

L'économie politique des défauts souverains

Jérôme Sgard, Sciences-Po/ CERI

Contribution au colloque '*Insolvabilité des Etats et Dettes Souveraines*'
Sénat, 10 novembre 2010

Mars 2011 - Version provisoire n° 2

L'économie politique des défauts souverains.

1. Les termes du débat¹

Le constat est banal: les Etats font régulièrement faillite, depuis longtemps. Charles Quint en 1559 est un exemple classique, et la monarchie française a vécu sous la menace d'une banqueroute pendant au moins cent cinquante ans, jusqu'à la Révolution. De même, indépendant en 1821 le Mexique a émis pour la première fois de la dette à Londres en 1824 et a cessé ses paiements trois ans plus tard. La première globalisation financière (1870-1914), puis les années 1930 et la décennie 1980 en Amérique latine offrent des nombreux exemples similaires. Rappelons-nous aussi le cas de la Russie (1998) ou de l'Argentine (2001) qui ne sont que les plus spectaculaires des exemples récents.²

Ces événements récurrents posent toutefois des problèmes très particuliers qui par exemple interdisent de les comparer directement aux faillites privées, par des entreprises. Pour commencer, les coûts individuels et collectifs sont sans commune mesure : un défaut souverain vient en tendance avec une grosse récession, une chute du change, des tensions sociales intenses et, souvent, une crise bancaire ou une hyperinflation. Ensuite, l'insolvabilité d'un Etat n'est pas aisée à identifier et mesurer: on ne saurait établir un bilan consolidé d'un pays et repérer à l'actif les éléments qui pourrait venir équilibrer un passif excessif, ou signer au contraire la « non-soutenabilité » de la dette. Le plus souvent il faut donc on passer par des mesures indirectes. Par exemple, les économistes de risque-pays considèrent souvent qu'un Etat qui consacre plus de 20% de ses recettes fiscales aux paiements d'intérêt est dans une position délicate. De manière plus rigoureuse, Reinhart et Rogoff (2009) ont montré récemment qu'au-delà de 90% de Pib, la dette publique tend à exercer un effet négatif tangible sur la croissance. Dans ce cas, peut-on penser, une réduction de créance sur une dette très élevée pourrait permettre une augmentation de l'épargne, de l'investissement et donc de la croissance.

Un pas plus loin, il faut reconnaître cependant le caractère politique de la décision de faire défaut ou de continuer de servir sa dette. De la capacité de payer, qui renvoie à des variables tangibles quoique peut-être difficiles à mesurer, il faut passer à la volonté de payer (Fishlow 1986). Or le propre d'un

¹ La préparation de cet article a bénéficié du soutien financier du Département de la recherche de Sciences-Po, auquel on adresse ici ses remerciements.

² Sur l'histoire à long terme de l'endettement international et ses crises, on peut lire notamment dans une littérature abondante, Aggarval (1996), Lipson (1985), Eichengreen et Lindert (1989), Marichal (2010),

Etat souverain, de notoriété publique, est d'être difficile à contraindre. Par exemple, la saisie de ses biens à l'étranger, lorsqu'ils ne sont pas protégés par les immunités diplomatiques, offre rarement un recours significatif. Sans même aller jusqu'à la répudiation, qui marque le refus de reconnaître la dette et d'entrer dans quelque forme de négociation (cf. la Russie en 1918), il faut donc voir dans la volonté de payer l'expression d'un consentement collectif, diffus mais prégnant. L'exemple classique est l'Allemagne des années 1920 qui a restructuré trois fois de suite ses indemnités de guerre aux Alliés, puis les a répudiées en 1933 avant de négocier un règlement symbolique en 1953. Or, initialement, le montant qui lui avait imposé lors du Traité de Versailles était comparable à celui payé sans broncher par la France, en 1871 – un épisode qui est entièrement sorti de la mémoire collective (Ritschl, 1999).

Ces exemples suggèrent toutefois qu'au-delà du calcul égoïste du souverain, et de sa tractation avec les citoyens-contribuables, son choix pourra être aussi déterminé par l'environnement international dans lequel il agit. En d'autres termes, les dettes souveraines relèvent aussi d'une théorie des relations internationales : par exemple une théorie des « régimes » de dettes et de renégociation, dans lesquels des institutions et des règles du jeu peuvent affecter les choix des créanciers et des débiteurs et donc la possibilité d'un développement plus ou moins importants de ce marché (Kahler 1986). Ainsi, dans l'exemple allemand, on peut penser par exemple qu'un ordre politique international particulièrement faible dans l'entre-deux-guerres a contribué à rendre possible, voire rationnelle une stratégie de renégociations successives puis de répudiation (James 2001). A contrario, l'Amérique latine des années 1980 était insérée dans un ordre politique régional solide, dans lequel l'autorité des Etats-Unis et du Fond monétaire ne pouvait guère être contestée radicalement. Encore aujourd'hui on s'étonne de la faiblesse de la coordination des Etats endettés, alors même que le risque potentiel pour les pays créanciers était parfaitement perçu (Kaufman, 1988).

Cette question de l'effet des règles du jeu international sur la régulation du marché a été aussi abordée dans la littérature économique, de manière controversée. Le cadre standard, ou orthodoxe, s'aligne en fait sur une vue très réaliste ou égoïste de l'Etat souverain. L'impossibilité d'imposer à ce dernier toute contrainte normative tangible en ferait un pur agent économique anémique, qui opèrerait dans un espace marchand vide, non-institué, dénué en particulier de toute règle de droit. En somme, un marché où le créancier privé est tellement faible face à l'arbitraire de son débiteur souverain, que seuls les coûts économiques et sociaux énormes d'un défaut lui laissent une chance d'être remboursé. Le tout décrit une logique de dissuasion : les conséquences doivent être telles que même le souverain le plus cynique, ou le plus opportuniste, y regardera à deux fois avant de spolier ses créanciers. Une fois ce constat établi, il ne devrait avoir d'autre objectif que de construire et de protéger précieusement sa réputation de bon payeur qui lui assurera des conditions d'emprunt favorables (Eaton et al. 1981,

Eaton et Gersowitz 1981). En un mot, la possibilité d'un marché avec un souverain repose sur un arbitrage utilitariste entre la peur de la sanction et les bénéfices de la réputation.³

Dans une telle perspective toute intervention ou toute règle du jeu extérieure visant à faciliter la résolution des défauts ne peut avoir que des conséquences négatives, simplement en raison de l'objectif qu'elle se donne – réduire le coût d'une défaillance. En affaiblissant un peu plus les créanciers, elle les conduirait en pratique à se retirer de ce marché décidément trop dangereux et donc à réduire encore la possibilité d'un échange contractuel viable avec emprunteurs souverains et investisseurs privés (Bulow et Rogoff 1988 et 1989). Toute médiation par le FMI, en particulier, ne saurait être qu'une source d'aléa de moralité, quoiqu'il veuille et quoiqu'il fasse (Vaubel 1983, Schwartz 1999 et 2003, Shleifer 2002).

L'option théorique alternative, que l'on suit ici, part en revanche d'un constat pragmatique: le marché de la dette souveraine a toujours vu un flux important de défaillances. Donc en pratique le principe de dissuasion ne fonctionne pas bien : on n'est pas dans un jeu comparable à la confrontation nucléaire, où la réussite est de ne jamais aller au conflit, mais dans un jeu plus compliqué, où de fait des coûts massifs sont imposés régulièrement aux populations et aux économies endettées. Et ceci nous rappelle régulièrement qu'un défaut souverain reste un désastre pour le pays endetté et non pas un *free lunch* aux dépens des créanciers privés. Une fois ce point posé, on légitime la possibilité d'une intervention ou d'une régulation (Roubini 2002). Non seulement elles peuvent chercher légitimement à réduire les coûts d'un défaut, mais en aidant à surmonter les défauts de paiement, elles protègent le marché de la dette contre la vraie menace : non pas l'aléa de moralité sur les Etats endettés, mais l'incitation à laquelle ils sont exposés de répudier en raison des coûts qui leur sont imposés par une résolution de crise inefficace. In fine on arrive ainsi à une conclusion exactement inverse à celle de l'argument antérieur: la stabilité du marché dépend de la présence d'une procédure balisée de négociation, de représentation, d'arbitrage et de garantie mutuelle. On retrouve donc (enfin) les pièces élémentaires d'une logique de faillite comparable formellement à la règle appliquée au plan interne, avec les entreprises (Bolton 2002), là où une perspective purement microéconomique ou réaliste interdisait toute problématique institutionnelle.

2. Faillite et prêteur en dernier ressort

Dans la suite de cet article, on se propose d'analyser de manière plus détaillée deux « régimes » de restructuration: celui qui a dominé la crise de la dette des années 1980, et celui qui est en vigueur aujourd'hui. En particulier, on va observer comment la logique de faillite s'articule différemment,

³ Cela nous rapproche aussi de toutes les formes de contrats qui s'échangent en dehors d'un ordre juridique étatique, un peu comme dans le cas du micro-crédit (Ghatak et Guinane, 1999) ou bien du commerce à longue distance dans la Méditerranée médiévale, tel que l'analyse A. Greiff (1993).

dans ces deux cas de figure, avec l'autre modèle générique de gestion de crise - le prêteur en dernier ressort - qu'il prenne la forme achevée d'une Banque centrale ou la forme partielle d'une intervention du FMI. Dans ce second modèle, la priorité n'est pas d'accompagner et de régler un défaut, mais au contraire de l'éviter à tout prix et donc d'aider le pays en crise à maintenir la continuité des paiements. Souvent, cette stratégie est entièrement justifiée : des pays peuvent être menacés indûment par des crises de marché, porteuses de contagion ; et puis, on l'a dit, un défaut et une restructuration sont toujours très coûteuses, pour tout le monde. Ce type de crise doit alors être traitée par des apports en liquidité, parfois massifs – FMI ou banque centrale. Mais le risque implicite est connu : une assurance inconditionnelle sur fonds publics – une stratégie de *bail-out* - pourra créer un aléa de moralité, cette fois-ci sur les investisseurs. En d'autres termes, l'anticipation d'une intervention publique pourra les inciter à l'avenir à prendre plus de risque et donc à alimenter plus d'instabilité financière. C'est alors que se pose en termes de choix politique et de procédure opérationnelle la question du passage à une logique de faillite.

L'articulation entre ces deux stratégies de gestion de crise (qui n'ont pas d'alternative tierce) repose sur une règle d'or, inscrite en particulier dans le texte canonique qui définit le bon usage du prêteur en dernier ressort - *Lombard Street* (1871). Dans cet ouvrage, Walter Bagehot donne en effet trois conditions opératoires : une banque centrale intervenant en dernier ressort doit apporter de la monnaie aux banques sans limite, contre le meilleur collatéral, et à un taux d'intérêt punitif. Puis il donne une pré-condition: seules les banques « solvables mais illiquides » doivent être soutenues, c'est-à-dire celles qui n'arrivent plus à se refinancer sur le marché en raison de la crise systémique, mais qui sont viables à long terme. A contrario les banques insolubles doivent être sorties du marché – elles relèvent désormais d'une procédure de faillite, impliquant la sortie du marché. Dans la pratique on sait que des banques initialement solvables peuvent devenir insolubles au cours de la crise – par exemple si leur portefeuille d'action ou de tout titre un peu spéculatif subit des pertes majeures. A chaud, il peut devenir difficile de différencier en pratique les deux classes de banques. Dans ce cas, la règle est de soutenir en liquidité ces institutions financières, pour éviter des faillites indues mais toujours très coûteuses ; puis, a posteriori, une fois la crise passée, on peut explorer ses comptes et sanctionner le cas échéant une prise de risque excessives.

Au plan de la doctrine, l'articulation entre les deux modes de régulation est donc claire, permettant ainsi de guider le gestionnaire de crise quitte à ce que parfois il se trompe. En 2008 par exemple, les autorités américaines ont soutenu en liquidité Lehman Brothers pendant des semaines (via la Fed), avant de décider de couper court et de mettre en faillite cette banque. Cette décision a eu certes des conséquences très négatives, appelant dans les mois suivants plus d'intervention en prêteur en dernier ressort et plus de faillites. Mais au moins l'arbitrage des autorités entre ces deux stratégies était-il clair sur le principe tout en reposant sur des instruments disponibles et efficaces. La question que l'on discute maintenant est comment cette articulation a opéré au plan international, dans les années 1980

et des années de globalisation, sachant que ce lien critique va déterminer les contours d'une « architecture financière internationale » et notamment le partage entre l'aléa de moralité et la sanction du marché.

3. Le modèle de négociation des années 1980

Le modèle de restructuration de dette mis au point par le FMI lors de la restructuration mexicaine ouverte en Aout 1982, puis appliqué pendant toute les années 1980, est de fait l'approximation la plus achevée d'une « procédure de faillite pour Etat souverain ».

Pourtant, initialement, les grandes banques internationales ont tout fait pour obtenir un renflouement inconditionnel, et donc pour s'exempter de toute démarche constructive. Loin d'être aveugle au désastre prochain, dès les années 1977-78 elles étaient très inquiètes quant à la soutenabilité des dettes accumulées par les pays en développement (voir par exemple United States Congress, 1977). Dans la presse spécialisée, dans les auditions au Sénat américain, mais aussi dans les archives du FMI, les appels au *bail-out* des banques abondent. Pour résumer : il fallait augmenter massivement les ressources du FMI pour lui permettre de renflouer les banques. Mais en Août 1982, lorsque le Mexique a demandé une restructuration, elles n'ont pas obtenu gain de cause. La gestion de la crise est passée directement à la règle de faillite, en écartant toute démarche relevant d'un prêteur en dernier ressort inconditionnel.

La petite histoire est connue (Kraft 1984, Cohen 1986). En novembre 1982, le Directeur Général (*Managing Director*) du FMI, Jacques de Larosière, a fait aux banques une proposition très simple : sur les 8,3 milliards de dollars de besoins de financement du pays, en 1983, le Fmi et le G10 pouvaient contribuer à hauteur de 3,3 milliards. Restaient donc 5 milliards qu'il invitait les banques à apporter, au prorata de leurs engagements existants. Mais, a-t-il ajouté, le conseil exécutif du Fmi n'était pas autorisé à débattre d'un programme qui ne reposerait pas sur des hypothèses crédibles de financement externe, donc sur un engagement clair des banques – dans la techno-langue du FMI, un programme dont le *financing gap* ne serait pas bouclé. Evidemment, cela n'obligeait pas le Directeur de préciser que ces règles de décisions ne reposaient que sur les décisions internes du Conseil d'administration (*Executive Board*). Des liasses de telex, dans les archives du FMI, attestent que les échanges ont été intenses dans les semaines ultérieures. Mais à la fin décembre, les 5 milliards de dollars des banques étaient en gros sur la table du Conseil. On était donc entré dans une logique de gestion de crise relevant de la faillite, ou de la négociation concertée, et non dans une logique de prêteur en dernier ressort ou de *bail-out*. Les dizaines de rééchelonnements, puis de réductions de dette qui suivront au cours de la décennie suivront exactement la même approche, rassemblant le pays endetté, le secteur bancaire privé, les gouvernements des pays développés et l'organisation multilatérale.

En pratique, le FMI a donc endossé de responsabilités complexes et, pour lui, nouvelles. Il lui revenait de coordonner les différentes parties, de produire un « état des lieux » de l'économie en crise et ensuite d'arbitrer le « partage du fardeau » entre créanciers et débiteur. Enfin, l'exercice musclé de la conditionalité donnaient aux banques des assurances raisonnables que le pays suivrait à l'avenir une politique économique cohérente avec ses nouveaux engagements financiers. En effet, si après avoir obtenu des concessions de ses créanciers, l'Etat débiteur ne corrigeait pas sa politique économique et menaçait d'un nouveau défaut, alors l'incitation à négocier des banques disparaissait et le marché risquait de ne pas se remettre d'un défaut.⁴

Au total, le FMI assumait donc deux fonctions cardinales : d'une part il était l'arbitre de la négociation, ce qui le plaçait dans la position quasi-judiciaire d'une sorte de juge de paix ; de l'autre, il était le garant de l'exécution des engagements, en particulier des Etats. Ce régime de renégociation réunissait ainsi dans la même institution la balance de la justice et la main forte de la conditionalité : une proximité entre ces deux pouvoirs que depuis très longtemps les acteurs privés (et les citoyens) refusent dans l'ordre constitutionnalisé interne des Etats libéraux.

Ce dispositif présentait un autre caractère remarquable: il était très largement ad hoc, informel, et fonctionnait entièrement à distance des règles tant de droit international public, que du droit des contrats ou des régulations bancaires nationales. En principe la juridiction sur les contrats de dette (en l'occurrence de larges syndications bancaires) était celle des places sur lesquelles ils avaient été échangés – principalement Londres et New York. Or au cours des années 1980, les recours en justice sur les dettes souveraines ont été limités et de peu d'effet. En particulier, les clauses de renégociation incluse dans ces syndications n'ont jamais été suivies (Mudge 1984, Clarke et Farrar 1982, Guttentag et Herring 1983). La raison principale est que toute intervention d'un juge aurait conduit à qualifier juridiquement l'accident de paiement comme défaut, ce qui aurait eu deux conséquences : l'obligation d'un provisionnement massif de ces avoirs par les banques, et l'extension de cette qualification à la plus grande partie de la dette du pays concerné (cela par l'intermédiaire des clauses de *cross-default*). C'est une des raisons pour lesquelles toutes les négociations ultérieures, jusqu'au Plan Brady de 1989, se sont faites dans une forme d'apesanteur au regard des règles de droit qui gouvernait les contrats de dette.

Ce n'est pas tout. Les comités de coordination des banques commerciales, connus sous le nom de Club de Londres (ou *Steering Committee*), qui négociaient les accords de rééchelonnement n'avaient eux-mêmes aucune existence juridique. Alors qu'ils engageaient de facto jusqu'à plusieurs centaines de banques, ils n'avaient reçu d'elle aucune délégation formelle ou aucun mandat, et par conséquent ils n'avaient aucune forme de responsabilité au sens juridique du terme (Lipson 1985, Bucheit et Reisner

⁴ Le principal ouvrage retrospectif sur la crise de la dette est Cline (1994). Voir aussi, sur la méthode de restructuration post 1982 : FMI (1983a & b), Sachs (1984), Husain et Diwan (1989), Sgard (2002).

1988, Carreau et Shaw 1995). En pratique, c'était le pays débiteur qui, au moment où il annonçait son intention de renégocier sa dette, désignait unilatéralement la banque qui présiderait ledit comité. Pourtant ces Clubs de Londres ont bien fonctionné et ils n'ont jamais été sérieusement contestés ou concurrencés. Le Fond Monétaire lui-même les a reconnus comme interlocuteurs légitimes. Plus étonnant encore, il a accepté de conditionner ses propres décisions à celle de ces entités non-identifiées: entre 1982 et 1989, il était admis qu'il ne déboursait pas de crédit (*stand-by agreement*) avant qu'un accord ait été conclu entre le débiteur et son Club de Londres.

Cette pratique du FMI était évidemment tout à fait étrangère à l'esprit et à la lettre de ses Statuts de 1944, comme d'ailleurs aux règles communes de fonctionnement de toutes les organisations intergouvernementales. En droit, elle ne reposait que sur des Décisions de son Conseil d'administration (*Executive Board*), prises au titre de la capacité conférée à ce Conseil lors de la Conférence de Bretton Woods d'interpréter lui-même les statuts de cette organisation (Hexner 1959, Gold 1968, Head 2007). Dit dans un langage plus quotidien, on est dans une forme d'auto-pilotage, à bonne distance de toute contrainte à caractère constitutionnel. Depuis les années 1950, cette capacité d'interprétation fonde aussi les règles qui gouvernent les Accords de confirmation (crédits *Stand-By*), règles qui sont donc entièrement à caractère jurisprudentiel. La conditionalité elle-même ne reposait formellement, en 1982, que sur de brèves *Guidelines*, adoptées en 1968 et révisées en 1979 lors de la réforme des statuts du Fond (Gold 1963 et 1980, Dell 1981). Tout le reste relevait de l'expérience acquise et d'une formalisation minimale dans les *By-laws* internes. Le paradoxe est donc que ce biais majeurs vers l'informalité s'observait en particulier pour deux sujets - les restructurations et la conditionalité – qui mettent en question de manière très aigues les relations du FMI avec les pays-membres et leurs prérogatives de souveraineté.

Au total on a donc bien ce paradoxe d'une règle de restructuration des dettes souveraines qui, entre 1982 et 1989, fonctionne selon des principes relevant d'une règle de faillite générique, mais cela de manière essentiellement adhoc. Non seulement le bras judiciaire et le bras exécutif sont conjoints, mais ils sont eux-mêmes actionnés selon des principes établis pour l'essentiel par le FMI lui-même, à grande distance tant du droit international public, du droit des contrats, ou des juridictions et régulations bancaires nationales. Qui plus est, ce dispositif a priori fragile a été in fine très efficace. D'une part, la durée de la crise n'est pas due à cette règle de procédure mais à ces hypothèses préalables : il a fallu plus de six ans avant pour reconnaître que les négociations devaient porter sur des réductions d'encours, et non sur de simples rééchelonnements. D'autre part, on l'a dit, cet épisode est le seul depuis la fondation du FMI pendant lequel, de manière régulière et prévisible, les créanciers ont été conduits à participer à une stratégie coopérative de restructuration. Dans tous les autres cas de figure, en particulier au cours des années 1990 et 2000, l'option alternative a dominé : le prêteur en dernier ressort, et donc la priorité à la continuité des paiements, c'est-à-dire la liberté de retrait des

capitaux. En d'autres termes, le risque très clair du *bail-out* des investisseurs privés par la mobilisation massives de ressources publiques.

4. Ce qui a changé avec la globalisation

Deux raisons principales expliquent pourquoi, depuis les débuts de la globalisation financière, le dispositif de renégociation hérité des années 1980 ne fonctionne plus. D'abord le nombre et la diversité des investisseurs sur les marchés de dette souveraine rendent extrêmement difficile l'adoption d'une règle de coordination et de décision. Cette contrainte est accentuée par un mouvement de « relocalisation » du règlement des différends contractuels, dans les juridictions nationales. Alors qu'elles avaient été marginalisées dans la décennie antérieure au profit d'une approche ad hoc, elles ont retrouvé une emprise en raison principalement de la demande des investisseurs privés : afin d'éviter leur embrigadement dans de nouvelles règles coopératives et informelles, ils ont cherché l'appui des tribunaux nationaux pour protéger leurs droits contractuels et mieux résister, in fine, à toute mesure contraignante de restructuration (Eichengreen et Portes 1995, Hagan 2002). En ce sens, le changement de régime est bien allé de pair avec une stratégie de sortie de l'action collective, résumée génériquement par la règle de faillite.

Ce glissement a été très vite identifié: dès 1995 et 1996 des travaux relativement poussés ont eu lieu au FMI, qui ont été discutés par les représentants des Etats-membres (FMI 1995, FMI 1996 a & b, Sachs 1995). Puis, en 2001-2003, le FMI a proposé la mise en place d'une « cour de faillite pour les Etats souverains » à caractère obligatoire et statutaire, qui se serait substituée formellement (cette fois-ci) aux juridictions naturelles de ces contrats de dette – les tribunaux des places financières où ils ont été mis, New York et Londres (FMI 2002). Mais ce long effort n'a pas abouti et le gouvernement américain, à l'origine de la proposition, a finalement demandé au FMI de la retirer. Sont en cause ici la résistance des lobbies financier privés, le coût politique de construire une telle institution, l'abandon de souveraineté qu'il implique, la nécessité de ce fait d'en passer par un traité international (Hagan 2005). Tous ces facteurs semblent pour le moment fermer la route d'une approche très structurée des défauts de paiements, alors même qu'on ne voit pas non plus comment retrouver la voie une approche adhoc, du type de celle en vigueur dans les années 1980.

L'alternative actuellement suivie repose donc sur des mécanismes entièrement contractuels, notamment sur les Clauses d'action collective inscrite dans chaque émission obligataire : elles assurent en cas de défaut un minimum de coordination entre porteurs d'une même émission, mais elles laissent ouverte la question de la coordination entre porteurs de titres différents (Fisch et Gentile 2005, Gugiatti et Anthony 2005). Alors que des défaillances portant sur moins d'une dizaine d'émissions ont été traitées efficacement sur cette base, au-delà on a nettement moins d'assurance. En outre, un

corollaire de cette approche, souvent inaperçu, est qu'il n'y a plus d'ancrage clair et prévisible entre la négociation financière et la conditionnalité. La balance de la justice et la main forte du FMI sur les politiques économiques sont désormais séparées ; résultat, la première offre sans doute moins de garantie d'équité, et les garanties d'exécution de la seconde sont moins claires.

La globalisation financière a eu une seconde conséquence majeure: désormais les risques systémiques sont immédiats et brutaux. Le défaut russe de 1998 a eu immédiatement un impact majeur sur tous les marchés internationaux, et on se rappelle aussi des conséquences de la chute de la Maison Lehman, en septembre 2008. De manière comparable, la crise européenne de la dette depuis le printemps 2010 s'est développée sous la menace permanente qu'une décision impromptue, ou un faux-pas de tel ou tel joueur, cause un nouveau choc global. Tel n'était pas le cas avant la globalisation financière. Lors de l'annonce de la restructuration mexicaine, en 1982, la présence d'un risque systémique était présente à l'esprit de tous et il a justifié l'intervention énergique du FMI face aux banques. Mais l'hypothèse d'un choc systémique est restée de l'ordre de la possibilité diffuse, ou de la menace latente, au cas où l'on ne réagissait pas de manière rigoureuse dans les *mois* suivants. Alors que cette crise avait pris tout le monde par surprise, dans les jours qui suivent on n'observe aucun mouvement majeur sur les taux d'intérêt inter-bancaires, qui auraient signalé le plus clairement des tensions systémiques. Aujourd'hui, le délai de réponse à un risque systémique se calcule en jours, et plus probablement en heures, sinon en minutes, tandis que les risques encourus sont beaucoup plus lourds.

Cette menace exerce donc une pression extrême sur les pouvoirs publics – FMI et grandes banques centrales. Parallèlement à l'affaiblissement de la logique de renégociation, c'est le second facteur qui conduit à un appel toujours plus puissant au prêteur au dernier ressort, porteur lui-même d'un aléa de moralité manifeste sur les investisseurs privés : ils peuvent raisonnablement escompter une forme d'assurance publique de leurs risques privés dès lors qu'ils investissent sur un marché *too big to fail*. S'ouvre alors la perspective hautement inquiétante d'une prise de risque toujours accrue, ouvrant sur plus d'instabilité financière, et donc plus d'interventions publiques. Une autre séquence dangereuse, elle aussi bien connue, pourra voir un pays soutenu pendant des années, au prix de sacrifices majeurs au plan interne, là où l'option rationnelle de restructurer tout de suite, sans attendre. L'Argentine des années 1998 à 2001 est l'exemple le plus clair, mais la Grèce présente aujourd'hui un profil assez comparable : dans les années 1980, elle aurait depuis longtemps engagé des négociations.

Le résultat d'ensemble est une architecture financière internationale bancaire. D'un côté on a des prêteurs en dernier ressort partiels (le FMI) ou bien entiers (les Banques centrales), qui risquent de reporter trop longtemps des restructurations inévitables, tout en assurant le *bail-out* des investisseurs privés. Mais, de l'autre côté, si l'on conclue que la dette de tel ou tel pays doit être restructurée, on ne dispose pas de l'instrument adéquat : ni la sortie ordonnée du marché, ni le règlement ultérieur de cette défaillance ne peuvent être envisagés de manière raisonnablement sûre et prévisible. Dans un premier

temps on est exposé à un risque systémique majeur au moment du défaut, ensuite la probabilité d'une impasse dans la négociation laisse anticiper des résultats inéquitables d'un point de vue distributif, et inefficaces au plan économique.

En 2009-2010, lors de la crise de la dette grecque et irlandaise, la BCE a commencé par intervenir massivement, dans des proportions sans commune mesure avec l'action du FMI, forcément limité par des moyens financiers qui lui sont concédés par ses Etats-membres. Face à un risque systémique majeur, la capacité de création monétaire virtuellement illimitée de la Banque centrale l'a conduit bien plus loin dans cette fonction de prêteur en dernier ressort international que jamais ses fondateurs et maîtres à penser n'avaient imaginé. Puis, dans un second temps, de manière très pragmatique, la BCE et ses principaux Etats-membre – en premier lieu l'Allemagne – se sont posé la question des limites à ses interventions. Comment mettre un point d'arrêt à son soutien inconditionnel, et passer à une logique de négociation et de conditionalité ? Logiquement, on a donc commencé à envisager une procédure de faillite pour les membres de la zone euro, qui aurait eu les deux objectifs que nous avons maintenant bien identifiés: construire un arsenal de gestion de crise cohérent, et briser le risque d'aléa de moralité en reportant sur les investisseurs une partie des risques d'un défaut. La règle de faillite est donc bien un moyen d'allouer les risques d'une défaillance du débiteur, à la fois en *ex post* – lorsqu'elle se réalise – mais aussi en *ex ante*, lorsque les investisseurs décident ou non de prêter à un Etat déjà très endetté. Inversement le prêteur en dernier ressort, qui opère à l'intérieur du marché, ou dans la continuité des transactions, crée inévitablement des distorsions dans l'appréhension du risque de crédit, et donc dans la formation des prix.

Au plan international la même règle devrait a priori s'appliquer: le prêteur en dernier ressort pour prévenir un défaut injustifié et inutilement coûteux, puis la loi de faillite pour gérer le défaut, si nécessaire. Cette articulation est aujourd'hui entièrement défaillante. Chaque transition d'un instrument à l'autre est dominée par l'improvisation, souvent l'urgence, et régulièrement des dérapages sérieux. On manoeuvre à vue entre le risque systémique et le bail-out, la restructuration et le refinancement, ou encore entre le choc sur l'ensemble de l'économie et l'aléa de moralité sur les investisseurs privés.

Bibliographie

- Aggarwal V. 1996. *Debt Games, Strategic Interaction in International Debt Rescheduling*, Cambridge, Cambridge University Press, 613p..
- Bagehot W. 1999 [1873]. *Lombard Street, A Description of the Money Market*. New York: John Wiley.
- Bolton, Patrick. 2002. Towards a Statutory Approach to Sovereign Debt Restructuring, Lessons from corporate bankruptcy practice around the world. miméo, Princeton University, octobre, 47 pages.
- Bolton, Patrick. 2002. Towards a Statutory Approach to Sovereign Debt Restructuring, Lessons from corporate bankruptcy practice around the world. miméo, Princeton University, octobre.
- Boughton J. 2001. *Silent Revolution, the International Monetary Fund 1979-1989*. Washington: IMF.
- Buchheit, Lee C. and Ralph Reisner. 1988. The effect of the sovereign debt restructuring process on inter-creditor relationships. *University of Illinois Law Review*. 1988 (2), pp. 493-517.
- Bulow Jeremy et Rogoff Kenneth. 1988. The Buyback Boondoggle. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2. pp. 675-704.
- Bulow, Jeremy et Kenneth Rogoff. 1989. Sovereign Debt: Is to Forgive to Forget?. *American Economic Review*. 79(1): 31-42.
- Carreau, Dominique and Malcolm N. Shaw. 1995. *La dette extérieure/ The External Debt*. Dordrecht : Hague Academy of International Law/ Martinus Nijhoff, 774 pages.
- Clarke, Leo and Stanley F. Farrar. 1982. Rights and Duties of Managing and Agent Banks in Syndicated Loans to Government Borrowers. *University of Illinois Law Review*. 1982 (1), pp. 229-249.
- Cline William R. 1995. *International Debt Reexamined*. Washington: Institute for International Economics, 535p.
- Cohen Benjamin. 1986. *In whose interest ? International Banking and American Foreign Policy*, Council of Foreign Relations/ Yale University Press, New Haven, 347p.
- Cohen, Benjamin J. 1986. International debt and linkage strategies: some foreign-policy implications for the United States. In Miles Kahler, ed. *The Politics of International Debt*. Ithaca: Cornell University Press. pp. 127-155.
- Dell S. 1981. On Being Grandmotherly: The Evolution of IMF Conditionality. Princeton University, *Essays in International Finance*, n°144.
- Eaton J., Gersowitz M., Stiglitz J. 1981. The pure theory of country risk. *European Economic Review*, 30, juin, pp. 481-513.

- Eaton, Jonathan., Gersowitz M. 1981. Debt with Potential Repudiation: Theoretical and Empirical Analysis. *Review of Economic Studies*, 48 (April):284-309.
- Edwards, Richard W. 2007/2008. The Role of the General Counsel of an International Financial Institution. *Kansas Journal of Law and Public Policy*, 17, pp. 254-272.
- Eichengreen B., Lindert P.H. 1989. *The International Debt Crisis in Historical Perspective*, Cambridge: MIT Press.
- Eichengreen B., Portes R., (eds.) 1995. *Crisis ? What crisis, Orderly workouts for sovereign debtors*, CEPR, Londres.
- Fisch, Jill, and Caroline Gentile. 2004. Vultures or Vanguard?: The Role of Litigation in Sovereign Debt Restructuring. paper presented at the conference “Sovereign Debt: The View of the Legal Academy”, Georgetown University, February 26-27.
- Fishlow A. 1989. Conditionality and Willingness to Pay: Some Parallels from the 1890s, in: Eichengreen B., Lindert, (eds.) *The International Debt Crisis in Historical Perspective*, Cambridge, MIT Press, pp. 85-105
- FMI 2002. Sovereign Debt Restructuring Mechanism – Further Considerations, prepared by the International Capital Markets, Legal Departments and Policy Development and Review, 14 Août, 33 pages.
- FMI. 1980a. Debt Restructuring by Commercial Banks – Recent Experience of Some Member Countries. Staff Memorandum to the Executive Board, SM/80/275. December 31.
- FMI. 1980b. Review of Fund Policies and Procedures on Payments Arrears. August 27. 14 pages. EBS/80/190.
- FMI. 1980c. Minutes of the Executive Board Seminar, 80/153. 17 octobre.
- FMI. 1983a. Fund Policies and External Debt Servicing Problems. Staff Memorandum to the Executive Board, SM/83/45. March 8. 50 pages.
- FMI. 1983b. Payments Difficulties Involving Debt to Commercial Banks. Prepared by the Exchange and Trade Department. SM/83/47, 137 pages.
- FMI. 1995. Note on an International Debt Adjustment Facility for Sovereign Debtors. EBS/95/90, 26 may, 22 pages.
- FMI. 1996a. Recent Proposals on International Debt Adjustment. SM/96/25. 2 february, 25 pages.
- FMI. 1996b. Minutes of the Executive Board Seminar 96/2. February 16, 56 pages.
- FMI. 1999. Orderly and Effective Insolvency Procedures, Key issues, Legal Department, Washington, 56p..
- Giannini Curzio. 1999. ‘Enemy of none but a common friend to all’? An international perspective on the lender-of-last-resort function”, *Essays in International Finance*, 214, Princeton University, 66p.

- Gold, Joseph. 1963. The Law and Practice of the International Monetary Fund with Respect to ‘Stand-By Arrangements’. *The International and Comparative Law Quarterly*. Vol. 12 (1), pp. 1-30.
- Gold, Joseph. 1968. Interpretation by the Fund. Washington DC, IMF, 68 pages. Pamphlet Series, 11.
- Gold, Joseph. 1974. Developments in the Law and Institutions of International Economic Relations. *The American Journal of International Law*. 68(4), pp. 687-708.
- Gold, Joseph. 1980. Financial Assistance by the International Monetary Fund. Washington DC: IMF, 57 pages. Pamphlet Series 27.
- Gold, Joseph. 1968. Mr Gold’s Statement on Use of Fund’s resources and Stand-By Arrangements. Executive Board Meeting 68/123, August 14, 4 pages.
- Gugiatti, Mark, and Richards Anthony. 2004. The Use of Collective Action Clause in New York Law Bonds of Sovereign Borrowers , paper presented at the conference “Sovereign Debt: The View of the Legal Academy”, Georgetown University, February 26-27.
- Ghatak Maitreesh, et Guinane Timothy. 1999. The Economics of Lending with Joint Liability: Theory and Practice. *Journal of Economic Development*, 60, pp. 195-228.
- Greif A., 1993. “Contract Enforceability and Economic Institutions in Early Trade: The Maghribi Traders’ Coalition”. *American Economic Review*. 83:3, pp. 525-48.
- Guttentag, Jack and Richard Herring. 1983. What happens when countries cannot pay their bank loans? The renegotiation process. *Journal of Comparative Business and Capital Market Law*. 5, pp. 209-231.
- Hagan, Sean. 2002. Sovereign Debtors, Private Creditors, and the IMF. *Law and Business Review of the Americas*. 8, pp. 49-71.
- Hagan, Sean. 2005. Designing a Legal Framework to Restructure Sovereign Debt. *Georgetown Journal of International Law*. 36(2), pp. 299-402.
- Hexner, Ervin P. 1959. Interpretation by the Public International Organizations of their Basic Instruments. *The American Journal of International Law*. 53 (2), pp. 341-370.
- James, H. 2001. *The End of Globalization, Lessons from the Great Depression*. Cambridge: Harvard University Press.
- Kahler, Miles 1986. Politics of international debt: explaining the crisis. In Miles Kahler, ed. *The Politics of International Debt*. Ithaca: Cornell University Press. pp. 11-36.
- Kaufman, R. 1988. *The Politics of Debt in Argentina, Brazil and Mexico*. Berkeley: Institute of International Studies.
- Kenen, Peter B. 1986. *Financing, Adjustment, and the International Monetary Fund*. Washington DC: The Brookings Institutions. 89 pages.
- Kraft J. 1984. *The Mexican Rescue*, New York, Group of Thirty, 66p.

- Lipson, Charles. 1985. Bankers' Dilemmas: Private Cooperation in Rescheduling Sovereign Debts. *World Politics*. 38(1), pp. 200-225.
- Marichal, Carlos. 2010. *Nueva Historia de las Grandes Crisis Financieras, Une perspectiva global, 1873-2008*. Madrid : Debate.
- Mauro, Paulo and Yafeh Y. 2003. The Corporation of Foreign Bondholders. IMF, Working Paper WP/03/107, May.
- Mudge, Alfred. 1984. Sovereign Debt Restructure : A Perspective of Counsel to Agent Banks, Bank Advisory Groups and Servicing Banks. *Columbia Journal of Transnational Law*. 23, pp. 59-74.
- Polak, Jacques J. 1991. The Changing Nature of Conditionality. Princeton Essays in International Finance, 184.
- Reinhart Carmen M. & Kenneth S. Rogoff. 2009. *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton: Princeton University Press.
- Ritschl, Albrecht. 1999. Les reparations allemandes, 1920-1933: une controverse revue par la théorie des jeux. *Economie Internationale*, 78, 2ème trimestre, pp. 129-154.
- Rogoff Kenneth., Zettelmeyer J. 2002. Early Ideas on Sovereign Bankruptcy Reorganization : A Survey . FMI, Working Paper WP/02/57, Mars.
- Roubini N. 2002. Do we Need a New Bankruptcy Regime ?, *Brookings Papers on Economic Activity*, 2002 :1, pp. 229-255.
- Sachs, J. 1995. Do we need an International Lender of Last Resort?, Frank D. Graham Lecture, Princeton University, avril.
- Sachs, Jeffrey. 1984. Theoretical issues in International Borrowing, *Princeton Series in International Finance* 54.
- Schwartz Anna. 1998. Time to Terminate the ESF and the IMF, *Cato Foreign Policy Briefing*, 48.
- Schwartz, Anna. 2003. Do Sovereign Debtor Need a Bankruptcy Law. *Cato Journal*, 23(1).
- Sgard Jérôme. 2002. *L'économie de la panique*. Paris : La Découverte.
- Sgard Jérôme. 2003. L'architecture financière internationale et les faillites d'Etat. *Politique Etrangère*, 2/2003.
- Shleifer Andrei. 2002. Will the Sovereign Debt Market Survive ? miméo, Harvard University, miméo, 13 pages
- United States Congress. 1977. *International Debt, Congress Hearings*, 29-30 août.
- Vaubel R. 1983. The Moral Hazard of IMF Lending. *The World Economy*, 6:3, septembre, pp. 291-305
- White M. 2002. Sovereigns in Distress: Do they Need a Bankruptcy? *Brookings Papers on Economic Activity*, 2002 (1), pp. 287-320.
- Wood, Philip R. 1982. Debt Priorities in Sovereign Insolvency. *International Financial Law Review*, 1(4), pp. 4-11.