cause des ventes massives des *hedge funds* qui ont débouclé leurs positions.

Un pays endetté peut donc être soumis à des crises de liquidité autoréalisatrices, d'autant plus probables que sa dette est à échéance courte ou à taux variables. Un effondrement de la confiance des investisseurs, comme il s'en est produit au Brésil en 2002, ou le choc en retour de comportements stratégiques ou de couvertures dynamiques de la part des dits investisseurs internationaux, peut provoquer une hausse brutale des *spreads*. Le service de la dette,

qui était soutenable avec un *spread* de 300 à 400 pb, ne l'est plus à 800 ou 1 000. Parce que la dette est en devises étrangères, la crise de liquidité provoque une baisse vertigineuse du change qui, en retour, rend la dette insolvable. C'est alors que le FMI intervient avec des prêts dont les montants atteignent des dizaines de milliards de dollars. Ces prêts sont assortis d'une conditionnalité draconienne qui provoque d'abord une récession sévère, puis étouffe la croissance pour plusieurs années, comme l'Amérique latine en a fait l'expérience depuis plus de vingt ans. Il y a certainement mieux à faire.

### **Concevoir des mécanismes d'assurance contre l'effet de l'instabilité des marchés sur l'endettement**

Il y a d'abord des initiatives provenant des pays débiteurs. Les pays asiatiques montrent la voie. Car ils ne veulent plus répéter l'humiliation imposée par le FMI et le Trésor des États-Unis en 1997<sup>2</sup>. Il s'agit pour les États de toujours être en situation de contrôler leur interaction avec les marchés internationaux de capitaux. Il faut se servir des marchés pour réduire le coût du financement de la croissance et desserrer le rationnement du crédit, non pas en être les esclaves. Cela veut dire toujours limiter l'endettement extérieur en dessous du montant qui serait compatible avec le potentiel de croissance si les marchés étaient parfaits. Il faut, en effet, se donner une marge de sécurité pour absorber les chocs découlant de l'instabilité financière internationale.

Pratiquement l'instrument de l'autonomie est le régime de change. Les gouvernements doivent se libérer de l'idéologie des solutions de coin (change totalement fixe ou entièrement flexible avec liberté complète des capitaux). L'expérience asiatique montre depuis quelques années qu'il convient de piloter un taux de change compétitif et suffisamment flexible pour préserver les moyens monétaires de réguler la demande intérieure. Le degré de flexibilité tolérable dépend du degré de contrôle des capitaux que l'on désire maintenir. La Chine et le Japon sont aux deux extrémités d'un spectre à cet égard. L'important est que le niveau du taux de change permette d'accumuler des réserves qui soient un multiple de la dette à court terme en devises. L'allongement de cette dette, le recours aux taux fixes et l'encouragement des investissements directs étrangers consolident aussi les comptes financiers extérieurs des pays.

Bien entendu, ces solutions de protection nationale ont le défaut d'être non coopératives. Des mécanismes d'assurance plus efficaces passent par des politiques coopératives. Un dispositif pour prévenir les crises de liquidité dues à l'endettement en dollar consiste à emprunter au moins partiellement en monnaies nationales. Dans cet esprit, B. Eichengreen a récemment proposé que des dettes soient émises dans une unité de compte synthétique, définie par un panier pondéré des monnaies des pays émergents. Cette unité de compte serait plus stable que chacune des monnaies composantes. Les titres ainsi libellés porteraient des rendements

---

2. Ces deux instances ont torpillé le projet de BRI asiatique, conçu pour mettre des réserves en commun et établir une coopération des banques centrales face à la crise de liquidité.

attirants pour les investisseurs. Toutefois cette proposition doit être aménagée pour être opératoire. Car il faut être capable de créer un marché et de le réguler.

Les pays qui ont intérêt et ont les capacités d'emprunter en monnaies nationales sont les pays en voie d'intégration économique. Ce sont les pays qui forment une zone économique régionale. Les monnaies nationales pourraient avantageusement financer et régler le commerce régional. Les investissements directs intrarégionaux n'ont aucune raison non plus d'être libellés en dollar. Les pays de ces régions économiques en formation, comme l'est l'Asie orientale, sont conduits à considérer le régime de change comme étant d'intérêt commun : libérer leurs monnaies de l'assujettissement au dollar et les piloter de manière que les taux de change croisés demeurent relativement stables. Dans ce contexte un marché régional de dettes obligataires, émises dans un panier des monnaies de la région, prend sens. Dans cette perspective les gouvernements pourraient en prendre l'initiative. Ce marché devrait être assorti d'un marché dérivé d'options de change pour préserver les investisseurs des pertes provoquées par d'éventuelles dépréciations extrêmes dues à des chocs mondiaux non anticipés. Pour réguler ce marché dans des conditions de stress, les banques centrales de la région, munies de réserves abondantes, auraient avantage à y intervenir.

Dans ces mécanismes d'assurance le FMI n'a aucune part. Mais ces mécanismes n'immunisent pas contre des hausses brutales de *spreads* sur les dettes extérieures résultant de perturbations globales des marchés de capitaux. Le FMI pourrait retrouver une certaine aura, conforme à l'esprit d'assurance mutuelle qui était celui de Bretton Woods, s'il modifiait sa conception de la conditionnalité héritée de la crise de la dette internationale des années quatre-vingt. Un rapport du Conseil d'Analyse Économique a élaboré une proposition en ce sens (Rapport du CAE n° 43, 2003).

Pour surmonter la coordination défaillante des marchés qui conduit à des équilibres multiples de *spreads*, le FMI pourrait conclure avec les pays qui le souhaitent un contrat d'assurance. Ce contrat serait associé à un régime de dette extérieure auto-limitant qui n'admet qu'un équilibre.

L'assurance fonctionnerait de la manière suivante. Un pays négocie avec le FMI un profil d'endettement lié à un programme de croissance à long terme, en sorte que le *spread* ne dépasse pas un seuil prédéterminé dans les conditions de réalisation du régime de croissance (300 à 400 pb). Le FMI contrôle l'évolution des fondamentaux au cours de la réalisation du programme conformément à sa mission de surveillance. Si un choc exogène aux fondamentaux de la croissance se produit (répercussions d'une crise extérieure, événement politique) que le FMI reconnaît comme tel et qui fait bondir le *spread* de marché, le FMI se substituerait au marché. Il continuerait à prêter au taux maximum prédéfini dans le contrat jusqu'à ce que l'incidence du choc s'apaise.

Cette conditionnalité *ex ante* empêcherait que le choc ne fasse bondir le coût du service de la dette à un niveau qui la rendrait insolvable. Le gain par rapport aux pratiques actuelles

serait considérable pour les pays qui ne subiraient pas les coûts sociaux de l'insolvabilité. Il serait substantiel pour le FMI, donc pour la communauté des États. Le Fonds aurait le rôle de garant de la cohérence des engagements financiers, au lieu d'être le pompier des crises allumées par les perturbations erratiques de la finance internationale.

### ■ **MUNIR LES MARCHÉS DE CAPITAUX D'UN PRÊTEUR EN DERNIER RESSORT INTERNATIONAL**

Une finance globalisée est sujette à des crises de liquidité qui affectent l'ensemble des marchés financiers du monde. Ainsi peut-on remarquer que les deux pointes extrêmes du *spread* EMBI depuis la crise asiatique sont survenues en septembre-octobre 1998 à la suite du contrecoup du moratoire russe et de la faillite du *hedge fund* LTCM d'une part, en août-octobre 2002 à la suite de la faillite frauduleuse de World Com d'autre part. Dans les deux cas, l'ensemble des pays émergents a été coupé de toute source de crédit. Dans les deux cas, la Réserve Fédérale des États-Unis a implicitement joué le rôle de prêteur en dernier ressort international en rétablissant la confiance des investisseurs dans les marchés financiers du dollar.

Les phénomènes observés à l'occasion de ces épisodes aident à comprendre en quoi la stabilité financière est un bien public global. La liquidité, c'est-à-dire la disponibilité des moyens de paiements unanimement acceptés, est le socle sur lequel reposent toutes les évaluations financières. Or ce socle n'a rien de naturel. C'est une croyance commune, c'est-à-dire la croyance de chacun que les autres croient que tous vont accepter inconditionnellement le moyen de régler les dettes qui est émis par l'institution monétaire. Tel est le principe de souveraineté monétaire. Il s'ensuit que le prix auquel la liquidité est mise à disposition des agents qui nouent des contrats financiers n'est pas un prix de marché. C'est la base sur laquelle peut être déterminée la structure multidimensionnelle des prix relatifs des créances et des dettes. Bref, la confiance commune dans les conditions selon lesquelles la liquidité va être fournie dans l'avenir est ce qui permet l'évaluation des marchés financiers. C'est donc la condition collective de la possibilité de transformer de l'incertitude en risque.

Lors des événements précités cette croyance collective a chancelé. Doutant de la liquidité, les acteurs de la finance se sont précipités sur les actifs dont chacun supputait qu'ils pouvaient donner un accès inconditionnel et sans perte aux moyens de règlement ultimes. Cette fuite générale vers la qualité a fait bondir sans discrimination les *spreads* de tous les titres de dettes porteurs d'un risque quelconque (de crédit, de change, d'échéance, etc.). Cela veut dire que les marchés avaient perdu leurs repères (benchmarks sur lesquels repose l'évaluation différenciée des risques). Le prêteur en dernier ressort est l'institution qui rétablit la confiance dans ces repères.

On peut alors concevoir le problème de principe que pose l'idée même d'un prêteur en dernier ressort international (PDR). La finance est devenue globale au sens où l'endettement international par les marchés de capitaux a rendu interdépendants la plupart des systèmes financiers

des pays qui y ont recours. Mais les monnaies sont distinctes, séparées et confrontées sur les marchés de change ou reliées par des arrangements institutionnels *ad hoc* (ancrages plus ou moins stricts, zones cibles, unions monétaires). Il n'existe donc pas de souveraineté monétaire mondiale. Cependant l'étendue des crises de liquidité de la fin du siècle dernier et l'intensité avec laquelle les pays en développement en ont été victimes ont fait mûrir la question suivante : le FMI peut-il devenir un substitut au prêteur en dernier ressort international ? Deux propositions ont été faites qui se sont rapidement avérées être des impasses.

Une première proposition est issue de la commission Meltzer. Cherchant à construire le cadre institutionnel dans lequel une action du PDRI en direction des pays émergents devrait s'inscrire, elle est attentive à la question de l'aléa moral. La liquidité en dernier ressort devant bénéficier à des emprunteurs solvables, elle doit être encadrée par des règles prudentielles exigeantes. Seuls des pays pré-qualifiés pourraient bénéficier de l'assistance du FMI en apport de liquidité d'urgence, sous la forme d'une fenêtre de l'escompte accordée aux banques centrales nationales contre collatéral pour une durée ne dépassant pas trois mois. On retrouve ici l'idée de conditionnalité *a priori*, déjà avancée plus haut dans le contexte de l'assurance du service des dettes internationales. Pour faire l'apport en liquidité, le FMI emprunterait auprès des banques centrales émettrices les montants de devises demandées.

La *Contingent Credit Line* (CCL) a été une tentative d'établir ce schéma. Mais aucun pays ne s'est porté candidat à l'accréditation, de sorte que cette facilité mort-née a été supprimée sans avoir jamais fonctionné. Certains l'auraient-ils fait, en quoi serait-ce une action de PDRI ? Une figure mineure certainement : un prêteur en dernier ressort extérieur intervenant pour le compte d'une banque centrale qui ne peut pas créer la liquidité demandée. Cette liquidité donne à la banque centrale le moyen d'intervenir en devises étrangères dans son propre système financier. La pré-qualification permet au prêteur en dernier ressort extérieur (en l'espèce le FMI), qui n'est pas le superviseur des établissements financiers locaux, de minimiser l'aléa moral.

S'interroger sur la viabilité de ce dispositif a le mérite de poser la question de l'évolution des missions du FMI. Celui-ci a été créé pour prodiguer une assurance mutuelle entre États opérant selon une mécanique de quotas et de financements conditionnels, négociés pour les besoins des balances de paiements courants. Préserver un bien public global en injectant de la liquidité en des maillons faibles d'un réseau de paiements internationaux dans des situations d'urgence est une action collective de souveraineté monétaire. Elle n'est pas du tout de la même nature que l'assurance mutuelle, ni pour le diagnostic, ni pour le mode de tirage, ni pour les conditions de remboursement des avances. Si encore il ne s'agissait que de mener des actions ponctuelles dans des pays particuliers, on aurait pu envisager de faire fonctionner la CCL sans changer les statuts du Fonds. Mais s'il s'agit d'endiguer une crise de liquidité à potentiel de contagion globale, l'action monétaire à mener est d'une toute autre envergure. Les liquidités à fournir doivent être potentiellement sans limites prédéfinies et être à la discrétion de l'instance chargée de l'intervention en dernier ressort.

Ces caractéristiques pointent incontestablement une action de banque centrale. Car les banques centrales sont les mieux placées pour déceler des situations de stress dans les marchés financiers, lorsque l'évaluation des risques s'affole et que les *spreads* deviennent anormaux. En outre, les banques centrales sont hiérarchiquement supérieures aux banques, en ce qu'elles leur fournissent leurs moyens de règlement. Or les crises de liquidité, même lorsqu'elles prennent naissance dans des marchés de titres et dérivés, se répercutent nécessairement dans les systèmes de règlement interbancaires. Parce qu'elle est en position haute lorsque la stabilité financière dans son ensemble est en question, la banque centrale peut faire de l'intervention en dernier ressort une opération de politique monétaire, poursuivant l'objectif de préserver la confiance dans la monnaie. Enfin les banques centrales sont les seules institutions qui, au-delà de leur statut juridique, peuvent émettre instantanément des montants indéfinis de liquidité ultime en vertu du caractère fiduciaire de la monnaie.

Ces arguments sont dirimants. Ils expliquent l'échec de la seconde proposition de faire du FMI le prêteur en dernier ressort international, celle de Stanley Fisher en 1999. Le FMI ne peut prêter que les ressources dont il dispose, à savoir 150 milliards de dollars, alors que les réserves de change accumulées dans le monde sont de l'ordre de 1 500 milliards de dollars. Parce que Fisher était conscient que les ressources mobilisables du FMI étaient faibles, il a suggéré que le FMI puisse créer des DTS *ex nihilo*, en montants non prédéfinis, pour les swapper auprès des banques centrales contre les formes de liquidité demandées par les marchés. C'était, en effet, faire du FMI un embryon de banque centrale mondiale. Mais le changement radical de la charte du Fonds que cette mutation implique, est hors du champ des rapports politiques dans la phase historique actuelle de la globalisation financière.

Le destin du PDRI suivra probablement un autre cours. La confiance dans la liquidité des marchés financiers internationaux dépend de la banque centrale émettrice de la liquidité la plus demandée. C'est à notre époque la Réserve Fédérale des États-Unis. Mais elle exerce ce rôle par défaut. Elle ne se reconnaît pas de responsabilité dans la stabilité des marchés financiers émergents qui émettent des titres en dollars. C'est pourquoi, comme on l'a montré plus haut, la poursuite de l'intégration économique sous l'aiguillon de la finance, va conduire à organiser des espaces monétaires régionaux. En conséquence le prêteur en dernier ressort international va devenir progressivement une responsabilité partagée, celle d'un club de banques centrales.

Dans cette configuration, le Fonds Monétaire International pourrait retrouver un *leadership* dans la gestion des crises vraiment globales. Le FMI a un avantage comparatif dans l'observation et l'analyse des déséquilibres macro-économiques des pays membres qu'il tire de sa mission de surveillance. Il pourrait le combiner aux supervisions des marchés que font les banques centrales pour aboutir à un éventuel diagnostic de constitution d'un risque systémique. En assurant une coordination des prêteurs en dernier ressort, le FMI pourrait s'affirmer en tant que gestionnaire des crises globales.

## ■ PROMOUVOIR DES DISPOSITIFS DE RÉOLUTION DES CRISES DE SOLVABILITÉ

Les défauts sur les dettes souveraines des pays en développement se répètent en déroulant un scénario monotone. On y observe à la fois l'étendue des désastres charriés par les ressacs de la globalisation financière et l'impuissance des mécanismes politiques incorporés dans les institutions de Bretton Woods à y faire face. L'observation récurrente des tragédies suscitées par ces malédictions modernes permet de tirer quatre enseignements.

Les restructurations désordonnées des défauts souverains entraînent des coûts sociaux très élevés pour les pays endettés, parce que les conséquences des pertes subies s'étendent bien au-delà du défaut initial.

Ces défauts déclenchent des financements officiels démesurés pour venir au secours des créanciers privés. Leur opposition obstinée à une procédure publique de résolution des faillites est un plaidoyer *pro domo* pour une socialisation illimitée des pertes.

Le secteur privé est incapable d'établir un mécanisme efficace pour traiter les dettes non performantes, parce que les contrats de dettes sont hautement incomplets et les informations entre prêteurs et emprunteurs fortement asymétriques. Il s'ensuit que les conflits d'intérêts entre les créanciers deviennent irréductibles, dès lors que le défaut a rompu les engagements stipulés dans les contrats de dette.

Enfin, l'essor du financement obligataire aggrave sensiblement les problèmes parce qu'il fait entrer dans le marché de nombreux créanciers à petits enjeux. Ceux-ci ont une incitation à fuir toute négociation volontaire.

Ces quatre enseignements entraînent une conclusion dirimante. Un mécanisme ordonné de restructuration des dettes souveraines doit voir le jour. Il ne peut être qu'imposé par une autorité dont la compétence est supranationale. En effet, en brisant les contrats, la faillite multiplie les conflits qui ne peuvent être surmontés que par une loi supérieure procédant de l'intérêt public. Face aux désordres engendrés par la finance internationale, cet intérêt public ne peut être légitimé par la souveraineté nationale. Il doit être institué par une forme radicalement nouvelle du politique que l'on peut qualifier de cosmopolitique, en reprenant la formulation de Ulrich Beck.

### **Une première tentative avortée d'instituer un droit universel des faillites : la proposition Krueger**

La proposition du FMI, formulée dès novembre 2001 par Anne Krueger, puis modifiée jusqu'à son énoncé définitif en février 2003, visait à instaurer une règle commune d'action collective pour traiter les défauts souverains. Cette proposition portait le nom de *Sovereign Debt Restructuring Mechanism* (SDRM).

Dans sa version la plus radicale, la proposition prévoyait d'instituer une sorte de cours internationale des faillites sous la forme d'un forum logé au Fonds, mais statutairement auto-

nome, appelé *Sovereign Debt Dispute Resolution Forum*. Ce Forum devait avoir l'autorité supranationale requise pour arbitrer les conflits entre débiteurs et créanciers avec une capacité juridique d'imposer aux minoritaires les décisions d'une majorité qualifiée (fixée à 75 %).

Cette innovation politique a rencontré un double obstacle. Cela illustre bien les difficultés de la gouvernance mondiale, dès lors qu'il s'agit de dépasser le vieux modèle de la concertation des États pour mettre la politique en situation de réguler la finance globalisée. Le premier obstacle est évidemment venu de la communauté financière. La finance privée trouve plus confortable de transférer les pertes au débit des institutions officielles dans des refinancements de sauvegarde astronomiques et de faire entièrement porter les coûts définitifs des faillites aux pays débiteurs. Dans le cas où une limitation des financements publics entraîne une implication forcée du secteur privé au partage des pertes, celui-ci préfère faire valoir ses droits devant les cours de justice américaines ou anglaises, toutes acquises à sa cause.

Cependant l'hostilité du secteur privé n'est pas insurmontable s'il existe une volonté politique partagée d'instituer des règles transnationales. Mais, en l'espèce, le SDRM était une mutation du politique qui remplaçait l'ordre de Bretton Woods par l'amorce d'une gouvernance nouvelle. Celle-ci instituerait la prise en charge collective des biens publics globaux qui sont suscités par le développement du capitalisme au *xxi*<sup>e</sup> siècle. Cette transformation rencontre des obstacles proprement politiques venant aussi bien de l'hostilité des pays émergents, par crainte d'accès plus difficile au financement international, que du G7, par défense jalouse de son privilège de contrôle sur les institutions internationales. En outre, dans le contexte politique américain issu de la présidence Bush et exacerbé par l'attaque terroriste du 11 septembre 2001, la dérive unilatérale du gouvernement des États-Unis à la poursuite de l'hégémonie allait dans une direction opposée à l'invention de concepts cosmopolitiques.

C'est pourquoi tous les efforts du FMI pour amodier la proposition Krueger ont été vains. En avril 2002, il a été suggéré qu'un panel de juges, cette fois indépendant du FMI, vérifie les créances, arbitre les litiges et supervise le vote des créanciers, après que créanciers et débiteurs aient négocié la restructuration. De son côté, le FMI se serait contenté de constater et de déclarer l'incapacité d'honorer le service de sa dette. Il aurait alors autorisé le pays à recourir à un gel de ses paiements (*standstill*) et aurait mis en place une facilité de crédit de soudure (*bridging loans*) ayant priorité sur les anciennes créances. Mais cette conception amoindrie du SDRM n'en aurait pas moins exigé un changement de la Charte du Fonds parce qu'elle dérogeait au principe de l'assurance mutuelle.

## **Les Clauses d'Action Collective**

Les Clauses d'Action Collective (CAC) sont issues d'une proposition adjacente au SDRM. Il s'agissait de généraliser une pratique contractuelle déjà en vigueur dans les émissions de titres de dettes en droit britannique. Elle était inconnue à New York et rencontrait l'opposition de Wall Street. Mais la menace de se voir imposer le SDRM a convaincu les grands investisseurs institutionnels et les banques d'affaire internationales d'accepter une version

édulcorée des CAC. Toutefois il sera possible de s'appuyer sur cette avancée modeste pour progresser.

Les CAC sont des règles volontaires et contingentes de renégociation des dettes souveraines. Elles sont conçues pour permettre la restructuration d'une dette obligataire souveraine sans l'accord unanime de tous les détenteurs de titres. Une majorité qualifiée suffit (à un seuil pratique de 75 %) pour modifier les termes de paiements, décider de partager les pertes, empêcher l'opportunisme individuel des créanciers. Bref, les CAC incluent la modification des conditions initiales du service des dettes en fonction d'événements qui mettent les débiteurs en difficulté.

Cette flexibilité pourrait être étendue à bien d'autres événements que le défaut : indexer le service de la dette sur les prix des matières premières de pays mono-exportateurs, interrompre le service de la dette en cas de catastrophes climatiques, etc. Des options écrites sur ces obligations complexes seraient les supports de marchés des risques pour en faciliter le partage parmi les investisseurs aux profils de risque différents.

Dans le cas des obligations assorties de CAC liées aux défauts, un club de New York est le siège d'un comité des porteurs d'obligations pour superviser les négociations avec les pays en faillite. Il serait possible de créer une agence de médiation pour coordonner les clubs de Paris, Londres et New York.

Cependant, dans l'état actuel, la réforme demeure bien trop partielle et dépendante de la bonne volonté du secteur privé pour être opérante. Car l'absence de généralité, d'uniformité et d'injonction impérative, la mise à l'écart du FMI, font des CAC des moyens bien trop fragiles pour négocier de bonne foi.

D'abord ces contrats ne s'appliquent qu'aux dettes émises sur les marchés internationaux et ne sont pas uniformes entre émissions différentes. Or le défaut d'un pays est un phénomène collectif. Un État émet des dettes sur les marchés internationaux et sur son marché intérieur en direction des non résidents. Les agents privés émettent des dettes achetées par des investisseurs internationaux. Ces dettes sont nationalisées en cas de défaut. Il s'ensuit que l'action collective indispensable à une restructuration ordonnée des dettes requiert une uniformité des contrats pour toutes les dettes dont les créanciers sont des non résidents, que les débiteurs soient l'État lui-même, les banques, les entreprises. De tels contrats ne seront émis uniformément que s'ils deviennent obligatoires ; ce qui présuppose un accord politique des États où sont enregistrés les créanciers privés.

Ensuite la mise à l'écart du FMI dans la définition des CAC affaiblit sa position vis-à-vis des gouvernements débiteurs dans la négociation des restructurations de dettes insolubles. Au lieu de dépendre entièrement de la conditionnalité imposée par le FMI à l'occasion de ses financements, le retour des pays sur les marchés internationaux résulte d'un jeu stratégique avec les clubs de créanciers.

L'exemple de l'Argentine montre que la médiation du Fonds n'est plus automatiquement tenue pour légitime. En effet, après l'élection du président Kirchner en avril 2003,

l'Argentine a connu une reprise fondée sur l'exportation grâce à l'énorme dépréciation du peso et sur la consommation grâce à une politique d'aide sociale et de blocage des prix des services publics gérés par des entreprises privatisées. Cette politique, destinée à gagner un soutien populaire plutôt qu'à satisfaire les exigences des créanciers étrangers, est aux antipodes de la doctrine du FMI à l'égard des pays qui subissent un défaut sur leur dette extérieure. Cependant, il est vrai que pour embrayer sur une croissance durable il faut pouvoir investir, donc accéder à des financements nouveaux; ce qui suppose de rétablir la confiance à l'égard de la communauté financière. La controverse sur l'ampleur de l'excédent budgétaire primaire souhaitable (avant paiement des intérêts) et sur la proposition du gouvernement argentin de répudier 75 % de la valeur des dettes internationales focalise l'impasse dans laquelle se trouvent les négociations avec le Fonds Monétaire et avec les créanciers privés.

Le FMI a accepté de reconduire la dette argentine pour trois ans en septembre 2003 contre la promesse d'un excédent budgétaire primaire de 3 % du PIB. Mais le gouvernement argentin fait observer que la réforme radicale du régime public des retraites lui coûte 1,5 % du PIB et qu'il ne reçoit pas de nouveau financement du FMI, alors qu'il a remboursé 6,6 milliards de dollars aux créanciers internationaux en 2002-2003.

On comprend qu'un dispositif institutionnel légitime de résolution des crises internationales aurait pu établir le compromis entre les besoins de la société argentine et les exigences des créanciers internationaux. Au lieu d'un processus réglé, c'est un affrontement à l'issue incertaine qui s'est installé. La position dure du gouvernement argentin rencontre des sympathies dans les pays en développement et l'hostilité du G7 qui presse l'Argentine de conclure un accord avec ses créanciers. Mais les négociations sont compliquées par la dispersion des détenteurs d'obligations, par l'agressivité des "fonds vautours", par la contestation de la légalité de la pésification devant les cours de justice américaines. Devant un tel gâchis on peut aisément soutenir qu'un dispositif international, même réduit par rapport à ses ambitions initiales, aurait été préférable au blocage qui se prolonge depuis trois ans.

Sous une forme modeste, le FMI pourrait être réintroduit dans le jeu stratégique à l'occasion du gel temporaire des paiements. C'est un processus indispensable avant et pendant la négociation du pays et de ses créanciers, pour éviter que le pays ne soit coupé des crédits vitaux pour son économie. Ainsi l'économie argentine aurait-elle pu recevoir des crédits pour investir et donc consolider la croissance.

Même si le FMI n'a pas autorité pour déclarer un gel, il peut constater l'insolvabilité et émettre une opinion sur l'opportunité immédiate d'un gel. Si elle est soutenue par son conseil d'administration dans une déclaration politique, cette initiative permettrait au pays de prononcer le moratoire temporaire avec une légitimité qui éviterait la ruée des créanciers pour tenter de saisir les actifs du pays avant que les clauses d'action collective n'entrent en vigueur.

Pour rendre le gel efficace, le FMI apporterait une aide technique sur la bonne manière de mettre en place les contrôles de change. Il fournirait l'aide financière à court terme indispen-

sable (prêt de trois mois) contre l'engagement du gouvernement de négocier de bonne foi avec ses créanciers. Le montant des prêts (*trade credit*) pourrait être calculé de manière à soutenir le volume du commerce extérieur à son niveau d'avant crise.

## ■ RENDRE PLUS EFFICACES LES ACTIONS SPÉCIFIQUES EN FAVEUR DES PAYS MOINS AVANCÉS

Les Pays Moins Avancés (PMA) sont parmi les plus pauvres. Mais ce ne sont pas tous les pays pauvres. Ils sont caractérisés par des handicaps structurels et par une aide qui diminue continuellement dans le poids décroissant de l'aide accordée aux pays en voie de développement (TABLEAU 1).

Le très faible niveau de vie, la précarité des structures productives, l'incapacité d'établir l'État de droit qui laisse la place à la corruption généralisée dans les institutions publiques, l'insuffisance extrême des infrastructures collectives, sont des maux permanents qui écartent ces pays des marchés de capitaux. Depuis des décennies, les PMA bénéficient de la sollicitude de la Banque mondiale avec des résultats mitigés.

Sous l'impulsion de la présidence de Mac Namara de 1968 à 1981, la Banque a financé d'énormes projets d'infrastructure et de développement industriel, tout en orientant les pays vers la culture d'exportation sur le marché mondial. Les résultats ont été terrifiants : épuisement des sols, destruction de l'agriculture de subsistance, afflux de population dans les villes et endettement croissant beaucoup plus vite que le PIB. Aussi ces pays furent-ils les premières victimes de la crise de la dette souveraine dans les années quatre-vingt.

L'incapacité des PMA à desserrer le carcan de la dette par insuffisance chronique de croissance a conduit la Banque mondiale à une inflexion de doctrine sur les sources de la croissance. L'attention s'est portée sur des conditions sociales de base : l'éducation des filles pour maîtriser les taux de fécondité, les structures élémentaires de la santé (médicaments, vaccinations, dispensaires médicaux légers,...), le problème non résolu de l'endiguement du SIDA. Toutes aussi importantes sont les institutions de gouvernement, alors que les structures étatiques ont fait la preuve de leur incurie. L'apprentissage des communautés villageoises à l'utilisation de l'eau, à l'usage prudent des engrais, à l'expérimentation des organismes génétiquement modifiés par des réseaux d'ONG locales et internationales peut donner un contenu au nouveau slogan de la Banque mondiale : l'appropriation des politiques financées par la Banque par les populations des pays bénéficiaires.

### Les ambiguïtés de la nouvelle approche

S'il a fallu attendre la fin du xx<sup>e</sup> siècle pour que le président actuel de la Banque mondiale, J. Wolfensohn, insiste sur les mérites de l'appropriation, c'est-à-dire sur le contrôle par les bénéficiaires des politiques qui leur sont appliquées, c'est que l'idéologie néo-libérale a la vie dure. Dans les jours fastes du consensus de Washington, les institutions de Bretton Woods prétendaient détenir la vérité sur ce qui convenait aux pays en voie de développement et, en

**Tableau 1 - Quelques données sur les PMA**

Nombre de PMA	49 sur 130 PVD
Les plus grands : Bangladesh, Éthiopie, R.D. du Congo, Tanzanie	dont 34 en Afrique ; 17 enclavés ; 15 en zone aride
Part dans la population mondiale des PVD	11 % 13 %
Part dans le PIB mondial	0,5 %
Part dans les exportations mondiales	0,4 % (1,6 % il y a 30 ans)
Handicaps structurels	
– Dans la division du travail	70 % des exportations hors énergie sont des produits agricoles et textiles à forte intensité de main-d'œuvre non qualifiée
– Dans les facteurs de la croissance	Vulnérabilité aux pandémies et à la malnutrition Faible niveau de capital humain Exposition aux chocs externes et climatiques
Aide	
– À l'ensemble des PVD	\$ 60 mds, soit 0,22 % du PIB des pays donateurs en 2000 (0,33 % en 1990) contre une intention de 0,7 %
– Aux PMA : diminue relativement dans la part décroissante du PIB des pays développés allouée aux PVD	0,05 % du PIB des pays donateurs contre une intention de 0,15 % affichée en 1981

Source : D'après Guillaumont, P., Guillaumont-Jeanneney, S., 2002.

particulier, aux PMA. Tout en saluant le nouveau discours, il faut se préoccuper de ce qu'il contient.

Un premier axe est directement lié aux négociations en cours à l'OMC. C'est l'interminable débat sur l'accès des produits exportables des PMA aux marchés des pays industrialisés. Depuis les anciens accords de Lomé, l'Union européenne a pris des initiatives pour faire bénéficier les pays africains de conditions plus favorables. La dernière initiative, dite TSA ("tout sauf les armes"), date de mars 2001. Elle consiste à admettre les marchandises en provenance des PMA sans restriction sur les marchés européens. Mais tous ces accords n'ont donné que des résultats très modestes, car ils sont bien loin de compenser l'essentiel qui renvoie à l'OMC. C'est le bas prix des produits agricoles dont l'offre est gonflée par les subventions accordées aux producteurs des pays développés par leurs gouvernements. Bas prix veut dire revenus faibles et impossibilité d'enclencher une dynamique vertueuse d'échanges entre ville et campagne. Le labyrinthe de négociations qui vont s'ouvrir à la suite de l'accord de Genève en juillet 2004 donne l'espoir d'un futur progrès modeste sur ce point crucial.

Un second axe est de mettre l'accent sur l'aide au développement des PMA plutôt que sur l'endettement et de chercher une nouvelle approche de l'aide. Cette approche met la Banque en porte-à-faux parce qu'elle cherche à prêter toujours plus. Une prépondérance donnée à l'aide sous forme de dons mettrait directement la Banque en situation d'otage des conflits d'intérêts des pays donateurs. Les réticences du Congrès américain sont bien connues.

Pourtant les PMA ont besoin de dons, pas de prêts. L'idée de Gordon Brown que les pays donateurs pourraient émettre des titres dont le produit serait affecté par traité à la Banque mondiale, cherche à contourner les débats budgétaires des pays donateurs. Le saut politique serait d'adopter un tel traité. Mais, une fois que ce serait fait, il serait possible d'immuniser les programmes d'aide des arbitrages budgétaires dans les pays développés.

En admettant que la montée des risques politiques d'un effondrement des PMA conduise finalement les gouvernements occidentaux à relever le niveau de leur aide, comment l'affectation de cette aide sera-t-elle conforme à l'approche dite de l'appropriation ?

En 1999 le FMI et la Banque mondiale ont lancé une initiative commune dite HIPC (*Highly Indebted Poor Countries*) en direction de quatre-vingt pays dont tous les PMA. Les deux idées phare sont d'une part alléger la dette et réformer la conditionnalité, d'autre part approprier les programmes d'aide.

Sur le premier point, trente-huit pays sont éligibles dont trente et un PMA. Les prêts des institutions multilatérales (60 % de la dette totale des PMA), qui jusqu'alors n'avaient jamais été inclus dans des programmes d'allègement de dettes, le deviennent. Un objectif de soutenabilité à long terme doit être défini avec les autorités des pays. Il doit être soutenu par des réformes institutionnelles et sociales dans l'esprit de la nouvelle approche. Ces réformes doivent être approuvées par le FMI et la Banque mondiale pour que le pays accède à l'annulation définitive de la dette. Avant annulation, des allègements en montant ou service peuvent être consentis.

Sur le second point, les gouvernements doivent rédiger en collaboration avec le FMI et la Banque mondiale un document politique dans lequel ils définissent une stratégie globale de lutte contre la pauvreté. Pour introduire une plus grande sélectivité dans les capacités politiques des pays à mener à bien leurs intentions, ils doivent démontrer de bonnes performances macroéconomiques et sociales pendant trois ans. La santé et l'éducation sont les points d'application prioritaires des réformes. La distribution de l'aide est censée être décentralisée avec implications des ONG locales et internationales pour atteindre les populations au plus près.

Ces dispositions paraissent constituer une avancée significative. Toutefois on peut avoir des doutes sur leur efficacité. D'abord les mauvaises habitudes ne sont pas éradiquées. En guise d'appropriation, ce sont toujours les experts internationaux qui tiennent la plume dans la rédaction des plans stratégiques de lutte contre la pauvreté. L'ancienne conditionnalité demeure en vigueur pour l'éligibilité aux programmes et au contrôle de l'exécution des documents cadre. Ce sont toujours les pays créanciers qui ont le choix des modalités d'allègement de leurs créances, ce qui maintient la tutelle sur les politiques des PMA.

La sélectivité de l'aide elle-même ne s'est pas dégagée des ornières de l'idéologie néo-libérale. Pour la Banque mondiale, l'aide n'est efficace que pour les pays qui mènent de "bonnes politiques". Quelles sont-elles ? Celles qui sont conformes au consensus de Washington ! On

peut donc craindre que soient poursuivis les errements qui ont mené les PMA d'échec en échec. Si l'on doit vraiment montrer que l'on a tourné la page et que l'on s'engage dans une nouvelle approche, il faudrait cibler les aides en fonction des indicateurs repérables et mesurables de vulnérabilité économique aux chocs extérieurs et climatiques, et à l'état dégradé des ressources humaines.

## ■ PROBLÈMES DE GOUVERNANCE : LA FINANCE ET LE POLITIQUE DANS LA MONDIALISATION

Depuis la conférence de Bretton Woods, les influences réciproques de la finance et du politique ont produit, et sont en train de faire émerger, différents types d'organisation des relations internationales. Ceux-ci peuvent se succéder ou coexister dans des réseaux de relations internationales à la fois interdépendantes et conflictuelles. Le TABLEAU 2 schématise les modèles polaires qui imbriquent la souveraineté politique et la finance. C'est une tentative qui regroupe des configurations historiques et une vue prospective induite par les conséquences du déploiement de la globalisation dans le champ politique.

**Tableau 2 - Types d'États et structures de la finance**

	Finance segmentée	Finance globalisée
<b>Souveraineté nationale séparée</b>	État protectionniste à croissance auto-centrée Barrières élevées aux capitaux étrangers Substitution d'importations Aide bilatérale liée	État néo-libéral Finance libéralisée Concurrence des systèmes sociaux sous la domination de la finance Instabilité financière endémique et crises de liquidité
<b>Souveraineté nationale à coopérations transnationales</b>	État keynésien Contrôle des capitaux limité Ordre de Bretton Woods : assurance mutuelle contre les crises de balance des paiements	État cosmopolitique Régimes de change considérés comme d'intérêt commun dans des espaces régionaux Coopération dans la fourniture des biens publics globaux : – Liquidité dans club de banques centrales – Insolvabilité traitée par droit international des faillites

La finance segmentée a été prépondérante dans le quart de siècle qui a suivi la conférence de Bretton Woods. Le contrôle des mouvements de capitaux s'est imposé partout dans les années cinquante et n'a été desserré que très prudemment dans les pays européens au cours des années soixante. Le marché de l'euro-dollar est d'ailleurs né des restrictions à l'usage international des autres monnaies. Les relations financières internationales étaient donc compatibles avec des régulations macroéconomiques dirigées par les États nationaux. L'objectif

interne de plein emploi y était prépondérant sous contrainte de la balance courante. Celle-ci pouvait être desserrée par des dévaluations judicieuses dont l'opportunité était soumise à l'examen préalable et l'autorisation du FMI.

Cependant cette capacité de régulation macroéconomique n'était efficace que si elle s'inscrivait dans un régime de croissance où se construisaient des avantages comparatifs dynamiques par l'expansion de l'industrie manufacturière. Parmi les pays à niveaux de vie très bas après la Seconde Guerre mondiale, le Japon adopta cette stratégie, avec une aide américaine massive, dès les années cinquante. Dans le Tiers monde, ce cercle vertueux de la croissance et de l'amélioration de la spécialisation ne fut l'apanage que des "tigres" asiatiques qui suivirent l'exemple du Japon dans les années soixante. Ils parvinrent à soutenir des taux d'investissement très élevés, tout en développant rapidement leurs exportations. Dans les pays africains issus de la décolonisation et en Amérique latine, la croissance a rencontré de grandes difficultés. Combinées aux politiques tournées vers le marché intérieur pour conforter une identité nationale fragile, ces difficultés ont provoqué en Amérique latine la transformation fréquente de régimes politiques populistes en dictatures militaires. En Asie, sous l'impulsion de régimes autoritaires, une symbiose de l'État et d'élites capitalistes a dirigé une croissance forte qui a combiné l'industrialisation forcenée à l'abri d'une haute protection et la pénétration du marché mondial au fur et à mesure de la remontée des filières de production. C'est pourquoi, avec des succès en Asie et des échecs ailleurs, on peut parler d'États protectionnistes établis dans le Tiers monde, à l'abri de barrières élevées contre les fuites de capitaux.

À la même époque, l'évolution de l'Occident a suivi un cours très différent. Le groupe des pays de l'Europe occidentale a constitué le fameux club de convergence, c'est-à-dire une croissance des niveaux de vie rattrapant progressivement le niveau américain. La légitimation démocratique du capitalisme s'est imposée par la promotion du progrès social grâce à l'avènement puis l'essor de la société salariale. La régulation politique de l'économie a pris la forme de l'État keynésien quelle qu'ait été la couleur politique des partis au pouvoir. Sans mettre en péril la direction de l'économie, cet État a assimilé des finalités transnationales sous la forme d'espaces de coopération : ouverture commerciale progressive, système de change visant la cohérence des politiques macroéconomiques, assistance financière mutuelle *via* le FMI. C'est pourquoi on a pu parler d'un ordre de Bretton Woods dans lequel la régulation des balances de paiements était au service des objectifs partagés du plein emploi et de la croissance des niveaux de vie. Dans ce système de Bretton Woods, la politique a dominé la finance comme l'avaient voulu ses fondateurs. Certes, cet ordre mondial était malade de l'asymétrie structurelle découlant de l'hégémonie politique et militaire des États-Unis à l'ère de la guerre froide. Parce que les États-Unis ne subissaient aucune contrainte externe et parce qu'ils avaient fait le choix politique de laisser intangible la convertibilité du dollar en or, l'offre de liquidités internationales en dollars n'étaient pas régulée conformément aux besoins de la demande de dollars par les non résidents, mais conformément aux choix poli-

tiques unilatéraux des États-Unis. La valeur du dollar est donc devenue l'épicentre de la crise du système de Bretton Woods.

La question qui reste posée est celle du retour en force du libéralisme économique sous la forme du néo-libéralisme lors de la grande crise inflationniste des années soixante-dix. On sait que la montée en force de la finance globale, aiguisant les rivalités monétaires qui ont détruit le système de Bretton Woods et comblant les besoins de financement internationaux dus aux chocs pétroliers, a joué un rôle décisif. Mais pourquoi l'État keynésien ne s'est-il pas transformé directement en État cosmopolitique ? L'échec de la réforme du système monétaire international, engagée par le Comité des Vingt entre 1972 et 1974, a probablement été une bifurcation historique. Tant il est vrai que la prise en charge de la liquidité internationale par la création et le contrôle d'un actif de réserve commun à l'ensemble des nations est le pivot d'un ordre monétaire transnational à l'époque de la globalisation financière.

Reprenant le flambeau de l'inspiration de Keynes, cette réforme visait à faire du DTS cette forme ultime de liquidité. Corrélativement elle cherchait à rendre les pays solidaires en déterminant des responsabilités symétriques d'ajustement des balances de paiements. Insérée dans une régulation monétaire reposant sur un actif ultime de réserves créé et contrôlé par la communauté des nations, la finance globale serait demeurée sous la domination légitime des finalités politiques. La négociation de cette réforme a été minée par la rivalité entre les États-Unis, qui cherchaient à préserver les privilèges du dollar, et l'Europe dominée par le mark allemand, qui se posait en champion de la croisade anti-inflationniste. Son échec a sonné le glas de la maîtrise politique de la mondialisation pour une durée indéfinie. Néanmoins le néo-libéralisme n'est pas la seule forme d'état viable en finance globalisée. Contrairement à la colonne de gauche du TABLEAU 2 qui résume une trajectoire historique, la colonne de droite se place dans un registre à la fois prospectif et normatif. Postulant que la globalisation financière est une dimension irréversible d'une société mondiale en formation, les réflexions ci-dessous sont un jalon pour la recherche contemporaine sur les formes du politique dans ce monde-ci.

### **La politique à l'ère de la mondialisation : État néo-libéral et État cosmopolitique**

Le néo-libéralisme inverse la hiérarchie entre le marché et le politique. Au lieu de mettre la finance au service des buts collectifs, cette conception économiciste prétend soumettre les choix collectifs démocratiquement élaborés à l'opinion des marchés financiers globaux. Cette inversion des valeurs est justifiée au nom d'un universalisme. L'extension mondiale des marchés dépasse toutes les particularités des groupes humains pour ne connaître que l'individu rationnel prétendument universel. Comme le marché est capable de coordonner les préférences individuelles, il peut faire accéder l'humanité à un optimum de bien-être. Étant le domaine des échanges dans le temps, la finance est le guide des processus d'allocation et de réallocation des ressources qui améliorent l'état de bien-être de tous les individus.

Cette idéologie rationalise le rétrécissement et l'abaissement de l'État au niveau des agents économiques. Étant un agent comme un autre, l'État national doit soumettre ses décisions concernant ses dépenses et ses recettes au jugement de compatibilité du marché mondial. La gouvernance mondiale consiste donc avant tout à faire "de bonnes politiques nationales". Cependant il existe des défaillances de marché, des asymétries d'information, des biens collectifs. Ces anomalies entraînent des externalités qui affectent certains marchés plutôt que d'autres. Lorsque ces marchés sont mondiaux, une action collective internationale est requise. Mais chaque externalité est spécifique. Elle doit donc être prise en charge par une institution internationale spécialisée qui serait chargée de traiter une défaillance de marché précisément identifiée. Comme les questions de gouvernance mondiale sont complexes et échappent au domaine de la souveraineté nationale, il n'est pas opportun d'exercer un contrôle démocratique de ces institutions. Elles doivent être indépendantes.

La conception cosmopolitique de la mondialisation dénonce l'inversion de la hiérarchie de valeurs entre marché et politique opérée par le néo-libéralisme. Elle affirme que le collectif précède logiquement l'individuel. Les individus n'ont de capacité d'exister que dans leur appartenance à un milieu social fait de règles et d'institutions. Celles-ci sont des constructions historiques produites par la transformation politique des rivalités sociales et légitimées par le principe de souveraineté qui fonde l'appartenance d'un groupe humain. Loin d'être des anomalies de marché, les biens collectifs et surtout le premier d'entre eux, la monnaie, sont les liens sociaux qui rendent les biens ordinaires échangeables, qui leur permettent de devenir marchands.

Il résulte de leur mode de formation que les systèmes de règles et d'institutions qui font la cohérence des groupes humains sont divers. Mieux même, la diversité fait partie de ce qui légitime l'appartenance à un système de normes dans son altérité aux autres. Au début du *xxi*<sup>e</sup> siècle cette appartenance est toujours nationale. Elle est le support de la diversité des formes de capitalisme.

Adopter une conception cosmopolitique de la mondialisation, c'est reconnaître l'altérité des autres systèmes politiques. C'est nier qu'il existe une "one best way", un principe homogénéisant que la finance globale imposerait aux choix démocratiques. Mais c'est aussi reconnaître que la mondialisation provoque une tension entre l'État et la nation. Cela veut dire que les États ne peuvent accomplir leurs buts collectifs de cohésion sociale au sein des nations que s'ils cherchent à atteindre des objectifs transnationaux qui les mettent en coopération avec les autres. C'est à ce prix que les États peuvent lutter victorieusement contre leur rétrécissement et rétablir une régulation de la finance globale. Selon les analyses ci-dessus des échecs de la nouvelle architecture financière internationale, le contrôle de la finance globale requiert une mutation du principe d'assurance mutuelle vers celui de souveraineté partagée dans deux domaines où s'exprime l'intérêt collectif : la monnaie sous la forme du prêteur en dernier ressort international, la loi sous la forme du droit des faillites international.

## **La promesse de la mondialisation au <sup>xxi</sup>e siècle : un régime de croissance non excluant qui requiert la coopération des États**

Cet article a étudié les problèmes sur lesquels le projet de nouvelle architecture financière internationale, inspiré de l'idéologie néo-libérale, a échoué. Les analyses de ces problèmes et les solutions alternatives peuvent être reconsidérées dans la perspective de la gouvernance mondiale.

L'économie mondiale repose actuellement sur les traits suivants. Le pays dont le niveau de vie en termes monétaires est le plus élevé est celui qui épargne le moins. Il prétend tirer l'économie mondiale aux prix d'énormes déficits. Le gouvernement de ce pays est à la poursuite d'une hégémonie globale contre une menace terroriste globale, par laquelle il justifie que le reste du monde finance son manque d'épargne à un coût ridiculement bas qu'il impose lui-même. Ce gouvernement prône le néo-libéralisme, tout en recourant à un interventionnisme macroéconomique d'une amplitude sans précédent hors guerres mondiales.

Cet interventionnisme a conduit à une explosion de la liquidité internationale en dollar, sans rapport avec les besoins de la croissance mondiale. L'absorption forcée de cette liquidité dans les banques centrales asiatiques a nourri une vague de surinvestissement en Chine, de tensions sur les matières premières et sur le pétrole, de gonflement d'une bulle immobilière. Le conflit d'intérêts monétaires qui avait opposé les États-Unis à l'Europe lors de l'aventure militaire au Vietnam, se renouvelle à une échelle bien plus grande entre les États-Unis et l'Asie en contrecoup de l'imposition d'un imperium militaire au Moyen-Orient. Dans les deux cas, la demande insatiable et simultanée du beurre et des canons déstabilise le système monétaire international. C'est ainsi que, comme en 1971 mais en dehors de toute règle de convertibilité normative, le dollar redevient l'épicentre des déséquilibres financiers qui s'accumulent dans l'économie mondiale. Les marchés financiers globalisés n'exercent aucune régulation de ces déséquilibres pouvant conduire à un ajustement ordonné.

Sans régulation globale de la liquidité, sans conception compatible des régimes de change, cette économie mondiale est soumise à des crises financières récurrentes dont les pays les plus faibles payent les coûts les plus élevés. Ainsi depuis un quart de siècle le niveau de vie par tête de l'Amérique latine a systématiquement reculé en standard de pouvoir d'achat relativement à celui des pays avancés. Le niveau de vie par tête dans de nombreux pays d'Afrique a baissé absolument.

Ces performances accablantes pour la gouvernance mondiale ne sont pas en cohérence avec les tendances à long terme des facteurs de la croissance. Il y a de sérieuses raisons de penser que la croissance mondiale devrait présenter un visage très différent des vingt dernières années. Alors que la force de travail va ralentir puis diminuer absolument dans les pays développés, la ressource humaine va nourrir un potentiel de croissance élevé dans le reste du monde. En outre, le développement des réseaux mondiaux de la technologie numérique entraîne des coûts décroissants de transfert et d'accès aux marchés mondiaux.

Une croissance de rattrapage dans les pays en développement, mobilisant leurs ressources humaines, à des rythmes certes différenciés en fonction de leurs institutions sociales mais sans exclusion, est possible dans le cadre de la conception cosmopolitique de la gouvernance transnationale. Cette croissance devrait être, en effet, soutenue par des transferts d'épargne des pays riches vers les pays qui doivent fournir un effort prolongé d'investissement pour augmenter leur consommation interne en anticipation de la progression future de leurs revenus.

La structure de base de cette gouvernance est la formation d'espaces économiques régionaux, dans lesquels les pays puissent nouer des coopérations politiques transnationales. Les objectifs de ces coopérations sont avant tout les régimes de change dans le but de maîtriser l'endettement extérieur. Ce sont aussi des mécanismes d'assurance mutuelle grâce à des pools de réserves mises en commun contre les fluctuations erratiques des marchés internationaux.

Dans un monde d'espaces monétaires régionaux différenciés qui créent un polycentrisme monétaire, les biens publics globaux seraient perçus dans un jeu de pouvoirs politiques renouvelés. On a montré plus haut que la liquidité des marchés financiers internationaux deviendrait un bien géré par un club de banques centrales. Comme, par ailleurs, le régime de croissance mondiale évoqué ci-dessus entraînerait des transferts d'épargne à long terme considérables, l'institution d'un droit international des faillites pourrait devenir d'intérêt commun.

M. A.

## RÉFÉRENCES

- Aglietta, M., Moatti, S., 2000, *Le FMI entre ordre monétaire et désordres financiers*, Economica.
- Aglietta, M., 2003. Le prêteur en dernier ressort international et la réforme du FMI, Contribution A au rapport du Conseil d'Analyse économique, *Crise de la dette : prévention et résolution*, n° 43, 67-81, La Documentation Française, Paris.
- Banque des Règlements Internationaux, 2004. 74<sup>e</sup> Rapport Annuel, chap. VI, Marchés financiers, 99-121.
- Beck, U., 2003. *Pouvoir et contre-pouvoir à l'ère de la mondialisation*, Alto Aubier, Flammarion, Paris.
- Calomiris, C., 1998. The IMF's imprudent role as lender of last resort, *Cato Journal* 17, 275-95.
- Cohen, D., 2001. The HIPC initiative: true and false promises, *International Finance* 5 (3).
- Cohen, D., Portes, R., 2003. *Crises de la dette : prévention et résolution*, Conseil d'Analyse Économique, Rapport n° 43, La Documentation Française, Paris.
- De Gregorio, J., Eichengreen, B., Takatoshi, I., Wyplosz, C., 1999. An independent and accountable IMF, Geneva Reports on the World Economy 1, CEPR, Londres.
- Fisher S., 1999, On the need for an international lender of last resort, *Journal of Economic Perspectives*, 13 (4), 85-104.

- Fisher, S., 1999. Reforming the international financial system, *Economic Journal* 1109, 557-76.
- Fonds monétaire international, 2003. Proposed features of a sovereign debt restructuring mechanism, Legal and Policy Development Review Department, février.
- Gabas, J.-J., Hugon, P., 2001. Les biens publics mondiaux et la coopération internationale, *Économie politique* n° 12, 4<sup>e</sup> trimestre.
- Jeanne, O., Wyplosz, C., 2001. The international lender of last resort: How large is large enough?, CEPR Discussion Paper 2842.
- Guillaumont, P., Guillaumont-Jeanneney, S., 2002. Les PMA et la gouvernance mondiale, Contribution F au rapport du CAE n° 37, *Gouvernance mondiale*, La Documentation Française, 271-289.
- Krueger, A., 2001. International financial architecture for 2002: A new approach to sovereign debt restructuring, American Enterprise Institute, 26, novembre.
- Krueger, A., 2002. Crisis prevention and resolution: The role of sovereign debt restructuring, American Enterprise Institute symposium, 7 novembre.
- Lamy, P., Laïdi, Z., 2002. La gouvernance, ou comment donner sens à la globalisation, Contribution B au rapport du Conseil d'Analyse économique, *Gouvernance mondiale*, n° 37, 193-210, La Documentation Française, Paris.
- Meltzer, A., 2000. Report of the international financial distribution advisory commission, Washington, DC, US Congress, mars.
- Schwartz, A., 1999. Is there a need for an international lender of last resort?, *Cato Journal* 19 (1).
- Sgard, J., 2002. *L'économie de la panique. Faire face aux crises financières*, La Découverte, Paris.
- Sgard, J., 2003. Crise de la dette souveraine: l'action multilatérale après le rejet de la proposition Krueger, *La Lettre du CEPII* n° 223, mai, La Documentation Française, Paris.
- Stiglitz, J., 2002. *La grande désillusion*, Fayard.
- Taylor, J.-B., 2004. The Bush administration's reform agenda at the Bretton Woods institutions: A progress report and next steps, Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, Washington, DC, US Senate, mai.
- Tirole, J., 2002. *Financial Crises, Liquidity and the International Monetary System*, Princeton University Press.
- Wyplosz, C., 2003. Un prêteur en dernier ressort mondial? Complément B au rapport du Conseil d'Analyse économique, *Crises de la dette: prévention et résolution* n° 43, 83-92, La Documentation Française, Paris.

