

L'Économie de la Panique, faire face aux crises financières

Jérôme Sgard¹

Paris, La Découverte, septembre 2002, 300 pages

Thèmes principaux et conclusions

L'Économie de la Panique se présente d'abord comme une histoire des crises financières qui ont secoué l'économie mondiale depuis le Mexique en 1995 jusqu'à l'Argentine cette année. Ce livre remet en perspective ces expériences successives et les débats de politique financière internationale qui les ont accompagnés : impact des grands programmes de renflouement du FMI, problème de la conditionnalité et de l'aléa moral, question du prêteur en dernier ressort international, de la loi de faillite souveraine, du contrôle sur les mouvements de capitaux, etc.

Par rapport au discours commun sur les crises financières, qui s'est quelque peu « stéréotypé » depuis 1998, quels éléments nouveaux sont apportés ?

- D'abord les principaux épisodes (Thaïlande, Corée, Indonésie, Russie) ont fait l'objet d'enquêtes de terrains de plusieurs semaines (1998-1999), qui ont permis **d'interviewer près de 150 acteurs ou témoins** proches de ces crises : ils sont issus des Banques centrales locales, des Ministères des Finances, des banques commerciales, d'entreprises manufacturières, du FMI, de la Banque Mondiale, de l'administration américaine (Trésor et Fed).
- Ceci permet de produire une analyse beaucoup plus riche **des dynamiques internes** : sorti de discours répétitif sur l'aléa moral et le *crony capitalism*, ou sur la faiblesse des banques, que sait-on des enchaînements de la crise intérieure en Thaïlande ? En quoi se différencie-t-elle du cas indonésien ? Quels sont les liens entre la crise russe d'août 1998 et le développement du troc et des monnaies parallèles qui ont caractérisé les années antérieures ? Comment expliquer la divergence entre la dévaluation réussie du Brésil en 1999 et le désastre argentin de 2002, alors qu'un passé inflationniste comparable aurait du *a priori* avoir des effets proches ? Ceci permet alors de **différencier qualitativement les modèles de crise** et d'ouvrir sur une réflexion plus générale sur les déterminants des crises financières et monétaires, les risques de la globalisation ou l'économie politique de la gestion de crise.
- En particulier, on insiste fortement sur **l'impact de la libéralisation des mouvements de capitaux à court terme** à la fois dans les années antérieures à la crise (afflux de capitaux, bulle spéculative, etc), mais aussi **sur la dynamique de la crise** elle-même : le refus d'envisager tout contrôle provisoire à la sortie ressort en particulier comme le caractère principal de la gestion de crise du FMI, autour duquel se sont organisés les autres éléments de sa stratégie, ... et parfois de son échec.

¹ Chercheur au CEPII et Professeur-associé à l'Université de Paris-Dauphine.
tel : 01 53 68 55 35 mël : sgard@cepii.fr

- Au-delà, un terme traverse ces analyses : la globalisation ne demanderait pas tant un « retrait de l'Etat », comme on l'a tant répété, mais au contraire la construction de l'Etat, non tant au sens de l'Etat interventionniste et redistributeur, de type européen, mais au sens de l'**Etat de droit**; ainsi, on explore à travers les défaillances de l'économie mondiale les formes d'une **économie politique du libéralisme** qui ne soit pas une théorie du déclin de l'Etat (et de leur coopération internationale) mais une tentative de faire converger libéralisme économique et libéralisme politique.

Pays par pays, les analyses proposées dans la première partie du livre conduisent à souligner en particulier les éléments suivants :

Thaïlande. Le pays était entré dans une crise bancaire ouverte dès la fin de 1996, qui a entraîné des injections massives de liquidité par la Banque centrale : absolument incontrôlées, ces opérations ont non seulement maintenu à flot pendant des mois des institutions condamnées, ce qui accentué gravement la crise ; elles ont aussi alimenté la fuite des capitaux, la chute du change et l'extension de l'insolvabilité privée. C'est donc la crise bancaire, extraordinairement mal gérée, qui a été la source majeure de désordre, au lieu qu'elle soit un effet de la dépréciation du change, comme on l'affirme souvent. Autre élément, alors que la crise de confiance des déposants et investisseurs internationaux, qui touchait le passif des banques, a été arrêtée en octobre/ novembre 1997, on a vu se développer dans les semaines suivantes une « seconde crise bancaire », portant sur le crédit, c'est-à-dire l'actif des banques : beaucoup moins spectaculaire, ses effets à long terme sur l'intermédiation et le financement de l'économie seront en fait beaucoup plus durables.

Corée. : Un dispositif exceptionnel a été mis en place à l'initiative du Trésor US qui a permis d'éviter *in extremis* le défaut de paiement, en décembre 1997, par une opération de **recooordination hors-marché des investisseurs**. L'économie politique remarquable de ce sauvetage est comparée à celle observée lors de la crise mexicaine, a priori comparable, mais dont les résultats ont été très différents. Une conclusion ressort fortement, qui peut éclairer les débats actuels, plus généraux, sur l'action internationale des Etats-Unis dans « l'après-11 septembre » :

« Si les États-Unis ont une capacité de projection sans égale, elle n'est jamais aussi puissante que lorsqu'elle réussit à mobiliser des acteurs [nationaux] disposant de ressources propres, qu'ils pourront apporter dans un jeu coopératif. Dans ce cas, l'enjeu central est de fonder l'action collective, en instituant cette règle du jeu et en la défendant si nécessaire, même si elle reste provisoire. A défaut, l'action unilatérale atteint rapidement ses limites. Il est frappant qu'au Mexique et en Corée, dans un premier temps, une action collective faible a produit par une sorte d'économie politique fatale la stratégie la moins contraignante pour le secteur privé : en un mot, l'ouverture d'un grand bureau de change à l'enseigne du G10 et au bénéfice de l'internationale des investisseurs. En revanche, à la fin décembre 1997, seule l'émergence d'un acteur public fort à l'échelle internationale a permis de sortir de cette logique de garantie inconditionnelle et d'imposer un « partage du fardeau ». » (page 65/66).

Indonésie : l'apport principal consiste en une « déconstruction » pas à pas de la dynamique qui a conduit en quelques semaines d'une double crise de type thaïe – banque et change – à **une crise à caractère monétaire**, beaucoup plus radicale : au début de janvier 1998 on a observé un mouvement exceptionnel de fuite devant la monnaie vers les biens réels ; puis, après quelques jours, ceci a ouvert sur un blocage complet des échanges marchands du fait de la paralysie des régulations monétaires. Ce phénomène, qui est apparu à l'extrémité ultime de la crise de liquidité, n'avait été observé jusqu'ici qu'à la fin des plus grandes hyperinflation. Ceci donne à cet épisode une place de premier plan dans l'histoire des crises financières et monétaires, aux côtés par exemple de l'inflation allemande de 1922 ou de la crise américaine de 1932-1933. On en propose ici une analyse inédite.

Russie : l'ouvrage reconstitue l'emballage de la crise russe à partir du printemps 1998, les conditions de l'intervention (ratée) du FMI en juillet, les causes de l'effondrement final et le contexte politique très violent dans lequel il a pris place (auto-pillage des banques, etc). En particulier, face à la thèse standard selon laquelle la crise renvoie exclusivement au krach du marché de la dette publique (les fameux GKO), on défend - statistiques à l'appui - que les banques étaient entrées dans une phase de crise aiguë dès la fin du mois de mai : ce volet de la crise ayant été ignoré dans le *Memorandum* signé avec le FMI à la mi-juillet, la course au désastre a continué en dépit de la bonne réaction initiale sur le marché des GKO. Dans une perspective plus longue on peut alors relier cette analyse de la crise russe aux échecs à établir, depuis le début des années 1990, les règles du jeu élémentaires d'une économie capitaliste.

Brésil-Argentine : Ces deux expériences latino-américaines sont replacées dans une perspective de long terme : l'expérience de désintégration monétaire liée à la haute inflation des années 1970-1980, dont les conséquences ont pesé lourdement sur les politiques des années 1990 et sur la capacité de résister aux crises internationales. Principalement, on oppose le succès du Brésil, qui depuis le Plan Real s'est doté à nouveau d'une monnaie fonctionnelle, capable de résister à des chocs violents, tandis qu'à la sortie du *Currency Board*, en janvier 2002, le Peso argentin était dans un aussi mauvais état qu'à son entrée, dix ans auparavant. On montre comment, depuis août 2001, on a vu dans ce pays le fractionnement successif de l'unité de paiement (avec les monnaies parallèles), du système de paiement (avec le gel partiel des dépôts bancaires) et enfin de l'unité de compte (avec la menace de dollarisation brutale de l'économie). Peut-être ceci décrit-il le modèle achevé de destruction d'une monnaie nationale, définie par l'intégration de ces trois éléments ?

* * *

La seconde partie du livre discute, sous plusieurs angles successifs, des enjeux de politique économique et d'« architecture internationale » soulevés par les crises nouvelles, nées de la globalisation. Comme dans la première partie, on trouve d'abord un récapitulatif des principaux enjeux du débat international depuis 1995, des critiques adressées au FMI, des principales propositions avancées et enfin des quelques réformes qui ont été décidées. Toutefois ceci ouvre aussi sur une réflexion plus générale et plus originale quant à la gestion des crises financières et, au-delà, quant aux défaillances structurelles qui caractérisent la période actuelle de « globalisation partielle ».

Le chapitre 6 – « le FMI a-t-il tout faux en Asie ? » - revient sur la question qui a valu au FMI les critiques les plus acerbes : a-t-il imposé en 1997 et 1998 une stratégie de stabilisation erronée, qui a amplifié les crises au plan national ? On écarte assez vite la question des politiques budgétaires : oui le FMI s'est trompé, mais cela à un moment où personne n'avait anticipé l'ampleur des récessions. En plus il a corrigé assez vite le tir, dès le 1^{er} trimestre 1998 : l'impact réel de ses choix initiaux a probablement été très limité. Comme on le sait, la question-clé est toutefois celle de la politique de taux d'intérêt, qui a fait l'objet de la désormais fameuse « **critique de Stiglitz** » : s'appuyant sur des travaux théoriques qui lui ont valu le Prix Nobel, l'ancien *Chief Economist* de la Banque Mondiale défend que des taux très élevés imposés par le Fonds ne pouvaient pas atteindre le but recherché – stabiliser le change – mais qu'en revanche ils ont accru la « détresse financière » des entreprises et des banques, dans les pays en crise. Résultat, l'action du FMI aurait amplifié la vague de faillites et la crise du marché du crédit, imposant aux économies des dégâts majeurs, injustifiés et relativement durables.

Cette accusation ne tient pas la route : elle n'est pas vérifiée empiriquement. En Thaïlande et en Indonésie, les deux cas les plus discutés, des injections massives de liquidités ont eu lieu jusqu'en octobre 1997 et en mars 1998 respectivement, qui ont eu des conséquences désastreuses. De fait, elles impliquaient un relâchement extrême de la politique monétaire (voir les graphiques en page 32 et 78 respectivement) : dans le premier cas cette création monétaire a été stérilisée (par émission d'obligations à court terme), dans l'autre elle a produit une poussée violente d'inflation. Certes il ne

s'agissait pas d'une politique monétaire au sens classique (*open-market*, prises en pension, etc), puisque les marchés interbancaires ne fonctionnaient plus : ces injections ont pris la forme d'interventions en dernier ressort, destinées à soutenir de gré à gré des institutions financières en détresse.

Ici est le fonds du problème : comme on l'a vu dans le cas de la Thaïlande, les Banques centrales ont distribué massivement l'argent public à des institutions non-viables, souvent profondément corrompues, qui auraient dû être « sorties du marché » et liquidées au plus vite. En un mot, ces institutions garantes du bien public n'ont pas respecté la première règle d'or du prêteur en dernier ressort, énoncée dès 1872 par Walter Bagehot : cet agent ne doit prêter qu'à des banques « solvables mais illiquides ». Résultat, en Asie, on a maintenu dans le marché des institutions hautement déstabilisatrices, qui ont largement exporté les fonds reçus, alimentant ainsi la chute du change, le déclin précipité des marchés intérieurs (risque de contrepartie) et l'amplification de la crise (réévaluation de la dette en devises, reflux des capitaux internationaux, etc). Ceci *in fine* s'explique par la faiblesse générale des institutions publiques en Asie (notamment les organes judiciaires) et par une économie politique rendue incontrôlable par la violence de la panique. La défaillance des marchés et d'une économie ouverte et libéralisée c'est toujours, aussi, la défaillance de l'Etat.

Certes la stratégie du FMI, plus subtile qu'on l'a souvent dit, n'a pas non plus atteint ses objectifs, pour des raisons qui sont elles aussi discutées en détail (voir page 155 et suivantes) : mais au moins son intervention a-t-elle permis d'interrompre la distribution gratuite d'argent public pratiquée pendant des mois par les Banques centrales thaïe et indonésienne.

* * *

Prenant plus de champs par rapport au débat international actuel, les chapitres suivants tentent de replacer ses enjeux dans une perspective théorique et historique plus profonde, en s'appuyant sur les analyses de la première partie.

Le chapitre 7 : « Deux institutions pour gérer les crises financières ». – On oppose de manière générale deux logiques de gestion de crise, que ce soit au plan national ou international, privé ou public : **le prêteur en dernier ressort** et **la règle de faillite**. Alors que le premier agit « dans le marché » et cherche à préserver la continuité des échanges et des paiements, la seconde repose sur l'interruption contrôlée des transactions : elle « sort du marché » les agents défaillants et au lieu de reconditionner les agents par un retour à la stabilité des échanges, elle les réunit « autour de la table ronde », afin de trouver une issue négociée à la crise – y compris par la liquidation des actifs et le partage des fonds réunis en cas d'insolvabilité.

Le point de commun à ces deux stratégies est de chercher à éviter le sauve-qui-peut individuel, qui peut rapidement aboutir au pire résultat : la ruée sur les actifs de l'agent en détresse, la rupture généralisée des contrats et la socialisation des dettes et de la richesse. Ceci, défend-on, est le pire qui puisse arriver dans une économie capitaliste, qui repose sur une norme individuelle de solvabilité et d'allocation des profits. La gestion de crise, selon une méthode ou l'autre, vise avant tout à éviter cette dissolution de la structure formelle des échanges et de la richesse.

Les pages 178-181 comparent point par point ces deux logiques de crises. Puis, les pages 178-192 analysent plus en détail **le concept de faillite**, notamment en s'appuyant sur l'histoire très éclairante de cette institution en Europe, depuis la fin du Moyen-Age : elle apparaît comme **un témoin exceptionnel de la formation progressive d'une économie capitaliste** dans laquelle l'échec de l'entreprise n'est plus traité comme une faute morale, conduisant à la prison (comme au XVIII^e siècle), mais comme un aléa économique, relevant du droit commun, mais appelant sans pitié la liquidation de la firme sous-performante et l'expropriation des actionnaires. Remarquablement, ceci a fait l'objet en Europe comme aux Etats-Unis, de débats publics et de réformes incessantes, tout au

long du XIX^e siècle : ils rappellent étonnamment les thèmes soulevés par le débat actuel sur l'architecture financière, l'aléa moral et le 'partage du fardeau' (*burden sharing*) :

« Tout au long du XIX^e siècle, les opposants à la règle de faillite ont mis en avant inlassablement les principes fondateurs d'une société libérale, ou du moins leur interprétation de ces principes : intangibilité des contrats, liberté individuelle et responsabilité de l'entrepreneur. Accorder une irresponsabilité relative aux débiteurs encouragerait la paresse et l'aventurisme, ce qui exposerait les banquiers à des risques accrus, entraînant une moindre distribution du crédit. Plus radicalement, le principe d'une renégociation collective des contrats, dont les résultats s'imposeraient aux créanciers minoritaires, ne pouvait que mettre en question (...) les bases morales de l'ordre libéral (...), cela *a fortiori* si l'État lui-même intervenait dans ce processus ou le sanctionnait. Tout comme les opposants actuels à la réduction des dettes des pays en développement, ou bien au « partage du fardeau » face aux crises financières, ces défenseurs de la « discipline de marché » mettaient donc en avant un principe d'efficacité économique, mais aussi une constitution morale et politique. (...) Comme il y a deux siècles, statuer sur la faillite c'est définir le risque capitaliste mais aussi instituer les règles collectives d'une économie fondée sur le contrat et la propriété » (page 186).

Comment les logiques de gestion de crise développées au plan national peuvent-elles être appliquées au plan international? Que nous apprennent les premières quant au problème de « design institutionnel » que soulève désormais le processus de globalisation ?

Le chapitre 8 – « Une petite histoire des la conditionnalité » - On analyse comment se sont formées les règles classiques de gestion de crise, au plan international, cela depuis la phase de globalisation antérieure à 1914 dominée par un principe de laissez-faire. Il ressort avant tout que depuis les premières années du XX^e siècle, l'action collectives devant les crises se rattache entièrement au principe de la faillite et de la renégociation des dettes souveraines : comme un marché de crédit au plan national, le marché du crédit souverain a besoin d'une procédure fiable et prévisible de résolution des défauts, qui sont des événements récurrents, comme le montre leur histoire sur longue période. A défaut de quoi il peut disparaître, comme cela a été le cas dans les années 1930 ou entre les années 1820 et 1850.

La logique de faillite, appliquée au marché de capitaux internationaux, a pris forme historiquement à travers deux concepts majeurs : **la coordination multilatérale** (dont elle est un remarquable marqueur) et **la conditionnalité**, définie comme l'échange de concessions financières contre des engagements de politique économique, arbitré et surveillé par un acteur tiers qui de fait occupe la position du juge de faillite : on retrouve ici les *Money Doctors* américains du début du siècle, la Société des Nations des années 1920, la jeune BRI et plus tard le FMI, en particulier le «second FMI », apparu avec la crise de la dette des années 1980. C'est à cette dernière occasion, qu'au-delà des lenteurs à trouver une issue à la crise, on a vu émerger la « conditionnalité classique », ancrée à la fois dans une règle d'action collective forte et dans une institution multilatérale largement reconnue et relativement bien armée pour négocier avec les Etats souverains. Cette perspective de long terme permet alors de mieux comprendre comment s'est structurée depuis 1944 la relation originale entre le FMI et les Etats en crise : en aucune mesure elle ne s'assimile à la négociation d'un crédit privé, ou elle ne cherche à la « mimer » ; **la conditionnalité est entièrement organisée sous le principe de souveraineté**, qui était au cœur de la conférence de Bretton Woods :

« Joseph Gold (1979), qui a établi la doctrine légale du Fonds, souligne ainsi que juridiquement *la conditionnalité n'a pas de caractère contractuel*. Il met en avant l'aspect trop imprécis des engagements de politique économique et, surtout, le principe que la conditionnalité ne contraint pas le FMI. Ainsi les *Lettres d'intention*, qui résument les engagements de politique économique, ne sont signées *que* par les autorités du pays qui les souscrit, le Fonds rendant public *séparément* l'octroi d'un crédit sans qu'il y ait de relation

formelle entre les deux. (...). En particulier, les critères quantitatifs inclus dans ces documents (*targets*) ne sont pas des clauses contingentes qui contraindraient le FMI à répondre de manière prédéterminée, en cas de non-respect (...)

Dans un tel cadre, la stabilité de la relation avec le pays débiteur repose surtout sur la répétition des échanges dans le temps. (...) L'effet est donc de prolonger dans le temps la logique d'action collective qui se constitue lors du défaut et qui s'éteint, dans un cadre privé, au moment où le juge de faillite se retire et laisse place à l'échange ordonné des engagements respectifs. (...) les engagements pris sont exposés à être modifiés ou trahis, mais ils sont aussi opposés à des menaces crédibles. C'est pourquoi la conditionnalité est bien fondée sur l'échange d'engagements mais que pour autant elle ne « mime » pas les contrats privés. Elle s'inscrit entièrement dans une règle d'interaction entre États souverains et non dans la sphère de l'échange marchand, régulé par le contrat. (...). C'est parce que le FMI se fonde sur la coordination et non sur le transfert des souverainetés qu'il reste le dépositaire d'un multilatéralisme classique, apparu avec le retrait des impérialismes européens, au lendemain de la Seconde Guerre mondiale. » (pages 227/229)

Chapitre 9 : « Les années 1990 : nouvelle architecture ou vieux problèmes ». Armé de l'analyse des crises récentes, de l'opposition théorique entre faillite et dernier ressort et de l'expérience historique de la gestion de crise, on peut revenir directement sur les débats d'architecture financière et les expérimentations successives du FMI, depuis 1995. L'élément le plus remarquable est ici **l'irruption du thème d'un prêteur en dernier ressort international**, en rupture avec toute l'expérience historique depuis un siècle. Qui plus est, il ne s'agit pas seulement de réflexions académique ou de simples propositions de réforme : on observe de fait le développement de formes d'intervention qui relèvent explicitement de cette logique – accroissement énorme des volumes financiers mobilisés, priorité à l'objectif de stabilisation des marchés et des paiements internationaux, intervention dans le compte de capital des pays en crise, autonomisation relative du FMI par rapport aux contraintes d'action collective avec le secteur privé.

Conformément à l'analyse historique précédente, on montre que cette évolution problématique a eu un impact lourd sur la règle d'interaction entre le Fonds et les pays en crise et sur la forme de la conditionnalité. Ceci ressort en particulier de l'analyse de la « doctrine d'intervention » propre à la **Ligne de Crédit Contingente** (*Contingent Credit Line*) : le dernier instrument dont ait été doté le FMI (mai 1999), sur lequel à ce jour aucun pays ne s'est engagé, mais qui formalise explicitement une relation en rupture complète avec l'expérience de la conditionnalité, notamment celle des *stand-by* – conditionnalité structurelle extrêmement détaillée, principe de pré-qualification, report massif des contraintes sur le seul pays signataire, autonomie de décision maximale de la direction et des actionnaires du FMI, absence de cadre explicite de *burden sharing*.

D'où cette conclusion : un prêteur en dernier ressort appliqué aux économies de la périphérie, dont la CCL présente la meilleure approximation disponible, implique de fait une relation extrêmement asymétrique, porteuse d'une conditionalité qui entre profondément sur le terrain microéconomique et institutionnel, c'est-à-dire dans l'économie-politique interne à chaque économie. C'est pourquoi, conclue-t-on, cet instrument s'inscrit en dehors des règles classiques du multilatéralisme, héritées de Bretton Woods (1944), du fait du transfert de souveraineté qu'il demande. En un mot, on retrouve la vieille thèse de Charles Kindleberger selon laquelle un prêteur en dernier ressort international implique un principe hégémonique.

Les propositions d'Anne Krueger sur la renégociation des dettes souveraines (novembre 2001) apparaissent rétrospectivement comme une confirmation de l'opposition canonique défendue dans ce livre entre deux principes de gestion de crise : la renégociation des dettes souveraines à la Krueger et la faillite ce que la LCC était à l'action internationale en dernier ressort. En un mot, un extraordinaire exercice de prospective institutionnelle ou, au choix, une étonnante spéculation utopique. Dans les deux cas on est en effet frappé par la cohérence formelle et l'élégance de l'objet nouveau ainsi sorti de la planche à dessin du FMI : on retrouve dans les textes d'Anne Krueger tous

les éléments du débat historique sur les lois de faillites, retranscrit dans un cadre multilatéral et inséré, de fait, dans la pratique traditionnelle du Fonds. Il y a bien en ce sens une réinvention, au moins formelle, de la conditionnalité classique des années 1980 dans un cadre qui rétablit un principe multilatéral, à l'intérieur des marchés globalisés des années 1990.

On sait toutefois que le Trésor US et le secteur financier privé se sont opposés fortement à ces propositions, qui ne devraient donc pas trouver de débouché concret dans l'avenir prochain. Elles devraient rester cependant comme un cadre de référence dans la discussion, certains éléments pouvant toutefois être conservés et appliqués à l'avenir

- d'une part la question d'une généralisation des **Clauses d'Action Collectives**, destinée à faciliter la renégociation des dettes obligataires, continue de faire lentement son chemin : presque tout le monde admet le bien-fondé, la question étant plutôt la voie à adopter pour la généraliser
- d'autre part, il est possible que l'on voit reconstruire à l'avenir, dans des conditions relativement restrictives, la possibilité pour le FMI de valider un **contrôle provisoire sur les sorties de capitaux**, encadré par le principe de conditionnalité ; on verrait ainsi émerger une stratégie alternative au soutien inconditionnel à la convertibilité, qui a dominé les années 1995-1999, avec des résultats pour le moins mitigés.

Deux éléments devraient pousser en particulier vers cette dernière évolution : le scepticisme croissant envers les grandes opérations de *bail-out* de type Mexique-Corée ; puis le risque qu'à défaut d'être protégé efficacement contre les crises financières contagieuses, certains pays optent à l'avenir pour des stratégies unilatérales, hors FMI, qui mettraient en question sur le fonds le principe d'une action collective des Etats face aux crises : en un mot, face à l'émergence d'un « risque indonésien », et constatant l'inefficacité des instruments multilatéraux, l'*opt-out option* paraîtra la plus rationnelle. Toutes choses égales par ailleurs on se retrouverait face à une situation de sauve-qui-peut rappelant les années 1930...

* * *

Au total, **dans les prochaines années, la gestion des crises internationales** devrait rester marquée par un degré élevé d'improvisation, une fragilité certaine sur le plan de la doctrine et donc par tous les risques propres à une démarche de type ad hoc. Ne disposant pas d'une règle de conduite précise pour arbitrer entre les interventions en dernier ressort et la suspension des échanges, les instruments disponibles n'étant pas non plus solidement établis, le tâtonnement devrait continuer à dominer, avec tous les risques politiques que cela implique : sauver à tout prix la Corée mais laisser tomber l'Argentine, soutenir un peu le Brésil tout en s'en défendant, etc. **On peut alors envisager deux cas de figure :**

- une crise internationale grave, face à laquelle on n'aurait pas les instruments et le savoir-faire pour répondre sur un 'front large' : on ne peut exclure que la survie des marchés de capitaux globalisés soit alors mise en question, au moins dans leur périmètre actuel ;
- ou, au contraire, l'expérience pourra démentir le goût académique pour la clarté formelle et l'on verra émerger progressivement une pratique raisonnablement efficace de la gestion de crise, incluant des procédures raisonnablement fiables en matière de renégociation des dettes obligataires et de contrôle des capitaux, dans les cas extrêmes.

Ces enjeux, qui sont actuellement au cœur du débat international, n'épuisent pas cependant les questions nouvelles soulevées par la globalisation des années 1990. Ces propositions restent centrées en effet sur les instruments publics de gestion de crise : renégociation des dettes souveraines, réglementation des mouvements de capitaux, régimes de change, politique macroéconomique, etc. Or la gestion des crises de paiements internationale devra aussi intégrer, sans doute de manière croissante, la renégociation des dettes privées : or, contrairement à la dette extérieure des Etats, qui est réglée généralement par la loi américaine ou anglaise (au moins pour les économies émergentes), celle des entreprises et des banques, notamment quand elle libellée en monnaie locale, renvoie de manière

croissante au droit national et aux institutions judiciaires qui doivent le défendre. En un mot, si on a un problème avec une action russe, un crédit à une banque thaïe ou un papier commercial émis à Jakarta, la seule juridiction à laquelle on peut faire appel est celle de ces pays. Non seulement ceci est une situation radicalement nouvelle, mais elle peut réserver des déconvenues, souvent mal anticipées par les investisseurs...

* * *

Ceci ouvre sur les conclusions plus générales proposées dans **le dernier chapitre** : « **la globalisation partielle** ». Au-delà des crises récentes, au-delà aussi des stratégies précipitées de libéralisation suivies dans les années 1990, un élément nous semble caractériser la situation actuelle de l'économie mondiale. Elle n'est pas tant marquée par une marche irrésistible vers une économie entièrement globalisée, encore moins par une « globalisation déjà achevée ». Au contraire, les crises récentes, mais aussi les dilemmes plus généraux de la « maîtrise de la globalisation », semblent renvoyer à une tension structurelle, sans doute durable, qui traverse le processus de globalisation et parfois le fragilise : elle oppose d'une part les marchés, qui sont effectivement de plus en plus intégrés, et de l'autre certaines institutions économiques – plutôt que les Etats pris globalement – qui les soutiennent et qui doivent aussi les défendre, face à leurs crises récurrentes.

Deux institutions en particulier doivent ici retenir l'attention : **les droits de propriété et la monnaie**. Après avoir été un enjeu central de la construction des économies occidentales au XIX^e siècle (par exemple avec le droit des faillites), elles sont assez logiquement aujourd'hui un enjeu crucial dans les économies où ce modèle économique est encore partiellement établi – en Europe de l'Est mais aussi dans les économies émergentes du Sud. Les deux, enfin, sont immédiatement à l'arrière-plan des dilemmes posés par les deux stratégies de gestion de crise : l'objet ultime de la faillite est de défendre la propriété, en dépit de l'insolvabilité de certains agents, de même que les interventions en dernier ressort protègent la monnaie.

On retrouve ici la question de l'Etat de droit libéral : l'enjeu premier face à l'ouverture des marchés et à la globalisation n'est pas tant de défendre l'Etat interventionniste et discrétionnaires – aussi légitime soit-il – mais d'établir les institutions et les règles du jeu élémentaires sans lesquelles il n'y a ni de marchés ni plus généralement d'économie capitaliste raisonnablement stable et bénéfique.

Aujourd'hui, une source majeure de faiblesse structurelle, au plan des économies nationales comme des marchés globalisés, renvoie à cette infrastructure fragile : non seulement ces institutions du capitalisme libéral sont faibles dans de très nombreux pays mais, au-delà, leur simple fractionnement entre pays est une source d'incertitude et de défaillances collectives. Ainsi les problèmes les plus aigus de la globalisation ne renvoient pas à ce qu'il y a de plus homogène dans les marchés internationaux, mais à leur ancrage instable dans des infrastructures institutionnelles fragmentées.

Par exemple, au plan monétaire, on sait gérer efficacement un risque systémique sur les paiements internationaux au sens strict, qui ne concernent en fait que trois ou quatre devises : on l'a vu dans les jours qui ont suivi le 11 septembre 2001 (voir page 243-244). En revanche, les vrais problèmes, qui sont à l'origine des crises les plus violentes, ont leur origine au point où ces marchés s'ancrent dans des institutions nationale – les monnaies locales, les Banques centrales, les systèmes bancaires. Ici s'observent les « court-circuits » de loin les dangereux : au point de contact entre les marchés globaux et les institutions économiques majeures que sont, au plan national, les monnaies et les droits de propriété. (voir par la **Lettre du Cepii** de juillet-août 2002 sur la définition locale des droits de propriété échangés internationalement).

Ceci a une conséquence politique non-négligeable. Plutôt que de chercher à construire des « institutions globales », établies de plain-pied avec les marchés internationaux – comme un prêteur en dernier ressort international - deux priorités ressortent fortement : d'abord le développement des Etats de droit, de leurs institutions et de leurs compétences, puis le renforcement de leurs capacité d'action collective, ce qui renvoie en fait au multilatéralisme classique de Bretton Woods.