



LE FMI ET LA RÉFORME DU SYSTÈME MONÉTAIRE INTERNATIONAL

MICHEL AGLIETTA*

Depuis la crise asiatique, un chantier de réformes a été lancé pour adapter les missions et les moyens d'action du Fonds monétaire international à l'essor de la globalisation financière au-delà des pays les plus riches. En ce qui concerne les décisions concrètes, les réformes ont jusqu'ici été peu spectaculaires. La lourde machinerie des rapports techniques et des ordres du jour des réunions bi-annuelles favorise les adaptations pragmatiques par petites touches.

Mais ce processus s'accomplit dans un environnement qui est loin d'être paisible. Des critiques radicales venant de différents milieux à l'extérieur des sphères gouvernementales, mais ayant une influence certaine, ont dramatisé les enjeux. Les critiques portent sur les domaines d'action du Fonds que les ultra-libéraux voudraient voir réduits d'une manière drastique. Elles s'appliquent aussi aux relations entre le FMI, qui est une agence inter-gouvernementale, et les secteurs financiers privés dont les intérêts sont exprimés par de puissantes associations internationales. Elles concernent enfin la gouvernance du Fonds. Celle-ci est, de fait, exercée par le G7 pour toutes les décisions politiques importantes. Cette dissociation du fait et du droit met à mal le principe d'universalité dont

l'institution se recommande conformément à sa charte. En outre, le poids grandissant des pays émergents dans l'économie mondiale ne se reflète pas dans une plus grande influence politique au sein des conseils.

Cependant un débat élargi par rapport aux préoccupations officielles est peut-être en train de promouvoir un changement de doctrine, capable de conduire à une approche plus stratégique de l'assistance financière. C'est le terrain sur lequel l'ambition d'une nouvelle architecture financière internationale s'est manifestée jusqu'ici.

Pour situer le débat doctrinal contemporain, une mise en perspective est éclairante. Ce n'est, en effet, pas la première fois que le FMI se trouve être l'enjeu d'intenses réflexions critiques. Cette institution a évolué sous l'effet des transformations du système monétaire international. On peut identifier pas moins de quatre modèles d'action collective qui aident à comprendre la cohérence des interventions du Fonds. Ces modèles sont nés à différentes époques, mais se sont superposés. Cette manière de répondre aux problèmes, qui surgissent de l'essor de la finance internationale par empilement de dispositifs, fait du FMI une institution complexe, dont la technostucture est de plus en plus lourde.

* Université de Paris X et CEPPII

Un inconvénient sérieux de cet évolutionnisme est de réagir de manière inadaptée lorsque les interdépendances financières internationales entrent dans une nouvelle phase. Ce porte-à-faux a été particulièrement visible au début de la crise asiatique, et a d'ailleurs déclenché les critiques acerbes qui ont souligné le besoin d'un débat sur les principes.

On se propose donc d'évoquer les modèles d'action collective dont se recommande le Fonds. Le recentrage de l'action du Fonds se comprend alors comme un processus consistant à réduire l'importance du modèle prépondérant qui s'était imposé après la crise de la dette souveraine dans les années 1980, et à organiser le modèle d'endiguement des crises financières qui a été improvisé pour gérer la crise asiatique. Replacées dans le conflit de doctrine qui porte sur le changement du modèle prépondérant, les décisions prises récemment et surtout les enjeux des problèmes non résolus peuvent être analysés avec un fil directeur utile.

LES MODÈLES D'ACTION COLLECTIVE DU FMI

Le tableau de synthèse ci-contre regroupe les traits principaux des quatre modèles dont le FMI se recommande. Ces modèles d'action collective sont spécifiés selon la nature des ajustements recherchés par rapport aux contraintes extérieures, les moyens par lesquels le Fonds régule la liquidité internationale, les règles monétaires et les caractères les plus fondamentaux des structures financières, la gouvernance exercée par le Fonds sur le système monétaire international.

Avec l'intitulé des modèles, les circonstances de leur apparition sont également mentionnées. Le modèle d'assistance mutuelle est celui que le Trésor américain a fait prévaloir dans la concertation anglo-

américaine qui a précédé la conférence de Bretton Woods. Le modèle d'agence d'émission d'une monnaie supranationale a été en débat dès 1965 lorsque la création du DTS a été envisagée, puis décidée en 1968. Initialement conçu comme le moyen de surmonter la mauvaise régulation de la liquidité internationale par le déficit de la balance des paiements des Etats-Unis, ce modèle a fait l'objet d'un débat officiel dans le Comité des Vingt après la disparition des règles de Bretton Woods en 1971. Créé pour fonder de nouvelles règles monétaires, ce Comité a échoué à installer le DTS comme principal actif de réserve international, car il a été miné par les conflits d'intérêt des grandes puissances.

Le modèle d'intermédiaire financier du développement s'est implanté d'une manière pragmatique dans la foulée des chocs pétroliers. Il résulte des conditions d'accès inégales des pays développés et des pays en développement dans la première phase de la libéralisation financière. Les pays développés, ayant l'accès le plus large aux financements internationaux privés, ont cessé d'être demandeurs des financements du Fonds. Au contraire, les pays en développement se sont d'abord lancés dans l'endettement auprès des banques internationales, puis ont rencontré des contraintes de solvabilité qui les ont exclus des marchés de capitaux. On mesure le changement de responsabilité que cela a entraîné pour le FMI. Dans le modèle d'assistance mutuelle, il est une coopérative de crédit pour des pays qui recherchent une assurance collective pour des problèmes temporaires. Dans le modèle d'intermédiaire financier, il est un médiateur entre les intérêts contradictoires des créanciers et des débiteurs durables. Ni les critères de performance pertinents pour la surveillance des pays, ni la conditionnalité, ni les formes de financement ne sont compatibles. Aussi, la coexistence des deux modèles est-elle source de confusion vis-à-vis du traitement égal de tous les pays membres qui est le pilier de l'universalisme

Traits principaux des quatre modèles

Structure du système monétaire et financier	Fonds d'assistance mutuelle en cas de déficits courants temporaires (Bretton Woods)	Agence d'émission d'un actif monétaire international (C20)	Intermédiaire financier du développement (consensus de Washington)	Prêteur en dernier ressort international (nouvelle architecture)
Nature des ajustements et rôle du Fonds	Parités stables et ajustables, contrôle des mouvements de capitaux.	DTS comme unité de compte internationale pour la définition des parités.	Extension des changes flexibles, développement des dettes souveraines.	Généralisation de la globalisation financière aux pays émergents.
Régulation de la liquidité et fonction financière du Fonds	Contrainte de balance courante. Distinction entre déséquilibre temporaire/fondamental. Surveillance et conditionnalité macroéconomiques.	Ajustements symétriques pays déficitaires/excédentaires. Réserves en DTS comme indicateur des déséquilibres.	Solvabilité des dettes souveraines dans les pays en développement. Ajustement structurel. Conditionnalité renforcée.	Déséquilibres brutaux du compte de capital dû à l'instabilité des marchés financiers. Intervention visant à restaurer la confiance des marchés. Fragilité financière comme indicateur des déséquilibres.
Gouvernance du système	Concertation intergouvernementale selon un principe d'assurance internationale.	DTS comme principal actif de réserve international.	Supranationalité renforcée : responsabilité de l'émission de l'actif de réserve.	Liquidité d'urgence et déconnectée des quotes-parts.
				Constitution du PDRI à partir d'une diversité d'acteurs publics et privés.

dont le FMI tire sa légitimité.

A son tour, le modèle d'intermédiaire financier s'est brisé sur la deuxième phase de la libéralisation financière qui a étendu l'intégration des marchés de capitaux à des pays dits émergents. Le FMI s'est trouvé en Asie devant une crise inédite pour son expérience passée. Elle n'a pas pris naissance dans les finances publiques, mais dans l'endettement privé. Ses répercussions internationales n'ont pas subi le canal des opérations courantes, mais des flux de capitaux. Il n'est donc pas étonnant que le FMI ait mal apprécié la virulence de ce type de crise et son pouvoir de contagion.

Dans ses métamorphoses au cours de l'histoire monétaire du dernier demi-siècle, le FMI s'est toujours réclamé du principe d'universalité. Ce principe s'est réalisé dans le nombre croissant de ses membres. Mais d'une manière plus significative, le Fonds a toujours revendiqué le traitement égal des pays qui font appel à son assistance. Pour rendre compatible cette universalité dans l'action collective qui est sa raison d'être avec la cohérence de ses interventions, le FMI a développé, dès la mise en œuvre de son modèle d'assistance financière, une procédure à laquelle il s'est toujours tenu. L'aide apportée est conditionnelle à des engagements de politique économique souscrits par les gouvernements des pays bénéficiaires. Le respect de ces engagements fait l'objet d'une surveillance dans le cadre d'un audit économique. La mission d'établir un diagnostic sur la situation des pays a été formellement étendue à tous les membres au titre de l'article IV en 1976, lors de la révision de la charte. Car la surveillance a aussi pour ambition d'être préventive, c'est-à-dire de repérer les déséquilibres avant que leur accumulation ne dégénère en crise.

Les déficiences de cette procédure, lorsque la globalisation financière a pris de l'ampleur, ont entraîné un premier niveau de réflexion officielle qui a abouti à quelques compromis laborieux sur l'améliora-

tion de la surveillance, le recentrage de la conditionnalité et la rationalisation des facilités financières du Fonds. Mais il existe des problèmes non résolus qui tiennent à l'impossibilité de réformer l'empilement des modèles disparates. L'organisation d'un système international de gestion des crises financières centré sur le FMI conduirait à doter cette institution d'une gouvernance politique conforme à son universalité théorique, alors que les Etats-Unis ont toujours préféré exercer une influence prépondérante par des voies officieuses. Les domaines d'action du FMI font l'objet de controverse. Doit-il continuer à se préoccuper des problèmes structurels des pays en développement, alors que l'ajustement structurel est fortement contesté et que l'approche des inégalités, reconsidérée par la Banque mondiale, s'éloigne du dirigisme qui est inhérent à la conditionnalité du FMI ? Enfin l'influence déterminante des agents financiers privés dans les pays émergents a aiguïé les conflits d'intérêts en ce qui concerne l'implication de ces agents dans la prévention et dans la résolution des crises financières. Le FMI doit-il entrer directement en relation avec le secteur privé ? Doit-il exercer la fonction de prêteur en dernier ressort dans les crises de marché ? Doit-il exister une division du travail de contrôle prudentiel entre plusieurs institutions publiques nationales et internationales et selon quel schéma ? Le peu d'avancées dans les réponses à ces questions montre que la nouvelle architecture financière internationale est encore largement un slogan.

LE RECENTRAGE DES DOMAINES D'ACTION

Le FMI est la seule institution qui ait la préoccupation du bon fonctionnement de l'économie mondiale dans ses interdépendances macroéconomiques. Or, la globalisation a mis ces interdépendances



sous l'influence prépondérante des marchés financiers internationaux. C'est pourquoi la prévention et la résolution des crises financières, c'est-à-dire l'organisation permanente du modèle centré sur un rôle de prêteur en dernier ressort international, fait l'objet d'une assez large approbation. La diversité des points de vue s'exprime sur le « comment » de cette réforme, notamment sur les poids respectifs des ressources à engager dans la prévention et dans la résolution. Mais, il est clairement admis que la priorité assignée aux crises financières entraîne que le FMI doit se dégager des financements à long terme. Ceux-ci avaient pris une grande place, d'abord pour accompagner les ajustements structurels des pays libéralisant leurs marchés à partir du milieu des années 1980, puis pour soutenir les pays en transition vers l'économie de marché. La fonction de prêteur en dernier ressort consiste à apporter de la liquidité à court terme pour endiguer des crises systémiques qui provoquent des désordres fulgurants dans la balance des capitaux des pays qui subissent une contagion internationale. Certaines contributions et recommandations n'oublient pas de rappeler toutefois que le modèle d'origine du FMI est toujours pertinent. De nombreux pays en développement demeurent sensibles à des chocs réels qui provoquent des déficits courants temporaires. Le FMI doit continuer à exercer une fonction d'assurance consistant à aider les pays qui ont des problèmes de paiements internationaux provenant de déséquilibres macroéconomiques non structurels.

Ces deux types d'action collective guident la rationalisation des facilités financières du Fonds. Le financement de crise doit pouvoir mobiliser des prêts d'urgence, dont la facilité de réserve supplémentaire, créée pendant la crise asiatique, est un prototype. Il faut pouvoir prêter des montants non prédéterminés, parce que les crises des marchés de capitaux se déclenchent par des assèchements de liquidités. En outre, ces crédits d'urgence ne peuvent

être étalés ; ils requièrent des versements immédiats. Ces caractéristiques du prêt en dernier ressort sont mal adaptées aux mécanismes de financement du FMI, et elles entraînent une profonde modification de la conditionnalité. Au plan des principes, le rôle de prêteur en dernier ressort international éloignerait le Fonds de son statut d'agent d'assurance mutuelle entre ses membres, pour le doter partiellement des attributs d'une banque centrale mondiale. C'est une philosophie alternative que le gouvernement américain avait farouchement combattue et écartée dans les négociations préalables à la conférence de Bretton Woods : l'expression du bien commun qu'est la stabilité du système monétaire international dans une souveraineté monétaire dépassant les nations et exercée en commun par tous les membres.

Ce principe alternatif fut écarté de nouveau à la suite de l'échec de la réforme engagée par le Comité des Vingt entre 1972 et 1974, lorsque la proposition de faire du DTS le principal actif de réserve international fut rejetée. Mais, le crédit d'urgence en situation de crise financière à pouvoir de contagion généralisé suppose une élasticité instantanée de l'offre de liquidité de l'institution qui le fournit. Le FMI peut, certes, compter sur les accords généraux d'emprunt et les nouveaux accords d'emprunt, donc sur des ressources qui échappent aux procédures rigides des quotas. Cependant, une capacité de création *ex nihilo* par émission de DTS, qui est une pure monnaie fiduciaire neutralisée jusqu'à maintenant, procurerait l'élasticité qui rendrait crédible toute intervention d'envergure. Evidemment fort controversée, cette proposition prend tout son sens dans la perspective d'un modèle de gestion de crise. Exclu de la régulation des changes et des balances de paiements, le DTS reviendrait au premier plan par la voie d'une autre fonction de banque centrale qui est le prêteur en dernier ressort.

La consolidation du rôle d'assistance mutuelle aux balances de paiements ne pose pas de tels problèmes. C'est plutôt un retour aux sources que l'engagement du Fonds, dans un rôle d'intermédiaire financier, avait fait passer au second plan. C'est la facilité de base sur tranches de crédit liées à des accords de confirmation, incorporant une conditionnalité progressive au fur et à mesure que les tranches montent en pourcentage des quotas. On y ajoute la facilité de financement compensatoire à conditionnalité allégée, qui est adaptée à des chocs sur les balances courantes dûs à des circonstances extérieures aux pays qui en sont victimes.

Cette restructuration des facilités de financement, qui accompagne le recentrage des domaines d'action, devrait avoir pour corrolaire le retrait des engagements à long terme : facilité de financement supplémentaire liée à l'ajustement structurel, facilité pour la transformation des pays en transition (qui a été supprimée), prêts concessionnels aux pays pauvres. De nombreux rapports extérieurs au Fonds préconisent que les programmes de réduction de la pauvreté soient entièrement pris en charge par la Banque mondiale. Mais ni les gouvernements des pays concernés, ni le FMI ne sont d'accord. Les premiers savent bien que les financements du Fonds sont plus sûrs que ceux des autres institutions internationales. Quant au FMI, il est soucieux de l'universalité de son assistance qui est un aspect essentiel de sa légitimité.

Mais de nombreux problèmes se posent pour parvenir à une collaboration efficace entre le Fonds et la Banque mondiale. Selon le consensus de Washington qui inspirait la doctrine de l'ajustement structurel, libéraliser les marchés et mener des politiques économiques favorables au secteur privé devaient élever le rythme de croissance. Une croissance plus forte devait suffire à réduire les inégalités. Adhérent à cette doctrine, le FMI s'est engagé dans une conditionnalité tatillonne

et très intrusive, en se mêlant de surveiller les réformes sur les marchés du travail et des biens. L'échec de cette approche, dans les pays les plus pauvres, a été total. Il a provoqué des critiques à l'intérieur même de la Banque mondiale qui est une institution pluraliste et largement décentralisée, à l'opposé de la culture FMI qui est monolithique et portée par une organisation rigoureusement hiérarchisée. De cette critique est sortie une démarche qui est aux antipodes de celle de l'ajustement structurel. L'accent est mis sur la qualité de la croissance. La réussite des programmes de réduction de la pauvreté passe par leur appropriation à l'intérieur des sociétés qu'ils cherchent à transformer bien au-delà des élites gouvernementales. Les priorités ne sont plus dans le fonctionnement des marchés. Elles vont vers l'éducation de base et la santé à ceux qui n'en ont jamais bénéficié, la protection des ressources naturelles, la lutte contre la corruption et l'établissement des libertés civiles, l'amélioration des services publics. Ces priorités à l'investissement social sont un défi à ce que les institutions internationales ont fait jusqu'ici, qui était de subventionner l'investissement productif dans les infrastructures jugées les plus aptes à favoriser la production marchande (agriculture, énergie, transport). La compatibilité des actions du Fonds et de la Banque mondiale, dans cette nouvelle perspective, est entièrement à construire. On peut être pessimiste sur les chances de succès. Demander au FMI de se recentrer sur les préoccupations globales de cohérence internationale, tout en l'incitant à s'engager dans une démarche d'approfondissement social, est une gageure. Elle revient à vouloir concilier les critiques ultra-libérales qui veulent réduire le rôle du Fonds au minimum de l'intervention dans les crises de liquidité et la contestation de gauche du front anti-globalisation qui refuse l'assimilation du développement et de la croissance marchande.



Redéfinir et renforcer la surveillance

Si le recentrage des missions du FMI doit s'orienter vers un rôle de chef de file dans un système international de gestion des crises financières, la détection précoce de situations pouvant faire surgir le risque systémique est primordiale. La prévention, dans la mesure du possible, de telles situations ne l'est pas moins. C'est sans doute pourquoi il est maintenant admis dans les communiqués officiels que le FMI doit se garder de se mêler d'une quantité de problèmes structurels dans les secteurs non financiers et se concentrer sur la vulnérabilité financière. Mais qu'est-ce que cela signifie ? Où se trouvent les compétences pour le faire ? Doit-il y avoir une division du travail de supervision entre le FMI et d'autres institutions ?

La surveillance est une mission qui est devenue à la fois plus ambitieuse et moins précise avec les accords de la Jamaïque en 1976. Avec la disparition de toute règle internationale concernant le choix du régime de change, le Fonds a reçu la tâche de surveiller les changes d'un point de vue multilatéral et d'un point de vue bilatéral en relation avec la politique économique des pays (amendement à l'article IV des statuts). Du point de vue multilatéral, l'aboutissement des investigations du Fonds se trouve dans le *World Economic Outlook* et dans le rapport annuel sur les marchés internationaux de capitaux. Il ne s'agit pas, à proprement parler, de surveillance. Le FMI se livre à une prévision macroéconomique sur les grandes tendances de l'économie mondiale d'un côté, un examen des événements financiers de l'année écoulée et des analyses sur ces événements, sur les problèmes prudentiels posés et sur les propositions des standards élaborées par le Comité de Bâle de l'autre. En tout état de cause, les points de vue macroéconomiques et les préoccupations financières sont complètement séparés. Dans ces exercices, il ne s'agit en aucun cas de

repérer des tensions dans un futur proche. D'ailleurs, le FMI a été surpris par la plupart des crises de change et des crises financières des années 1990. De leur côté, les examens bilatéraux des situations économiques des pays sont plutôt conventionnels pour les pays qui ne sont plus jamais demandeurs auprès du Fonds. Pour les pays engagés dans un programme d'ajustement structurel, ces examens se sont occupés d'une foule de questions microéconomiques, politiquement sensibles et fort éloignées des compétences du Fonds.

Si le FMI doit avoir une action prioritaire dans la prévention et dans la résolution des crises, la surveillance doit être grandement améliorée. Du point de vue multilatéral, les contagions suivent de multiples canaux d'interdépendances. Dans la crise asiatique et surtout la crise russe, les répercussions ont surpris les experts les plus avertis. Il est clair qu'une connaissance détaillée du risque systémique est indispensable. Pour l'acquérir, un effort considérable de rassemblement de données financières et de recherches sur les comportements dans des conditions extrêmes pourrait être organisé dans un laboratoire du risque systémique installé à Bâle, après du Forum de stabilité financière. Des tests de stress de liquidité simulant des difficultés sévères des banques à refinancer leurs dettes à court terme et des ruptures de prix dans des marchés financiers, devraient pouvoir être mis en œuvre. La participation du FMI au développement de ces moyens d'investigation serait bénéfique, car il s'agit de comprendre et si possible de mesurer les incidences macroéconomiques de l'interdépendance des risques. Une amélioration des diagnostics sur la présence possible du risque systémique et une supervision plus étroite de la gestion du risque de liquidité dans les marchés de capitaux devraient être des objectifs qui ressortent des enseignements des crises financières de ces dernières années.

Un gros effort doit aussi être fait pour améliorer la surveillance bilatérale, parce que dans la prévention et la gestion des crises, la surveillance est appelée à supplanter la conditionnalité. En effet, les besoins financiers d'urgence d'un pays attaqué par des reflux de capitaux ne sont pas de même nature que les aides financières à des politiques économiques. Contrairement aux secondes, les premiers ne peuvent être négociés dans des programmes et rendus conditionnels à l'atteinte d'objectifs prédéfinis. C'est pourquoi les milieux ultra-libéraux voudraient réserver les aides d'urgence pour préserver la liquidité à des pays préqualifiés, en y introduisant des conditions politiquement inacceptables. Outre qu'une délimitation très restrictive et *a priori* de pays bénéficiaires d'interventions en dernier ressort n'empêcherait pas le risque systémique de se propager par d'autres pays, la pré-qualification violerait le principe d'universalité. La surveillance est donc le moyen de surmonter ces difficultés. C'est pourquoi l'accent est mis sur le repérage de vulnérabilités financières qui a tant fait défaut, aussi bien au Mexique qu'en Asie. Il faudrait parvenir à une détermination agrégée des positions des intermédiaires financiers dans les pays qui ont libéralisé le compte capital de la balance des paiements. Il faut donc organiser, dans des cadres comptables homogènes, la fourniture d'informations bien plus précises qu'actuellement par les intermédiaires à leurs superviseurs : décomposition des prêts et emprunts avec les non résidents par devises et par échéances, investissements en titres dans et hors du pays y compris les contrats contingents. L'enjeu est de détecter les déséquilibres des positions liquides et l'ampleur des risques accumulés dans les secteurs financiers privés. La distribution des risques selon les catégories d'intermédiaires et selon les pays est importante pour repérer les canaux de propagation possibles d'éventuelles tensions sur la liquidité. Jointe aux examens

macroéconomiques, la mesure de la vulnérabilité financière donnerait ainsi aux exercices de l'article IV une orientation d'alerte et de vigilance, plutôt que de suivi d'une conditionnalité attachée à des programmes pluriannuels.

Impliquer le secteur privé dans la résolution des crises

En l'absence d'un droit des faillites international, administré par une cour de justice ayant une primauté sur les juridictions nationales, il n'est pas possible de soumettre les contrats financiers entre résidents et non résidents à des normes universellement respectées. Il s'ensuit qu'en présence de pertes avérées ou même redoutées, les créanciers étrangers cherchent à liquider leurs expositions au risque de crédit autant et aussi vite que possible. Cette attitude entraîne un évident défaut de coordination, puisqu'une décision éminemment rationnelle d'un point de vue individuel empêche toute restructuration ordonnée de l'endettement. Faillites brutales, liquidations forcées, moratoires unilatéraux provoquent une détérioration de la confiance telle qu'elle peut se répercuter sur les marchés financiers centraux, comme l'a bien montré la crise russe d'août 1998.

Pour éviter ces comportements destructeurs qui approfondissent la crise, la démarche adoptée par les institutions internationales a été la garantie des créanciers, soit généralisée comme au Mexique, soit privilégiant les banques comme en Asie. Cette socialisation des pertes entraîne des apports de fonds colossaux qui absorbent une grande partie des ressources disponibles et requièrent, de la part du FMI, des techniques de financement exceptionnelles, faute d'un accord préalable des pays créanciers du Fonds pour engager des ressources budgétaires supplémentaires. Ainsi, en l'absence d'accords de partage des pertes par les grands intermédiaires interna-



tionaux, la totalité des coûts définitifs de la restructuration des dettes porte sur la population des pays débiteurs. Ces coûts sont souvent très élevés et les restructurations prennent des années, lorsque ce n'est pas plus d'une décennie à se faire.

Aussi, dans des situations de faillites répandues dans le système financier d'un pays, un gel des paiements du service des dettes, précédant un accord de partage des pertes, est la démarche la meilleure pour réduire le coût des restructurations tout en allouant sa répartition le plus équitablement possible. Le gel est aussi la seule méthode qui peut conjurer le comportement de cavalier solitaire des créanciers internationaux, à la fois inquiets des faillites et incertains d'un sauvetage public. L'essentiel des pertes se creuse dans cette période cruciale où le sauve-qui-peut des créanciers se déchaîne pour ne pas être de ceux qui seront piégés par l'incapacité des débiteurs à liquider des actifs en détresse à des prix de plus en plus bradés. Les accords de partage de pertes, qui prolongent le gel, sont à leur tour les moyens de limiter l'aléa moral qui accompagne une socialisation uniforme des pertes.

L'implication du secteur privé est donc un montage complexe, qui est un volet essentiel d'un système international de gestion de crise, mais dont la négociation s'avère fort délicate. Pour être opérationnel, le gel des paiements devrait être déclaré par le gouvernement du pays débiteur, après reconnaissance de l'état de détresse du système financier. Cette déclaration devrait être certifiée par le FMI qui ferait ainsi savoir que le pays débiteur engage des négociations de bonne foi avec ses créanciers. Pour rendre crédible son appui, le FMI accorderait des crédits relais pendant la négociation de l'accord de partage des pertes. Le but de celui-ci est d'accroître l'efficacité de la restructuration du système financier sinistré, de manière à redéfinir un profil de dette que le pays peut servir dans le cadre d'une situation

macroéconomique de croissance prenant corps après la crise. Le gel des paiements serait alors levé et le service de la dette reprendrait aux nouvelles conditions contractuelles.

Peu d'avancées ont été faites sur ce schéma, ni entre les gouvernements, ni avec le secteur privé. La seule chose qui ait fonctionné jusqu'ici a été un maintien des lignes de crédit des banques internationales aux banques coréennes en décembre 1997 dans l'urgence la plus extrême, sous la pression du Trésor des Etats-Unis et de la Réserve fédérale, le FMI et les gouvernements du G7 décidant d'un apport de liquidités pour faire face aux échéances immédiates du début de l'année 1998. Bouclé le 24 décembre, cet arrangement rétablit effectivement une confiance suffisante pour enrayer la crise de liquidité. Mais, il n'engagea pas d'accord sur le programme de reconstruction du système financier coréen. Ce type d'implication minimale consiste dans la participation des intermédiaires privés les plus engagés sur le pays en crise à une intervention en dernier ressort.

Pour aller au-delà et organiser une coopération dans le traitement des problèmes de la restructuration financière, il faut s'accorder sur des principes. Le premier est l'étendue du gel des paiements. La globalisation financière déclenche des crises dont les foyers sont dans la finance privée. Un gel du service des dettes publiques est donc devenu notoirement insuffisant. Il faut y englober les dettes des entreprises et des intermédiaires financiers pour rendre la démarche opératoire. L'étendue des créanciers internationaux à impliquer est aussi en question. Les banques sont, bien sûr, les agents les premiers concernés, à cause des perturbations monétaires résultant des dysfonctionnements des marchés interbancaires. Mais, au fur et à mesure que le financement par titre prend de l'essor, et surtout à cause du développement des marchés dérivés de gré à gré, le

problème de négocier dans le cadre d'une révision de contrats, ayant pour supports des titres, se pose. Enfin et surtout, les positions des gouvernements entre eux et celle des associations internationales des agents financiers privés s'opposent sur le caractère volontaire ou obligatoire de l'engagement d'une procédure de gel et d'accord de partage de pertes. L'expérience des crises montre que, s'il est difficile de codifier uniformément les procédures de négociation et de faire de leur engagement un principe systématique, le recours à la seule bonne volonté du secteur privé ne fonctionne pas. La présence et l'autorité d'un tiers médiateur placé en position hiérarchique par rapport aux agents financiers privés est indispensable pour surmonter l'externalité négative qui bloque toute coopération spontanée.

Le prêteur international en dernier ressort et la gouvernance politique du FMI

La fonction de prêteur en dernier ressort est le pivot du modèle de gestion de crise. Elle résulte de l'effondrement de la liquidité dans les crises systémiques. Non contrecarré, ce processus conduit à la paralysie de l'intermédiation financière et à la dépression économique. Etant l'émetteur de la liquidité ultime, le prêteur en dernier ressort peut calmer l'inquiétude des agents économiques en créant *ex nihilo* toute la liquidité recherchée. Il fournit ainsi un bien collectif que les agents privés ne peuvent créer. Il peut le faire parce qu'il est l'institution revêtue de la souveraineté monétaire qui est capable de rétablir la confiance au cœur de la crise. Tel est en substance le principe qui légitime cette fonction hautement politique.

Cette doctrine vaut dans un espace économique où la souveraineté monétaire est bien établie. Le principe présente donc une difficulté majeure dans l'espace inter-

national. Pourtant la globalisation financière propage des crises de liquidité très étendues, comme l'ont montré les événements de 1997 et 1998. Lorsque la liquidité demandée sur un marché dans un pays est dans une devise que sa banque centrale ne peut pas créer, le marché s'effondre si une institution (ou un groupe d'institutions) capable d'apporter les fonds recherchés dans la monnaie demandée ne le fait pas.

Le prêteur international en dernier ressort comporte donc au moins deux institutions qui doivent collaborer : la banque centrale responsable de la stabilité financière menacée par la disparition de la liquidité recherchée d'une part, l'institution capable d'apporter immédiatement un montant élastique de fonds demandés, d'autre part. Comme la liquidité ultime est créée par une banque centrale dans un monde de monnaies concurrentes (nationales ou de zones monétaires), le prêteur en dernier ressort peut se concevoir comme un club de banques centrales à géométrie variable, selon le foyer de la crise de liquidité et les canaux de contagion qu'elle parcourt. Il existe d'ailleurs des interventions en dernier ressort notamment pour endiguer des crises de change, qui ont adopté cette configuration.

Toutefois l'intégration financière des pays émergents pose problème pour cette conception du prêteur en dernier ressort international. La mission des banques centrales est de préserver la stabilité de la monnaie, tâche qui englobe la stabilité financière, dans le territoire où elles sont souveraines. Leur participation à une action internationale de ce type n'est envisageable que si elles sont persuadées que la contagion à l'extérieur va entraîner des perturbations dommageables dans le système financier placé sous leur tutelle monétaire. Cela peut entraîner indifférence ou hésitation lorsqu'une crise éclate sur un marché émergent. Tant que la contagion n'a pas pris une ampleur qui convainc d'une menace



pour ses propres marchés financiers, une banque centrale qui n'a pas pour mission d'assurer la stabilité monétaire globale restera à l'écart de telles interventions.

Le Fonds a une telle mission mais n'a pas les moyens monétaires pour l'accomplir. C'est un principe d'assurance mutuelle des membres pour des déséquilibres de balance courante qui a prévalu, pas un principe de souveraineté monétaire mondiale pour endiguer des inversions massives et inopinées des flux de capitaux. Le FMI a des ressources limitées et peu flexibles instantanément, d'où les problèmes qui ont surgi lorsqu'il a fallu mobiliser dans l'urgence des dizaines de milliards de dollars. En outre, le Fonds monétaire n'a pas le contact direct avec les marchés pour établir un diagnostic avancé sur la constitution du risque systémique dans une situation financière spécifique. Mais, le FMI peut s'affirmer comme l'organisateur central du dispositif de gestion de crise, si la surveillance évolue dans le sens décrit plus haut et s'il est le garant de l'implication du secteur privé. Compte tenu de la complémentarité institutionnelle entre ces composantes de la gestion des crises, il est possible de soutenir que le FMI participe aux interventions en dernier ressort.

En ce cas, il faut admettre que la globalisation financière transforme la nature du bien collectif qu'est la stabilité monétaire internationale. Le principe d'assurance mutuelle, appliqué selon la procédure des accords négociés et des lignes de crédit tirées par tranches et indexées sur une conditionnalité attachée à des performances macroéconomiques, n'englobe plus, et de loin, ce qui est nécessaire à la résolution des crises qui ont un fort potentiel de propagation. La conclusion vient

d'elle-même. Si le FMI joue le rôle récurrent de prêteur international en dernier ressort, il inscrit son action dans le principe de la souveraineté monétaire, plus seulement dans un principe assurantiel. L'attribut, jusqu'ici neutralisé, de la souveraineté monétaire internationale est le DTS, monnaie purement fiduciaire qui n'est la dette d'aucun pays. Si des émissions de DTS finançaient la création de liquidité nécessaire pour des interventions internationales en dernier ressort, l'offre de liquidité que le FMI pourrait mobiliser serait parfaitement flexible. Cette liquidité serait résorbée une fois la crise passée par remboursement des avances ou consolidation dans les facilités habituelles.

La rupture avec les pratiques antérieures n'est pas tant technique que politique ; d'où les résistances à sauter le pas de la reconnaissance de la nécessité d'organiser le prêt international en dernier ressort. Il paraîtrait inconcevable que la souveraineté monétaire, même dans cette forme embryonnaire, puisse s'exercer sans que l'autorité politique soit à l'intérieur du Fonds lui-même et que cette autorité émane de la communauté entière de ses membres. Cela implique la formation au sein du Fonds d'une direction politique opérationnelle permanente, capable de prendre des décisions stratégiques en lieu et place du G7. Encore faudrait-il que la définition des circonscriptions tienne compte de la formation des arrangements monétaires régionaux, de sorte que ceux-ci puissent être représentés en tant que tels. Car la régionalisation monétaire peut interioriser le traitement d'un certain nombre de crises, ne laissant à la responsabilité du prêteur en dernier ressort international que les crises globales.

