

CHRONIQUE DE LA MONDIALISATION

Juillet 2003

Revue de l'OFCE 86

CRISES DE DETTE SOUVERAINE : VERS UNE NOUVELLE RÉOLUTION ?

Sandrine Levasseur

Département des études de l'OFCE

Christine Riffart

Département analyse et prévision de l'OFCE

Le défaut de l'Argentine sur sa dette publique en décembre 2001, d'une ampleur sans précédent, a accéléré les réflexions sur la nécessité de réformer le mode de résolution des crises de dettes souveraines. Le processus actuel de restructuration des dettes est long et imprévisible, avec des effets dommageables pour le débiteur et ses créiteurs, voire des risques d'instabilité du système financier international. L'essor de la dette obligataire comme mode de financement des États rend désormais inadaptées les procédures de restructuration qui prévalaient pendant les années 1980, lorsque dominait l'endettement bancaire. En cas de crise, se pose un problème de coordination des créiteurs privés, lequel constitue un obstacle important à une restructuration rapide. Soucieux de limiter les coûts, le bureau exécutif du FMI a engagé en 2002 une large discussion afin de mettre en place un nouveau processus de restructuration. Lors de la dernière réunion du Comité monétaire et financier international (CMFI) en avril 2003, deux approches ont été examinées: l'approche contractuelle qui vise à maintenir la logique de marché et l'approche juridictionnelle selon laquelle le FMI pourrait jouer un rôle central. Les premières conclusions du CMFI sont favorables à l'approche contractuelle ou, en d'autres termes, à l'introduction généralisée des « clauses d'action collective » dans les titres de dette. En même temps, le CMFI n'a pas non plus définitivement renoncé à l'approche juridictionnelle, plus ambitieuse mais controversée et dont certains points demeurent encore irrésolus.

Le présent article vise à présenter l'enjeu des débats. Il passe tout d'abord en revue l'évolution du traitement des crises de dette depuis le défaut mexicain de 1982 et présente les limites du mode actuel de résolution des crises. Dans un second temps, le contenu des deux propositions de réforme est exposé. Enfin, nous discutons certains points de ces propositions.

De nombreuses crises de dette souveraine ont été observées à partir du milieu des années 1990. La Russie en 1998, l'Équateur, le Pakistan en 1999, l'Ukraine en 2000, l'Argentine en 2001 et le Nigeria en 2002 se sont déclarés dans l'incapacité d'honorer leurs engagements financiers vis-à-vis de leurs créanciers extérieurs. D'autres pays comme le Mexique (1995), le Brésil (1998, 2001, 2002) ou la Roumanie (1998), sans parler du Pérou ou de l'Uruguay, ont été eux aussi confrontés à des risques sérieux de défaut de paiements¹. Certes, ces crises ne constituent pas une nouveauté : l'histoire économique est jalonnée d'épisodes où l'État souverain n'a pu honorer le remboursement de sa dette ou la charge de celle-ci (Chapelle Bizot, 2000). Les années 1980 avaient aussi été marquées par des crises de dette souveraine aux conséquences importantes à la fois pour le débiteur et ses créanciers.

Les problèmes rencontrés lors des restructurations de dette ces dernières années sont cependant radicalement différents de ceux des années 1980. Durant les années 1990, les pays emprunteurs se sont en effet détournés des prêts bancaires pour émettre davantage de titres obligataires. De ce fait, les créanciers des États souverains sont de plus en plus nombreux. Les instruments de dettes sont aussi devenus de plus en plus sophistiqués. Ceci a eu pour conséquence de rendre plus complexes les restructurations, qui sont devenues longues, imprévisibles, coûteuses pour le débiteur souverain et ses créanciers, et potentiellement nuisibles à la stabilité du système financier international.

C'est dans cette nouvelle situation que s'inscrivent les propositions de réforme du mode de résolution des crises de dette souveraine. Deux propositions ont été examinées lors de la dernière réunion du Comité monétaire et financier international (CMFI)² du FMI le 12 avril 2003 : l'approche juridictionnelle (soutenue par Ann O. Krueger, première directrice générale adjointe du FMI) et l'approche contractuelle (soutenue par John Taylor, sous-secrétaire aux Affaires internationales du Trésor américain).

1. Les crises ayant affecté l'Asie du Sud-Est et la Corée en 1997 concernaient des débiteurs privés (des banques) et non des débiteurs publics (des États). Nous ne traitons ici que des dettes souveraines (celles qui font l'objet des propositions de réformes). Si les conséquences d'une crise de dette peuvent être les mêmes (par exemple, en termes d'effets de contagion, de fuite des capitaux, d'effets récessifs, etc.) que le débiteur soit public (un État) ou privé (une banque, une entreprise), la résolution d'une crise de dette doit cependant être différenciée selon la nature du débiteur.

2. Le CMFI (Comité monétaire et financier international) a été créé le 30 septembre 1999, par décision du Conseil des gouverneurs du FMI, pour remplacer le Comité intérimaire du Conseil des gouverneurs dont la création remontait à 1974. Ce changement s'est traduit par le renforcement du rôle de cet important organe consultatif du Conseil des gouverneurs. Comme le Comité intérimaire précédent, le CMFI donne des avis et fait des rapports au Conseil des gouverneurs concernant les fonctions qui sont de son ressort, c'est-à-dire de surveillance de la gestion et de l'adaptation du système monétaire et financier international.

Le présent article vise à présenter l'enjeu des débats. Dans un premier temps, nous reviendrons sur les caractéristiques actuelles de la dette souveraine des pays émergents, puis sur l'évolution du traitement des crises de dette depuis le défaut mexicain de 1982. Dans un deuxième temps, nous présenterons le contenu des deux propositions de réforme visant à améliorer le mode de gestion des crises de dette souveraine. Enfin, dans un troisième temps, nous discuterons de ces propositions.

De la nécessité de réformer le mode de gestion des crises de dette souveraine

Depuis le milieu des années 1990, la multiplication des crises de dette souveraine a posé de façon aiguë le problème de leur résolution. En même temps qu'elle a ouvert la voie à de nouvelles sources de financement pour les pays émergents, leur insertion croissante dans le système financier international au cours de la décennie passée a accru leur exposition aux risques de reflux de capitaux. Selon l'*International Institute of Finance* (IIF), les entrées nettes de capitaux privés vers les pays émergents sont passées de 124 à 335 milliards de dollars entre 1992 à 1996 puis à 112 milliards de dollars en 2002. Ce retournement a fragilisé les pays et notamment leurs États qui s'étaient largement financés sur le marché euro-obligataire (encadré 1).

Plusieurs facteurs expliquent la récente désaffection des investisseurs pour les pays émergents : des crises à répétition qui peuvent s'avérer coûteuses, le besoin de consolider leurs avoirs, notamment en période de basse conjoncture économique et, depuis peu, les propositions de réforme du mode de résolution des crises de dette souveraine sous les « auspices » du FMI, qui auraient suscité la crainte de voir leurs droits érodés et leur perspective de recouvrement se dégrader (*The Economist*, 30 janvier 2003).

1. Définitions clés

Titre souverain (1)

Un titre est dit « souverain » lorsqu'il est émis ou garanti par un État ou une banque centrale.

Dettes étrangères: définitions économique et légale (2)

Selon la définition économique (fondée sur le principe de résidence), la dette étrangère est la dette détenue par des non-résidents, que la dette soit libellée en monnaie locale ou étrangère, qu'elle soit issue sur le territoire domestique ou à l'étranger. Inversement, la dette intérieure est la dette détenue par des résidents, que la dette soit libellée en monnaie locale ou étrangère, qu'elle soit issue sur le territoire domestique ou à l'étranger.

Selon la définition légale, la dette étrangère est la dette émise sous une loi étrangère, libellée en monnaie locale ou étrangère et détenue soit par un résident ou un étranger. Inversement, la dette intérieure est la dette émise sous une loi domestique, libellée en monnaie locale ou étrangère, et détenue soit par un résident ou un étranger.

Dans la réalité, la dette détenue par des non-résidents est majoritairement émise sous loi étrangère. De même, la dette détenue par des résidents est essentiellement émise sous la loi du pays émetteur.

Les titres de dette internationaux couvrent trois types d'instruments (3)

— Les titres libellés dans une monnaie différente de celle du marché d'émission (euro-obligations) ;

— Les titres libellés dans la monnaie du marché et émis par des non-résidents (obligations étrangères, comme les obligations *yankee* sur le marché américain) ;

— Les titres libellés dans la monnaie du marché et émis par des résidents, mais à l'intention des non-résidents.

Défaut de paiement (4)

Selon la définition du Comité de Bâle, un emprunteur fait défaut sur sa dette lorsqu'au moins un des événements suivants s'est produit :

— L'emprunteur n'a pu pleinement honorer les paiements liés à sa dette (intérêts, principal ou commission) ;

— Un événement de crédit entraînant une perte est intervenu sur n'importe quel remboursement de l'emprunteur (passage en pertes et profits, passage en provision, restructuration difficile impliquant un abandon ou un ajournement du principal, des intérêts ou commission) ;

— Un emprunteur n'a pu rembourser un crédit 90 jours après la date limite ;

— Un emprunteur est déclaré en faillite ou sous un statut de protection similaire des créanciers.

Restructuration de dette (5)

La restructuration d'une dette s'apparente à toute opération entreprise conjointement par un créancier et un débiteur et qui entraîne une modification

du profil du service de la dette en vue d'en atténuer la charge. Elle englobe les opérations de remise de dette (annulation d'un remboursement du principal arrivant ou non à échéance, remise d'intérêts ou réduction des taux d'intérêt), de rééchelonnement (différé officiel de la totalité ou d'une partie d'un ou plusieurs paiements exigibles au titre du service de la dette pour un ou plusieurs prêts sans influencer sur la valeur finale) et de refinancement.

Soutenabilité de la dette (6)

Une dette est jugée soutenable lorsqu'il est prévu que l'emprunteur sera en mesure de continuer à assurer son service, sauf en cas de forte correction — peu probable — du solde de ses revenus et dépenses. À l'inverse, une dette devient non soutenable lorsqu'elle s'accumule à un rythme tel que l'emprunteur n'a plus la capacité d'en assurer le service. Pour déterminer quel niveau d'endettement est soutenable, il faut être en mesure de prévoir l'évolution des engagements et établir des hypothèses quant à l'évolution des taux d'intérêt, des taux de change et des revenus.

Sources : (1) Gianviti (2002) ; (2) Roubini (2001) ; (3) BRI (2002) ; (4) Laurent (2001) ; (5) CNUCED (2002) ; (6) Daseking (2002).

Les caractéristiques de la dette souveraine dans les pays émergents

Les caractéristiques de la dette souveraine des pays émergents ont profondément changé au cours de la dernière décennie. Les États sont passés d'un mode de financement par prêts bancaires, principalement syndiqués, à un financement par émission de titres obligataires. Selon Krueger (2002a), la part des titres obligataires dans la dette publique extérieure des économies émergentes détenue par des créanciers privés a été multipliée par quatre entre 1980 et 2000 et représente actuellement plus d'un tiers de l'encours total. Certains pays comme la Hongrie, l'Argentine ou le Venezuela sont devenus largement dépendants du marché puisque la dette obligataire représente plus de 70 % de leur dette extérieure totale (tableau 1). De ce fait, ils sont fortement exposés au risque de reflux sur ces marchés. En même temps, le nombre de pays émetteurs reste relativement limité : 60 % du stock de la dette obligataire émergente a été émis par cinq pays. L'essor de ce marché remonte au début des années 1990. L'amélioration des perspectives de croissance, suite à la réussite des politiques de stabilisation, et la libéralisation des marchés financiers offraient à l'époque de nouvelles opportunités de placements aux investisseurs. En même temps, le Plan Brady, mis en oeuvre à partir de 1989, avait permis aux pays les plus endettés de bénéficier d'un allègement de dette, et donc d'emprunter de nouveau sur les marchés financiers. Il avait également contribué à l'essor d'un marché secondaire actif alimenté par les échanges d'obligations Brady, et

surtout impulsé progressivement le développement d'un marché euro-obligataire ouvert aux pays émergents.

1. Composition de la dette souveraine externe des pays émergents

	Encours total (en milliards de \$)	Titres obligataires (en milliards de \$)	Proportion de titres (en %)
Hongrie	15 941	12 010	75
Argentine	76 799	55 696	73
Venezuela	26 680	18 719	70
Bulgarie	7 781	5 019	65
Liban	3 980	2 500	63
Mexique	87 996	53 985	61
Uruguay	5 142	2 725	53
Brésil	98 959	51 804	52
Equateur	12 589	5 825	46
Malaisie	18 458	8 338	45
Corée du Sud	57 956	24 454	42
Colombie	16 930	6 200	37
Autres	674 096	91 080	13
Total	1 103 307	338 355	31

Source : Laurent (2001).

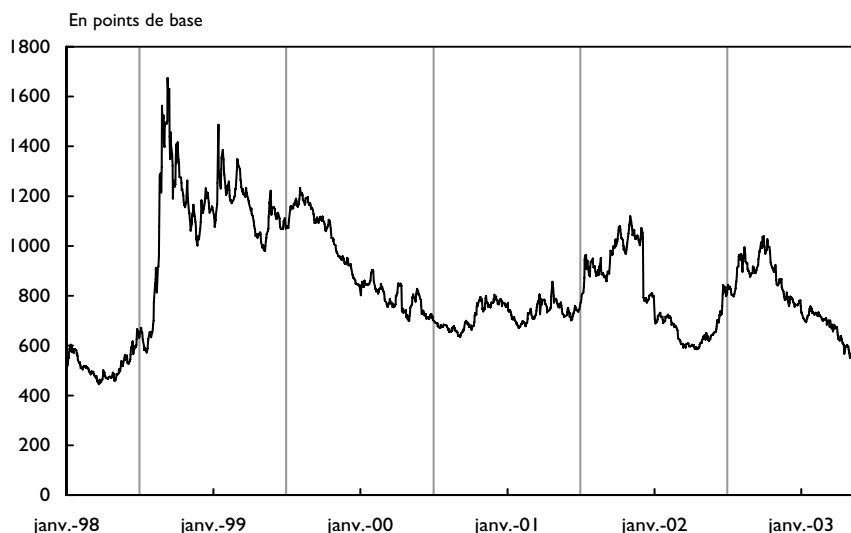
Si la dette souveraine obligataire est émise par un petit nombre de pays, les porteurs d'obligations sont, à l'inverse, nombreux et diversifiés. Ceci diffère fondamentalement du financement bancaire des décennies passées où la structuration des banques en syndicat³ limitait le nombre d'interlocuteurs du pays débiteur à environ 15 ou 20 (Krueger, 2002a). Désormais, les porteurs de titres se comptent par centaines, voire par milliers. À côté des investisseurs en gros (banques commerciales, fonds d'investissements, investisseurs institutionnels), se trouve en effet un très actif marché de détail.

Autre caractéristique, le marché de la dette obligataire émergente est un marché fortement spéculatif (graphique 1). Couvrant un risque de défaut souverain, même faible, les rendements sont d'autant plus

3. Un syndicat de banques est un regroupement d'établissements financiers conduit par une banque chef de file qui gère l'emprunt. L'intérêt est de consentir des sommes plus importantes que ne pourrait le faire une seule banque et de répartir le risque sur plusieurs établissements financiers. La convention de prêt fixe les conditions techniques et financières et les clauses juridiques du contrat. Les plus usuelles et importantes sont les suivantes : la clause *pari passu* selon laquelle la dette contractée par l'emprunteur à l'égard du syndicat occupe un rang identique à celui des dettes antérieurement contractées par cet emprunteur ; la *negative pledge* clause qui oblige l'emprunteur à faire bénéficier le prêteur de toutes les garanties qui pourraient être accordées ultérieurement à un autre prêteur ; la *cross default* clause qui stipule que si l'emprunteur est en défaut sur un emprunt précédemment contracté, le défaut s'applique automatiquement au prêt consenti par le syndicat bancaire ; la *sharing burden* clause qui prévoit qu'en cas de recouvrement partiel, les banques s'engagent à distribuer une partie de ce recouvrement au prorata de leur participation au prêt.

élevés qu'ils doivent aussi couvrir un risque de marché lié à la forte volatilité des prix. Le caractère étroit du marché et le comportement moutonnier des investisseurs engendrent des retournements rapides des prix qui peuvent éliminer ou, au contraire, générer de forts gains. Jusqu'à la crise équatorienne de septembre 1999, aucun défaut n'avait été enregistré sur ce segment de marché. Depuis, la perception du risque de défaut a augmenté, surtout après la réaffirmation du principe de comparabilité de traitement entre les créanciers qui étend désormais la restructuration au marché obligataire.

1. Spread sur le marché de la dette obligataire souveraine émergente (EMBI +)



Source : J.P. Morgan.

Ces nouvelles caractéristiques sont à l'origine des difficultés rencontrées dès qu'un pays cherche à restructurer sa dette. La diversité et l'éclatement des investisseurs, l'intensité des échanges sur le marché secondaire et la nature spéculative des placements impriment un mode de relations spécifique fondé sur l'anonymat et l'intérêt individuel entre (i) les porteurs de titres eux-mêmes et (ii) les porteurs et l'émetteur. Ceci induit un mode relationnel différent de celui qui prévalait entre les banques au cours des années 1980 du fait de la nature des prêts syndiqués, mais également entre les banques et l'emprunteur du fait des relations de long terme développées entre eux. Qui plus est, le regroupement de créanciers publics bilatéraux au sein du Club de Paris et de créanciers bancaires privés, via le Club de Londres, offrait un cadre propice à la négociation.

Les problèmes commencent au début de la procédure de restructuration, lors de l'identification et de la représentation des porteurs

d'obligations. À l'exception de certains titres (principalement ceux émis sous loi britannique), la plupart ne contiennent pas de clauses contractuelles liant les créanciers entre eux. Dès lors, à la difficulté de réunir l'ensemble des porteurs autour d'une même table, s'ajoute l'absence d'un mode de représentation, ce qui rend la négociation avec le pays débiteur particulièrement difficile et pose des problèmes de coordination entre créanciers. À la différence des banques syndiquées qui disposent d'un chef de file ou bien des contrats obligataires émis sous loi britannique qui prévoient de nommer un représentant chargé de mener les négociations avec le pays débiteur, la majorité des contrats ne prévoit rien en la matière.

Sur le processus de restructuration lui-même, en l'absence de clauses contractuelles spécifiques, toute négociation concernant la révision des termes de paiements requiert un accord à l'unanimité des porteurs de titres. Or, la diversité des instruments de dette et les intérêts propres à chacun des porteurs rendent difficile, sinon impossible l'obtention de l'unanimité. Comme pour les autres types d'externalités de marché, des problèmes d'action collective se posent dès qu'il existe une différence entre le rendement individuel (ou privé) et le rendement collectif (ou social). Dans le contexte d'une restructuration de dette, les détenteurs de titres font face à un dilemme du prisonnier classique : il peut être rationnel pour chaque détenteur individuel d'intenter un procès à un débiteur en défaut de paiement de façon à essayer de recouvrer leur dû par l'intermédiaire d'une Cour de justice. Cependant, parce que seuls les détenteurs de titres agissant les premiers seront vraisemblablement ceux qui recouvreront leur dû dans la totalité, chacun va être tenté de devancer les autres. Toute vente de titres dans l'urgence risque alors de réduire leur valeur globale : finalement, en agissant individuellement, les investisseurs finissent par recevoir moins que s'ils avaient tous coopéré.

En résumé, la longueur des procédures et les difficultés de négociations renforcent le climat d'incertitude et augmentent le coût du défaut pour les pays débiteurs, coupés des sources de financement, mais aussi pour les investisseurs (encadré 2).

2. Préjudices pouvant être associés au défaut d'un pays sur sa dette souveraine

La mise en défaut d'un État sur sa dette souveraine est coûteuse pour l'ensemble de la communauté internationale. Au premier chef, les conséquences sur l'économie du pays sont lourdes :

- Risque de répudiation des marchés financiers avec perte d'accès aux financements futurs. Si les négociations qui suivent le défaut s'engagent sur une base favorable et volontaire et ne sont pas trop longues, les conditions du

retour du pays sur les marchés financiers peuvent néanmoins s'avérer moins pénalisantes ;

- Baisse des échanges avec l'extérieur du fait de l'interruption des crédits commerciaux. Selon Rose (2002), cet impact est significatif et persistant (8 % par an en moyenne pendant 15 ans). De plus, en réduisant les recettes en devises tirées des exportations, les difficultés financières du pays sont amplifiées ;
- Perte de production du fait de la difficulté à négocier rapidement avec les créanciers et de l'impossibilité à trouver de nouveaux financements pendant cette période, les nouveaux prêts potentiels n'étant pas prioritaires au regard des prêts contractés antérieurement¹ ;
- Une perte de légitimité politique des autorités du pays qui peut se traduire par la non-reconduction de leur mandat.

La crise financière et économique d'un pays en défaut peut se transmettre aux autres pays par différents canaux :

- Par le biais des échanges commerciaux. C'est le cas notamment lorsque les régions sont intégrées commercialement comme en Asie ou en Amérique latine ;
- Par les taux d'intérêt du fait d'un climat de défiance vis-à-vis de l'ensemble des zones émergentes, indépendamment des risques « pays ». Dans ce cas, les pays les plus dépendants des marchés financiers internationaux risquent d'entrer à leur tour en crise.

Pour les banques ou institutions financières qui détiennent une part importante de leurs actifs sur ces pays, la détérioration de la qualité de leurs créances qui suit le défaut peut provoquer une crise systémique du système financier international.

1. Selon Dooley (2000), la baisse de la production est la sanction la plus importante. Les deux précédentes ne seraient pas avérées.

Le traitement des crises de dette souveraine jusqu'en 2002

La fréquence des crises de ces dernières années n'est pas exceptionnelle. Au cours des années 1980, de nombreux pays émergents, qui avaient profité de conditions de financement bancaire particulièrement favorables durant les années 1970, ont connu de graves difficultés de balance des paiements après la hausse des taux d'intérêt américains et européens et le retournement de la conjoncture mondiale. Le défaut mexicain en 1982 a initié une nouvelle période de crise de dette souveraine qui a duré toute la décennie et s'est achevée avec le Plan Brady de 1989 (encadré 3).

De l'injection de liquidité à l'abandon de créances bancaires

La crise de la dette du début des années 1980 a d'abord été interprétée comme une simple crise de liquidité. A été retenue une solution de court terme, consistant à injecter des liquidités supplémentaires par les banques privées internationales et à mettre en place des politiques de stabilisation destinées à rétablir l'équilibre financier de la balance des paiements.

Dès 1985, face à l'approfondissement de la crise et à l'insolvabilité croissante des économies, les banques ont commencé à provisionner les créances douteuses et la crise a alors été perçue comme un problème structurel de solvabilité. Néanmoins, les mesures prises sont restées insuffisantes car fondées sur la participation volontaire des banques à un processus d'allègement de charge de la dette, mais dans un cadre relativement peu incitatif. À la fin des années 1980, plus d'un tiers des pays émergents ne pouvaient toujours pas honorer leurs engagements financiers externes.

Il a fallu attendre le Plan Brady de 1989 pour traiter sur une base plus radicale le problème du surendettement des pays à revenu intermédiaire *via* la conversion des créances bancaires en obligations publiques garanties par des bons du Trésor américain, avec abandon de capital ou d'intérêt. L'abandon de dette pour les pays signataires d'un accord a atteint en moyenne 30 à 35 % (Cline, 2000). La pression du gouvernement américain, *via* le FMI, a été telle que les banques ont été largement incitées à coopérer⁴. Entre 1989 et 1998, 18 pays ont signé un accord Brady, bénéficiant d'une annulation de 60 milliards de dollars de dette. Sur la période, le Club de Paris a multiplié les annulations d'une partie des créances officielles bilatérales. Enfin, Banque mondiale et FMI se sont largement impliqués par leur soutien financier. Suite à la prise en charge d'une partie du coût de leur dette par les banques privées et à la mise en place de réformes structurelles, les pays concernés sont redevenus solvables et ont retrouvé des conditions favorables pour amorcer une nouvelle période de croissance⁵.

4. Le FMI autorisait par exemple les pays débiteurs à avoir des arriérés de paiements vis-à-vis des banques dissidentes, ou bien encore certains accords prévoyaient des clauses plus favorables aux nouveaux titres qu'aux anciens.

5. Il est important de noter que certains pays très endettés (Chili, ...) ont refusé de participer au Plan Brady et ont réussi à restaurer leur crédibilité et à retrouver le chemin de la croissance.

3. Parcours d'un pays en défaut sur sa dette souveraine

Traditionnellement, une procédure de restructuration de dette souveraine met en scène le pays débiteur, le FMI et les créanciers regroupés au sein des Clubs de Paris et de Londres.

Dans un premier temps, le pays débiteur doit faire la preuve que ses difficultés financières exigent un allègement de sa dette afin d'initier une demande de restructuration ou de suspension du service de la dette. Le pays en défaut négocie tout d'abord avec le FMI un accord de financement, conditionné à la mise en place d'un programme d'ajustement. Cependant, avant d'approuver l'accord, le FMI doit avoir l'assurance que les autres créanciers s'engagent à restructurer la dette.

Les négociations s'ouvrent alors avec le Club de Paris, lequel regroupe de façon informelle les créanciers publics bilatéraux. Sans existence légale, ni statuts, il est régi par les principes et règles suivants : (i) les décisions sont prises au cas par cas et (ii) reflètent un *consensus* de l'ensemble des pays créanciers participants ; (iii) les traitements de dette sont *conditionnés* à l'existence d'un programme approprié soutenu par le FMI, qui fait apparaître le besoin d'un allègement de la dette. Enfin, le Club de Paris a affirmé lors du sommet de Cologne de 1999 son attachement au (iv) principe de *comparabilité de traitement* entre les créanciers non multilatéraux (notamment les créanciers publics non membres du Club de Paris) et les créanciers privés (essentiellement les banques, les porteurs de titres obligataires et les fournisseurs). Selon ce principe, le débiteur ne peut octroyer à un autre créancier des conditions plus favorables que celles octroyées dans le cadre du consensus obtenu en Club de Paris. Si tel n'est pas le cas, le Club de Paris peut recourir à une clause de nullité. Toutefois, le Club ne pouvant obliger les autres créanciers, notamment privés, à prendre en charge une partie du coût des restructurations, cette clause reste réservée au cas par cas.

Le Club de Paris rééchelonne les dettes du secteur public à moyen et long termes ayant été accordées avant une date butoir définie par le Club. Selon les termes standard, le rééchelonnement a lieu pendant la durée du besoin de financement définie par le FMI (période de consolidation). Les échéances dues sont alors consolidées et leur remboursement se fait selon un nouvel échéancier (rééchelonnement). La période standard est d'un an mais dans le cas d'accords pluriannuels avec le FMI, elle peut aller jusqu'à 3 ans. Dans certains cas, un abandon d'une partie des intérêts ou du capital est possible (rééchelonnement de sortie). Mais dans tous les cas, il n'y a pas de financement nouveau. Généralement la durée d'une restructuration avec les créanciers officiels est courte. Dans les principes, le Club de Paris doit attendre de connaître la conclusion des négociations avec le Club de Londres pour confirmer ses décisions.

Dernière étape pour la restructuration d'une dette souveraine, la rencontre avec les créanciers bancaires privés au sein du Club de Londres, structure encore plus informelle que la précédente. Le débiteur doit satisfaire aux mêmes conditions que pour le Club de Paris (défaut imminent, accord préalable avec le FMI, schéma de « négociation croisée »). Les banques se regroupent en comité (*steering committee*), les banques créancières les plus impliquées y sont représentées ainsi que des banques chefs de file des prêts syndiqués. Contrairement au Club de Paris, la règle de consensus n'est pas nécessaire pour la prise de

décisions. Les créances éligibles sont celles de moyen et long termes détenues par les établissements financiers ou bancaires. Les dettes à court terme peuvent cependant parfois être prises en compte. Le Club de Londres ne rééchelonne jamais les intérêts mais seulement le capital ; les arriérés d'intérêts doivent en principe être réglés avant la réunion. À la différence du Club de Paris, il peut offrir de nouveaux financements pendant la renégociation. La période de consolidation peut être supérieure à 1 an.

Au terme de ce parcours et dans l'hypothèse où la solvabilité de l'État est, après restructuration, jugée satisfaisante, le FMI confirme son accord.

Le développement de la dette obligataire au cours des années récentes a rendu inadapté ce circuit. Jusqu'à une date récente, les détenteurs d'obligations n'étaient pas concernés par les restructurations. Mais depuis le défaut équatorien de 1999, et suite à la réaffirmation du principe de comparabilité de traitement entre les créanciers, la participation de l'ensemble des créanciers privés est désormais recherchée.

Sources : www.clubdeparis.org ; Chapelle-Bizot (2000).

De la politique de renflouement du FMI...

Le retour de la croissance dans les pays émergents, combiné à la libéralisation des marchés des capitaux, a offert de nouvelles occasions de placements aux investisseurs étrangers et généré une montée de l'endettement. À partir de 1994, l'augmentation des taux d'intérêt américains et l'appréciation du dollar sont venues rompre cette embellie. Les pays ayant des taux de change ancrés au dollar ont été particulièrement fragilisés. En décembre 1994, la crise mexicaine éclatait, ouvrant la voie à une nouvelle vague de crise de dette souveraine dans les pays émergents.

Les pays et les organisations internationales ont alors dû composer avec les nouvelles caractéristiques du système financier international (rapidité des effets de contagion, ampleur des flux financiers et comportement moutonnier des marchés financiers). Ce nouvel environnement a pris de court les autorités internationales. Lors de la crise mexicaine, la participation du secteur privé à la restructuration de la dette n'a même pas été évoquée. Pour éviter le défaut sur la dette souveraine et modifier les anticipations, le FMI et les créanciers officiels ont préféré injecter massivement des liquidités plutôt que se lancer dans un programme à l'issue incertaine. Les principaux problèmes auraient porté sur la difficulté à rassembler l'ensemble des porteurs de bons du Trésor (notamment les *tesobonos*, titres à court terme indexés sur le dollar) et à organiser la restructuration, sachant que les titres manquaient de règles opérationnelles et légales facilitant le déroulement des opérations. Par ailleurs, alors

qu'il aurait été possible de faire participer les banques privées au montage financier, les autorités considèrent qu'il était politiquement délicat de traiter la dette bancaire différemment de la dette obligataire (Ghosh *et alii*, 2002). Cette politique de renflouement massif par les organisations internationales a perduré jusqu'à la crise russe d'août 1998⁶.

Ces interventions d'une ampleur inégalée dans le passé ont nécessité un élargissement de l'accès au financement du FMI (Aglietta *et alii*, 2000). Sous couvert de circonstances exceptionnelles, les limites des prêts fixées à 100 % par an et 300 % en montant cumulé des quotes-parts des pays membres ont plusieurs fois été dépassées (tableau 2) : en 1995, l'Accord *stand by* débloqué pour le Mexique représentait 7 fois la quote-part. Aucun prêt du FMI n'avait été aussi important jusque-là. Le *summum* a été atteint par la Corée en décembre 1997, avec la mise à disposition d'un prêt égal à 20 fois le montant de sa quote-part. Le FMI s'est aussi doté de nouveaux instruments lui permettant d'intervenir rapidement et de prévenir d'éventuels phénomènes de contagion. En plus des prêts classiques (Accords de confirmation et Mécanismes élargis de crédit), le FMI dispose, depuis décembre 1997, de la Facilité de réserve supplémentaire pour répondre à des besoins de financement de très court terme (1 an) et à grande échelle en cas de crise de confiance du marché et, depuis 1999, de Lignes de crédit préventives. Ces lignes destinées aux pays dont les fondamentaux sont bons, n'ont encore jamais été utilisées. Le 1^{er} janvier 1999, les souscriptions des pays membres ont été relevées de 45 %, à 213 millions de DTS. Enfin, les ressources du FMI ont augmenté avec l'élargissement des possibilités d'emprunts : en plus de l'Accord général d'emprunt (AGE), le FMI a lancé en 1998, une nouvelle gamme d'accords de crédit avec 25 pays ou institutions, ce qui lui permet de doubler sa capacité d'emprunt à 34 milliards de DTS.

Les politiques de renflouement ainsi que les nouvelles mesures ont alimenté les critiques sur le risque d'aléa moral chez les créanciers. La certitude que le FMI interviendra comme prêteur en dernier ressort en cas de crise pousserait les investisseurs à prendre des risques supplémentaires puisque le renflouement du pays, et donc les remboursements, sont assurés. Les *spreads* ne seraient plus un bon indicateur du risque « pays » et l'encouragement donné aux investisseurs apparaîtrait comme un facteur d'instabilité du système financier international. Si le FMI reconnaît qu'il peut induire de l'aléa moral en prêtant massivement à certains pays, il souligne aussi qu'il est difficile d'observer un biais sur les primes de risque. De fait, les études empiriques, menées

6. Si contrairement aux autres cas cités, la crise asiatique est essentiellement d'origine privée et ne concerne que de loin les problèmes de dettes souveraines, elle confirme malgré tout la politique délibérée des organisations multilatérales, au moins sur cette période, à savoir l'intervention rapide et massive en vue de casser les anticipations déstabilisantes pour les pays en crise.

à partir des marges obligataires, attestent difficilement de l'aléa moral chez les investisseurs. Selon Lane et Phillips (2000), entre autres, les *spreads* sur le marché obligataire souverain sont restés particulièrement élevés sur tous les pays à risque, notamment sur ceux que l'on aurait pu considérer comme *too big to fail* et qui auraient pu bénéficier d'une garantie totale du FMI. Tout au plus, trouve-t-on des signes d'aléa moral jusqu'à la crise russe de l'été 1998 (étude de Dell'Arcia, Schnabel et Zettelmeyer, 2002, citée par Rogoff, 2002).

2. Financement officiel accordé aux pays en crise

Pays	Date de l'accord	FMI		Banque mondiale	Autres	Total	
		Millions de \$	% des quote-parts	Millions de \$	Millions de \$	Millions de \$	% du PIB
Turquie	07 / 94	742	79	3 800	–	4 542	2,5
Mexique	02 / 95	17 843	688	–	33 957	51 800	12,3
Argentine	04 / 95	2 861	118	2 600	3 200	8 661	3,4
Philippines	07 / 97	1 039	119	–	450	1 489	1,8
Thaïlande	08 / 97	3 926	505	2 700	10 500	17 126	9,4
Indonésie	11 / 97	10 083	490	8 000	18 000	36 083	15,9
Corée	11 / 97	20 990	1 938	14 200	23 100	58 290	11,2
Brésil	11 / 98	18 262	600	9 000	14 538	41 800	5,2

Source : Ghosh et alii (2002).

... à la prise en charge par le marché

Face à la multiplication des crises de dette souveraine dans les pays émergents confrontés à la perte de confiance des investisseurs, une nouvelle stratégie se dessine. Depuis 1998, pour respecter les contraintes de liquidité, la politique d'assistance financière du Fonds se fait plus sélective tandis que la participation du secteur privé aux restructurations des pays en crise est recherchée. C'est également à cette période que le Club de Paris réaffirme le principe de comparabilité de traitement entre les différents créanciers. Plusieurs pays en difficulté financière ou en défaut sont alors obligés de renégocier leur dette (Allen, 2002).

En août 1998, la Russie se déclare en défaut de paiement sur la totalité de sa dette, soit l'équivalent de 10,8 % du PIB au moment de la restructuration. Le défaut intervient alors que le pays a déjà accumulé des arriérés de paiements sur la dette issue de la période soviétique vis-à-vis des Clubs de Paris et de Londres. La restructuration de la dette obligataire dure deux ans : l'offre d'échange est faite en août 2000. Les deux principaux titres restructurés (les PRIN et les

IAN) sont fondus en un nouveau titre et un abandon de 36,5 % des créances est consenti par les investisseurs. Un accord a été signé avec le Club de Paris en août 1999, puis avec le Club de Londres.

En septembre 1999, l'Équateur fait défaut à son tour sur ses engagements externes pour un montant de 6,5 milliards de dollars, sur sa dette intérieure arrivant à échéance entre septembre 1999 et décembre 2000 (346 millions de dollars) et sur ses lignes de crédits extérieurs. Au total, la restructuration porte sur une dette représentant 50 % du PIB. Les négociations durent moins d'un an, l'offre d'échange de titres sur la dette extérieure ayant lieu en juillet et août 2000. Les nouveaux titres permettent un abandon de créances de 30 % sur le principal. Simultanément, les arriérés de paiements vis-à-vis du Club de Paris accumulés depuis 1996 sont eux aussi restructurés lors d'un accord conclu en septembre 2000 (encadré 4).

Le Pakistan n'est pas entré en défaut mais a été contraint par le Club de Paris d'entamer des négociations avec ses créanciers privés afin de respecter le principe de comparabilité de traitement. La restructuration, commencée en juin et achevée en novembre 1999, a porté sur une dette de 3,3 milliards de dollars contractée avant septembre 1997. Comme pour l'Ukraine, la restructuration n'a pas donné pas lieu à des abandons de créances lors des offres d'échange.

4. Un exemple de restructuration ... réussie : le cas de l'Équateur

Quatre ans après avoir bénéficié du Plan Brady, l'Équateur se déclare en septembre 1999 en défaut sur ses obligations Brady, puis sur ses euro-obligations. Le défaut porte sur 6,5 milliards de dollars, soit la moitié de son stock de dette extérieure.

En mai 2000, le pays annonce son intention de restructurer ses titres Brady¹ ainsi que les autres titres obligataires internationaux, sur la base d'un échange de titres. Le 27 juillet 2000, il émet de nouveaux titres contenant les termes de la restructuration. Simultanément, il engage des négociations avec les créanciers privés résidents (dont les titres seront échangés contre de nouveaux ayant une maturité plus longue et des taux d'intérêt plus bas). Le 15 septembre 2000, il signe un accord de rééchelonnement avec le Club de Paris. L'accord porte sur 880 millions de dollars d'une dette bilatérale totale de 2,5 milliards de dollars. Le traitement concerne les arriérés de paiements accumulés depuis 1996 et les échéances allant du 1^{er} mai 2000 au 30 avril 2001. Il s'agit du septième rééchelonnement pour le pays, et aussi du plus important. Au total, la dette restructurée, y compris celle en Club de Paris, représente 56,4 % du PIB.

1. Un accord à 25 % au sein de chaque classe d'actifs suffit à lever la garantie couvrant le titre Brady, destinée à assurer le versement des intérêts pendant 1 an et le paiement éventuel du principal du titre en cas de défaut.

L'offre d'échange avec les créanciers privés s'est faite de façon unilatérale : il n'y a eu aucune consultation avant la date de l'offre. L'offre a néanmoins été présentée avec le soutien du FMI, avec qui l'Équateur venait de négocier un accord *stand by* (avril 2000, pour un montant de 30 millions de dollars). Les titres en défaut ont été échangés contre un titre « 2030 » en dollars d'une maturité de 30 ans, au taux progressif de 4 % qui augmente au rythme de 1 % par an jusqu'à un maximum de 10 % à partir de 2006 ou un titre « 2012 » d'une maturité de 12 ans, de coupon 12 % mais avec un abandon de 35 % par rapport à la valeur faciale du titre échangé. Au final, le secteur privé a accepté d'abandonner 30 % de ses créances.

Pour convaincre les investisseurs de l'improbabilité d'un nouveau défaut, des clauses ont été ajoutées aux nouveaux titres. Ainsi, si le pays fait défaut sur les « 2030 » dans les 10 premières années et pendant plus de 12 mois, il se doit d'émettre de nouveaux titres « 2030 » destinés aux porteurs lésés (dans une proportion de 30 % si le défaut apparaît dans les 4 prochaines années, 20 % dans les 3 années suivantes et 10 % dans les 3 dernières). De même, le pays s'engage à racheter, au prix du marché, un pourcentage spécifié de sa dette chaque année.

Face à la difficulté de restructurer des titres très mal notés par les agences financières, les autorités ont dû mettre en place des techniques innovantes. L'Équateur a été le premier pays à recourir à l'*exit consent* pour inciter les créanciers à participer au processus. Cette technique signifie qu'en acceptant les nouveaux termes des contrats, les investisseurs votent automatiquement en faveur d'une liste d'amendements qui pénalise les anciens titres, en supprimant les clauses qui lient les investisseurs entre eux. En utilisant cette stratégie, le pays est parvenu à faire accepter l'offre d'échange à 98 % des porteurs de titres. Pour les autres et pour éviter leurs actions en justice, l'Équateur a payé les arriérés d'intérêt ainsi que le service de la dette sur les obligations Brady non échangées, selon les termes originaux du contrat.

Source : Tamura K. (2002).

Ces expériences de restructuration sont globalement considérées comme des succès. Dans tous les cas, le taux de participation des créanciers a été supérieur à 95 % ; les nouveaux titres ont été bien accueillis par les marchés. Après une période de grave crise économique (ou de ralentissement comme au Pakistan), la croissance est repartie dans l'ensemble des pays. Toutefois, les conditions de financement de ces pays restent encore difficiles. Au début de 2002, aucun n'était revenu sur le marché euro-obligataire (Allen, 2002).

Dans tous les cas, les restructurations se sont faites sur la base d'offre d'échange selon laquelle les États émettent de nouveaux titres qui reflètent les termes de la restructuration et les échangent contre les anciens titres. Ce faisant, le pays débiteur restructure sa dette sans avoir à requérir l'unanimité ou la majorité qualifiée des créanciers. Cependant, il s'expose, sans aucun recours légal, au risque de refus

des créanciers concernant l'offre. C'est pourquoi ce procédé s'accompagne automatiquement d'amendements des anciens titres (*exit consent*) : les termes des contrats (à l'exception de ceux concernant les paiements) sont modifiés afin de les rendre moins attractifs et d'inciter les créanciers les plus récalcitrants à se joindre au processus. Ces procédés ont été préférés dans certains cas à l'activation des clauses d'actions collectives (CAC) lorsque celles-ci étaient inscrites dans les contrats. Ainsi, au Pakistan, elles n'ont pas été invoquées faute de temps et par crainte d'un blocage du processus. Dans le cas de l'Ukraine, c'est davantage la difficulté à conclure un accord (coalition de créanciers contre le gouvernement) qui a conduit *in fine* à recourir aux CAC incluses dans les titres.

Il est pourtant un cas pour lequel cette approche s'avère impossible : l'Argentine. De politiques d'ajustement draconien en prêts d'urgence du FMI, l'Argentine a fait défaut en décembre 2001 sur une dette de plus de 95 milliards de dollars, soit le plus gros défaut jamais enregistré, et a failli à ses engagements vis-à-vis de ses « créanciers privilégiés ». Les coûts économiques et sociaux ont été aggravés du fait du report d'une décision difficile à prendre car lourde de conséquence. La forte dollarisation de l'économie (70 % des dépôts bancaires et 80 % des prêts étaient en dollars), associée au risque de mise en faillite du système bancaire et la crainte d'un retour de l'hyperinflation ont différé le changement de régime de change qui s'avérait inévitable, au moins après 1999. Malgré tout, le FMI a persévéré dans ses financements, continuant de soutenir un régime voué à la crise. Aujourd'hui, les autorités doivent gérer plus de 88 émissions de titres obligataires, émis sous 5 juridictions différentes, dont plus des deux tiers des titres ne contiennent pas de CAC.

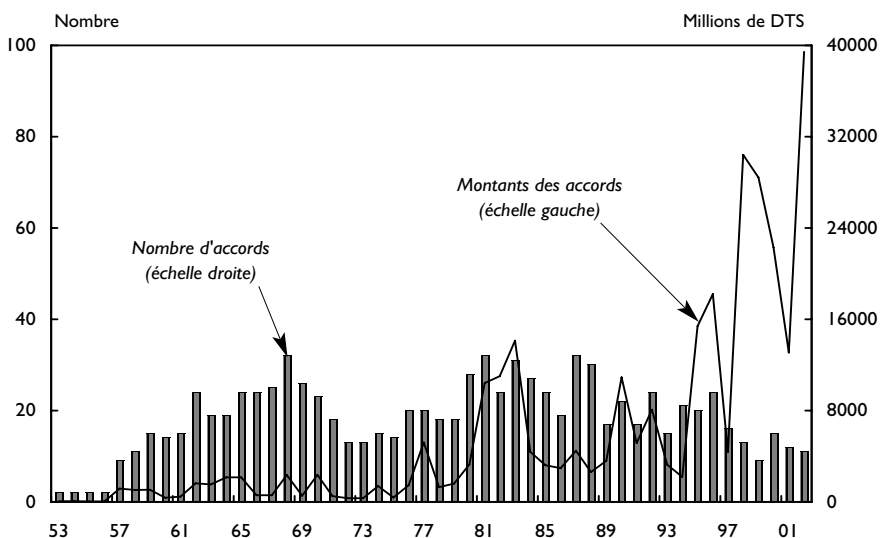
Les contraintes de liquidité du FMI

En dépit de la participation croissante du secteur privé dans la résolution des crises, l'engagement financier du FMI reste extrêmement élevé (graphique 2). Certes, le nombre d'accords financiers signés depuis 1995 entre le FMI et les pays en crise a baissé : de 32 en 1996, il est passé à 20 en 2002. Mais cette baisse s'est accompagnée d'une forte augmentation des montants approuvés. Sur la période 1995-2002, le montant moyen par prêts a été multiplié par 3,6 par rapport à celui des années 1980-1994, alors que le PIB mondial n'était multiplié que par 1,5.

L'engagement croissant du FMI pose clairement la question de ses ressources. Le ratio de liquidité du FMI (rapport entre les ressources utilisables non engagées et les engagements liquides) est tombé à des

niveaux historiquement bas suite aux crises asiatique, russe et brésilienne : fin 1998, il était de 35 %. La hausse des quotas en 1999 a ramené instantanément le ratio autour de 100 %. Jusqu'en 2000, les remboursements de dette et les rachats anticipés du Brésil et du Mexique ont contribué à un ratio de liquidité très élevé (168 % à la fin 2000). Depuis, il est revenu autour d'un niveau jugé normal (89,4 % en mars 2003)⁷, ce qui a justifié le maintien des quotas lors de la dernière révision du 28 janvier dernier.

2. Accords (hors FRPC*) du FMI



*FRPC : Facilité pour la réduction de la pauvreté et pour la croissance, réservée aux pays les plus pauvres.
Source : FMI.

Deux propositions de réformes : l'approche contractuelle et l'approche juridictionnelle

Depuis le début de l'année 2002, le bureau exécutif du FMI a engagé une discussion concernant les caractéristiques d'un nouveau processus de restructuration des dettes souveraines. Aujourd'hui, suite aux réactions des différentes parties impliquées dans cette réforme, le FMI étudie plus particulièrement deux approches : l'approche contractuelle (proposée par John Taylor) et l'approche juridictionnelle (proposée par Ann O. Krueger).

7. Depuis janvier 2003, le Fonds dispose d'un nouvel indicateur de capacité de financement, mesuré à partir des remboursements des débiteurs (rachats) prévus sur les 12 prochains mois et destiné à prévoir sa capacité de prêt à l'horizon d'un an.

Les deux approches ont entre autre point commun de généraliser l'introduction (implicite ou explicite) de CAC dans les titres de dette souveraine. La non-coordination des créanciers privés constitue un obstacle important à une gestion rapide et ordonnée des crises de dette. Aussi, une clause (explicite dans l'approche contractuelle ; implicite dans l'approche juridictionnelle) stipulant que le consentement d'une majorité de détenteurs de titres suffit pour lier la minorité dissidente de créanciers constituerait la clé de voûte de toute réforme. L'approche proposée par Ann O. Krueger va plus loin, en tout cas dans sa version initiale, puisqu'elle envisage *en sus* la création d'une entité internationale légale (un tribunal) chargée de superviser et d'arbitrer le processus de restructuration des dettes souveraines.

Les deux approches furent examinées lors de la réunion du Comité monétaire et financier international (CMFI) du 12 avril 2003. Le communiqué suivant en résulta :

« Le Comité se félicite de l'introduction par plusieurs pays, dont le Mexique tout récemment, de CAC dans les contrats d'émission internationale d'obligations souveraines. Il se félicite aussi de l'annonce selon laquelle, d'ici le mois de juin, les pays de l'UE qui émettent des obligations sous juridiction étrangère incluront des CAC dans leurs contrats d'émission. Le Comité note avec satisfaction les travaux du G10, des marchés émergents et du secteur privé qui contribuent à l'élaboration des CAC. Il espère voir l'introduction desdites clauses devenir une pratique de marché courante et appelle le FMI à promouvoir l'utilisation de ces clauses dans le cadre de ses activités de surveillance. Le Comité salue les initiatives récemment prises pour établir à l'intention des débiteurs et de leurs créanciers un code de conduite volontaire, qui améliorera le processus de restructuration, et il encourage le FMI à contribuer à ces travaux. (...) S'il reconnaît qu'il n'est pas possible à l'heure actuelle d'établir le MRDS (Mécanisme de restructuration de la dette souveraine, concerne l'approche juridictionnelle), le Comité convient que les travaux devraient se poursuivre sur les questions soulevées dans la mise au point du mécanisme qui sont pertinentes pour la résolution ordonnée des crises financières. Parmi ces questions figurent notamment l'équité entre créanciers, l'amélioration de la transparence et de l'information, ainsi que le problème de l'agrégation des créances. Le FMI présentera un rapport d'activité à la prochaine réunion du Comité »⁸.

Les conclusions du CMFI ne sont guère étonnantes au regard des réactions des parties impliquées dans cette réforme. Au fil du temps, les différentes parties (incluant même certains directeurs du bureau exécutif du FMI) se sont en effet de plus en plus prononcées en faveur d'une approche décentralisée (ou contractuelle) impliquant le débiteur

8. FMI-Communiqué du CMFI, 2003 ; italiques des auteurs.

et ses créanciers privés plutôt que centralisée (ou juridictionnelle) impliquant également un tribunal international. La critique essentielle envers l'approche juridictionnelle (tout du moins dans sa version initiale) est que le FMI, pressenti pour jouer le rôle de superviseur et d'arbitre du processus de restructuration, se serait vu doter de pouvoirs additionnels. L'approche contractuelle, par opposition, laisse débiteur et créanciers privés négocier les termes de la restructuration selon une procédure très détaillée et prédéfinie par les clauses du contrat de dette. Finalement, la tendance « actuelle » est en faveur d'une résolution des crises de dette par le « marché » où le rôle du FMI serait très limité : il encouragerait l'introduction de clauses *via* ses activités de surveillance.

Un point commun et essentiel aux deux approches est l'introduction généralisée des CAC, notamment celle « d'action à la majorité », dans les contrats de dette. Les CAC existent déjà sur certains marchés internationaux de dette souveraine, principalement ceux sous loi britannique, et dans une moindre mesure, ceux sous lois japonaise et luxembourgeoise. Au 31 décembre 2001, le stock de titres souverains internationaux émis par des économies émergentes est constitué à hauteur de 24 % de titres sous loi britannique (*i.e.* incluant des CAC). Le plus important marché d'émission pour les économies émergentes demeure cependant New York, lequel représente 59 % de leurs émissions (tableau 3). Par opposition aux titres sous loi britannique, ceux régis par la loi de l'État de New York n'incorporent pas de CAC (encadré 5).

3. Stock de titres souverains internationaux émis par les économies émergentes selon les lois au 31 décembre 2001

Lois	Montants (en milliards de \$)	Répartition (en % du total)
Etat de New York	209,2	59
Royaume-Uni	85,2	24
Allemagne	35,9	10
Japon	20,7	6
Total	354,0	100

Source : Gianviti (2002).

5. Les titres de dette souveraine sous lois britannique, américaine, allemande et japonaise : caractéristiques

Les titres sous loi britannique

Les titres émis sous loi britannique ont une caractéristique bien particulière : ils incorporent des clauses d'action collective (CAC)¹. Ces clauses ont pour objectif d'améliorer la résolution des problèmes d'action collective. Ils permettent à leurs détenteurs de convoquer une assemblée de détenteurs ayant pouvoir de nommer un représentant pour négocier avec le débiteur. Cette assemblée peut voter des résolutions extraordinaires concernant des questions portant sur l'établissement des défauts ou autres modifications du titre originel dès lors que le consentement d'une majorité claire de détenteurs du principal est acquis (généralement 75 %)². Les résolutions lient tous les détenteurs dès lors que la majorité requise est atteinte. En général, les titres sous loi britannique ne permettent pas aux détenteurs d'initier individuellement une action judiciaire. Ce pouvoir est confié à un représentant, lequel agit sur instruction des créanciers détenant une fraction spécifiée du principal (généralement, au moins 25 %), et doit distribuer tout fond recouvré en pourcentage du principal. Les titres émis sous loi britannique incluent donc de *facto* l'équivalent d'une clause de partage et offrent au débiteur une certaine protection contre les poursuites judiciaires.

Les titres sous loi américaine

À quelques exceptions près, les titres émis sous loi américaine n'incorporent pas de CAC. L'unanimité des détenteurs de titres est donc requise, dans la majeure partie des cas, pour modifier les termes de paiements des contrats de dette. La non inclusion de CAC résulte toutefois des pratiques de marché et non de facteurs légaux. De fait, la législation américaine n'interdit aucunement l'introduction de CAC dans les émissions de titres souverains comme l'ont montré quelques émissions récentes (Thaïlande et Égypte, 1998 ; Mexique, 2003).

Les titres sous loi allemande

Les titres émis sous loi allemande n'incluent pas de CAC. Comme pour les titres sous loi américaine, cette exclusion résulte de pratiques de marché plus que de facteurs légaux. En 2000, la législation allemande a été modifiée de façon à permettre l'introduction de CAC dans les contrats de dette souveraine. Les pratiques de marché n'ont pas été modifiées pour autant, les intervenants de marché faisant valoir l'imprécision de la législation allemande en la matière et son ambiguïté par rapport au Code civil.

Les titres sous loi japonaise

Les titres souverains internationaux émis sous loi japonaise (les « Samurai bonds ») incorporent une clause permettant à une majorité de créanciers de lier tous les créanciers pour la révision des termes clés du contrat (incluant le paiement du principal et des intérêts). Cependant, une minorité de détenteurs peut invoquer l'article de « l'abus des droits » du Code civil pour contrer une décision à la majorité si un tel abus peut être démontré. À l'heure actuelle, cet article n'a jamais été invoqué.

1. Certains titres émis sous loi britannique n'incorporent pas de CAC. Mais leur proportion est faible. Le principe de la « liberté de contrat » qui régit les titres sous loi britannique permet aux États souverains débiteurs d'exclure (et non inclure) des clauses de restructuration à la majorité. Ainsi, beaucoup de titres Brady sous loi britannique ne contiennent pas de clause de restructuration à la majorité.

2. Beaucoup de titres incluent également un quorum de 25 % si le seuil des 75 % des détenteurs ne peut être atteint.

Sources : Eichengreen et Mody (2000a), Gianviti (2002), Liu (2002).

L'approche contractuelle proposée par Taylor s'inspire directement de la législation britannique : elle en reprend à la fois les clauses de représentation et d'action collectives, tout en proposant l'introduction de nouvelles clauses. L'approche juridictionnelle reprend essentiellement le principe d'action collective et discute plus spécifiquement des pouvoirs dont serait dotée l'entité internationale légale.

L'approche contractuelle de Taylor (ou l'approche décentralisée)

Selon Taylor (2002b), la réforme la plus largement acceptable par l'ensemble des parties mais aussi la plus pratique consisterait en l'introduction de nouvelles clauses dans les contrats de dette. « Ces clauses devraient décrire aussi précisément que possible ce qui se passera lorsqu'un pays décidera une restructuration de sa dette. De cette façon, les contrats devraient créer un processus séquentiel [de restructuration] plus ordonné et prévisible » (Taylor, 2002b). De telles clauses représentent une approche décentralisée, orientée vers le marché, puisqu'à la fois les contrats et le processus séquentiel décrit par les contrats sont déterminés par les emprunteurs et prêteurs selon leurs propres termes. Sous cette approche décentralisée, lors de l'émission de nouveaux titres, emprunteurs et prêteurs détermineraient de façon très détaillée le contenu des clauses. Le rôle des autorités légales serait limité à la vérification de leur conformité à quelques principes essentiels, à savoir :

1. Une clause d'action à la majorité

Actuellement, les clauses d'un grand nombre de titres exigent le consentement de 100 % des détenteurs pour en changer les termes financiers. Une petite minorité peut donc empêcher une restructuration que la majorité des détenteurs souhaite. Une clause d'action collective permettant à une super majorité (Taylor propose 75 % des détenteurs du principal) de s'accorder sur les termes d'une restructuration avec effet contraignant pour la minorité permettrait ainsi d'éviter qu'une petite minorité retarde ou bloque un accord.

2. Une clause de représentation collective

Cette clause décrirait le processus par lequel débiteur et créanciers se rencontrent lorsqu'une restructuration devient nécessaire. Notamment, cette clause spécifierait comment s'opère la représentation des créanciers, quelles données le débiteur doit fournir au représentant et ce, à l'intérieur de quel laps de temps. Le représentant devrait être capable de négocier avec le débiteur et avoir bien plus

que des responsabilités administratives classiques, telles que la comptabilité et la distribution des paiements. Le représentant, plutôt que les détenteurs individuels, aurait la possibilité d'initier une action judiciaire, mais agirait sous les instructions d'une certaine proportion de détenteurs de titres de dette.

3. Une clause d'initiation

L'initiation de la procédure de restructuration serait le fait de l'État souverain. Plusieurs semaines sont généralement nécessaires pour que les créanciers se rassemblent en vue d'obtenir l'information pertinente, choisissent un représentant et décident de la façon dont ils vont procéder avec le débiteur. Ainsi, il y aurait une période de réflexion entre le moment où le souverain notifie à ses créanciers qu'il veut restructurer et le moment où le représentant est choisi (Taylor propose une période limitée à 60 jours). Durant cette période, une suspension temporaire ou un différé des paiements pourrait être nécessaire, et cette possibilité serait incorporée dans la clause avec des pénalités appropriées. Durant la période de réflexion, les détenteurs de titres ne pourraient initier une action judiciaire à l'encontre du souverain.

La volonté de généraliser la présence de CAC dans les contrats de dette souveraine n'est pas un fait nouveau : déjà le rapport Rey du G10 en 1996, puis celui du G22, et différents communiqués du G7 et G10 par la suite, ont cherché à encourager l'introduction de CAC dans les nouvelles émissions de dette souveraine et notamment celles émanant des économies émergentes. Les défenseurs de l'approche contractuelle notent que la non introduction de CAC dans les titres sous loi de l'État de New York (aujourd'hui, principale place d'émission pour les économies émergentes) est une simple convention et que, d'un point de vue légal, rien ne s'oppose à l'inclusion de telles clauses.

Face à la réticence à inclure spontanément des CAC dans les contrats, un certain nombre de propositions ont été formulées récemment en vue de créer des incitations pour que les nouvelles émissions de titres intègrent des CAC et/ou que les titres existants soient échangés contre de nouveaux titres incluant des CAC. Deux grands types d'incitations sont envisagés :

1. Les incitations réglementaires : toute recherche d'un accord auprès du FMI pourrait être conditionnée à l'usage de CAC par le pays demandeur de l'accord (Geithner et alii, 2002) ;

2. Les incitations financières elles-mêmes de deux types :

— L'accès aux ressources du FMI (et le déblocage des fonds) pourrait être conditionné à l'inclusion de CAC soit dans les nouvelles émissions de dette ou alors par *swaps* de dette (Geithner et alii, 2002) ;

- L'emprunt auprès du FMI pourrait être obtenu à un coût plus faible dès lors que des CAC sont incluses dans les contrats de dette (Taylor, 2002b).

L'objectif de ces incitations est clairement de « forcer » un pays débiteur à faire usage des CAC, ou en d'autres termes, à engager un processus de restructuration de sa dette avec ses créanciers privés de façon à « sauvegarder » les ressources du FMI. En effet, grâce à l'usage des CAC, le secteur privé serait davantage inclus dans le processus de restructuration de la dette. La participation du secteur privé serait plus active puisque la minorité dissidente de créanciers serait contrainte d'accepter les termes de la majorité. En préalable à un recours au financement du FMI, le débiteur et ses créanciers privés seraient tenus de s'accorder sur les termes d'une restructuration, ou tout du moins de s'être engagés dans un processus de restructuration. L'accès aux ressources du FMI n'interviendrait qu'en dernier ressort et ainsi serait probablement plus marginal. Le bien-fondé de ces incitations financières sera discuté dans la partie : « Réactions et interrogations à l'égard des propositions ».

L'approche juridictionnelle de Krueger (ou l'approche centralisée)

L'approche juridictionnelle a fortement évolué au cours du temps. Elle a fait l'objet de plusieurs versions, notamment au regard de « l'entité internationale légale » : quelle sera-t-elle et quels seront ses pouvoirs ? Dans un premier temps, nous présenterons les quatre grands principes de l'approche juridictionnelle, puis dans un second temps, nous présenterons comment la proposition initiale de Krueger a été modifiée au fil du temps au regard de « l'entité internationale légale ».

Les quatre grands principes du mécanisme de restructuration de dette souveraine

Les propositions d'Ann O. Krueger portent sur l'établissement d'un mécanisme de restructuration de la dette souveraine (MRDS). Le mécanisme s'inspire de la loi américaine d'insolvabilité des entreprises (Chapitre 11), « amendée » de façon à tenir compte des caractéristiques propres aux États souverains⁹. Le MRDS devrait donner lieu à un traité de portée universelle.

9. « L'amendement » de la loi (américaine) d'insolvabilité des entreprises pour tenir compte des caractéristiques des États souverains sera discuté dans la partie : « Réactions et interrogations à l'égard des propositions ».

Le MRDS repose sur quatre grands principes¹⁰ :

1. la conclusion d'un accord de restructuration à la majorité qualifiée, avec effet contraignant pour le groupe dissident de créanciers. *Idéalement, la procédure de restructuration à la majorité devrait être activée avant le défaut sur les avoirs originels. L'argument est que, au vu des expériences passées, éviter le défaut se traduit par une moindre désorganisation économique dans le pays débiteur et permet de mieux préserver la valeur des avoirs, notamment sur le marché secondaire ;*

2. une suspension temporaire des poursuites judiciaires (ou « gel des avoirs ») en cas de défaut, pour la période courant entre la suspension des paiements et la conclusion d'un accord de restructuration. *L'argument est que les poursuites judiciaires constituent une gêne dans la progression des négociations. L'action en justice à l'encontre du gouvernement péruvien par Elliott Associates a montré que les poursuites judiciaires pouvaient constituer une entrave au bon déroulement d'un accord de restructuration et ce, même lorsqu'il existe des créanciers potentiellement coopératifs ;*

3. la protection des intérêts des créanciers durant la période de gel des avoirs via deux engagements: celui de ne pas « payer » les créanciers non prioritaires et celui de conduire des politiques qui préservent la valeur des avoirs. Notamment, si durant le gel des créances, le pays est en étroite relation avec le FMI pour élaborer des politiques (qui seraient soutenues financièrement par le FMI), les intérêts des créanciers seraient mieux protégés. *L'argument est qu'au-delà des politiques budgétaires, monétaires et de change qui sont à la base de la résorption du service de la dette et du retour à la soutenabilité, les créanciers ont des intérêts certains dans la mise en place d'autres politiques, incluant la nature et les termes de toute restructuration bancaire domestique, l'opération continue du système des paiements domestiques, le régime de banqueroute du pays et la nature du contrôle des changes qu'il impose. Selon les circonstances, les créanciers des souverains peuvent avoir un intérêt particulier dans la mise en place effective d'un contrôle des capitaux pour éviter leurs sorties.*

4. La priorité au financement privé ou fourniture d'argent frais par les créanciers privés durant la période de gel. *Créanciers privés et débiteurs souverains ont intérêt à ce que cet « argent frais » soit fourni dans des montants appropriés. Ce financement, s'il est utilisé dans le contexte de bonnes politiques, permet de limiter le degré de désorganisation économique et aide à préserver la capacité des États à générer des ressources afin de remplir les obligations liées au service de la dette. Il pourrait aider à couvrir les besoins du souverain en crédits commerciaux et aussi financer les paiements aux créanciers prioritaires. Sous le système actuel, les créanciers n'ont individuellement aucune incitation à fournir des*

10. En italique, sont fournis les arguments développés dans Krueger (2002b) pour justifier ces principes.

crédits puisque d'une part, les bénéfices résultant d'un retour du service de la dette sont partagés entre tous les créanciers et d'autre part, il n'y a aucune assurance que le nouveau financement ne sera pas capté dans le cadre de la restructuration. Le MRDS devrait ainsi fournir une assurance que tout nouveau financement visant à soutenir le programme du pays après l'introduction du gel des avoirs est prioritaire sur toutes les dettes privées préexistantes.

La question de l'entité légale internationale

L'un des points du MRDS le plus original et très controversé est certainement celui sur « l'entité » susceptible de jouer le rôle de tribunal international et celui de ses pouvoirs. La controverse explique vraisemblablement que l'approche juridictionnelle ait fortement évolué au fil du temps, et soit passée de l'idée d'un véritable tribunal à celle d'un « forum de résolution des différends » (FRD). Si Krueger a tout d'abord proposé de confier le rôle de tribunal international au FMI — et donc d'en augmenter les pouvoirs —, les dernières versions de l'approche juridictionnelle ont abandonné l'idée même d'un tribunal pour proposer un FRD.

La proposition initiale de « tribunal international » ou le renforcement des pouvoirs du FMI

En raison du rôle central joué par l'assistance financière du FMI « avant, pendant et après la restructuration de la dette », Krueger (2002a) a tout d'abord proposé une structure donnant des pouvoirs additionnels au FMI en matière de décisions clés concernant la procédure de restructuration. Notamment,

- l'activation d'un gel sur l'action d'un créancier (à la demande du débiteur souverain) nécessiterait l'approbation du FMI. Cette approbation serait fondée sur l'insoutenabilité avérée de la dette et sur la mise en place de politiques appropriées ;
- toute extension du gel exigerait une évaluation de la part du FMI concernant d'une part, la mise en place de politiques adéquates et d'autre part, les progrès réalisés par le débiteur dans le cadre des négociations engagées avec les créanciers ;
- enfin, l'approbation du FMI concernant un accord de restructuration (accepté par la majorité requise de créanciers) serait une condition de son effectivité. Cette approbation serait fondée sur l'évaluation que l'accord fournit un profil de dette soutenable.

Dans la proposition initiale, le FMI se voyait donc attribuer un rôle de superviseur et d'arbitre dans le cadre du MRDS. En d'autres

termes, le FMI, outre l'exercice de ses pouvoirs financiers « classiques », devenait *en sus* le « tribunal international des faillites d'États souverains ».

Cette proposition a été abondamment critiquée. Notamment, des doutes ont été émis quant à l'impartialité du FMI puisque le FMI intervient en tant qu'institution lorsque les investisseurs privés ne veulent plus prêter mais qu'il est aussi composé de pays créanciers, ayant des intérêts privés à défendre, et de pays débiteurs. Il est en ce sens juge et partie. Plus généralement, la communauté internationale ne souhaitait pas conférer des pouvoirs additionnels au FMI. Il a donc été envisagé une autre version du MRDS qui aurait limité le rôle du FMI dans l'opération du mécanisme lui-même. Les décisions prises sous le nouveau mécanisme auraient été uniquement le fait du débiteur et de la majorité des créanciers et l'approbation du FMI n'aurait plus été nécessaire pour garantir le caractère exécutoire de l'accord. Le rôle du FMI aurait été cantonné à l'usage de ses pouvoirs financiers existants en vue de créer des incitations pour les parties concernées à utiliser le mécanisme de façon appropriée. Le financement du FMI aurait été conditionné, outre à un programme de politiques structurelles, à une évaluation des flux de paiement résultant de l'accord de restructuration. Ainsi, le FMI aurait eu la possibilité de refuser de prêter à un pays membre tant qu'il aurait considéré que la soutenabilité de la dette n'était pas restaurée, ce qui aurait pu impliquer le cas échéant une autre restructuration (Krueger, 2002a). Cette proposition n'a pas non plus reçu le soutien de la communauté internationale. De fait, en conservant toujours un rôle central dans les différentes étapes du processus de restructuration, le FMI aurait inévitablement influencé d'une part, le processus de négociations et d'autre part, les termes de l'accord de restructuration. Finalement, la réaction des différentes parties impliquées dans la réforme du mode de gestion des crises de dette souveraine a conduit à proposer la création d'un « forum de résolution des différends » (FRD).

La proposition finale de « forum de résolution des différends » ou la suppression d'un véritable tribunal

Les dernières propositions de MRDS sont telles que l'approche originale et originelle est vidée de son essence même. En effet, « l'entité internationale légale », c'est-à-dire le FRD, a avant tout des fonctions administratives : (i) fourniture d'information aux créanciers ; (ii) enregistrement et vérification des créances soumises au MRDS ; (iii) administration de la procédure de vote.

Ainsi, le FRD serait chargé des résolutions des différends entre le débiteur et ses créanciers et entre les créanciers eux-mêmes. Deux principales sources de différends peuvent émerger suite à l'initiation

du mécanisme de restructuration: la vérification des créances et la procédure de vote. D'une part, la complexité de l'éligibilité des dettes et de leur agrégation (voir section suivante) justifie l'existence d'un organe chargé de vérifier le bien-fondé de l'inclusion ou non d'un certain type de dette dans le MRDS ainsi que le caractère discriminant ou non de l'inclusion d'un certain type de dette dans une classe (voir également section suivante). D'autre part, il est apparu qu'un nombre important de différends pouvait provenir du soupçon de certains créanciers que les votes soient contrôlés (ou influencés) par le souverain. Ces différences nécessitent alors la possibilité d'une « mise en appel » du résultat du vote, pouvant aboutir à une disqualification du vote¹¹.

Finalement, la dernière version de l'approche juridictionnelle précise qu'en matière de résolution des différends, le FRD aurait des pouvoirs essentiellement « réactifs », c'est-à-dire qu'il ne pourrait de sa propre initiative, considérer des questions qui ne sont pas posées par les parties.

La question de l'éligibilité des dettes et de leur agrégation

L'éligibilité des dettes : d'une couverture large à de plus en plus de restructurations parallèles

Une question importante dans l'approche juridictionnelle est celle des « dettes éligibles » ou, en d'autres termes, le type de dette à inclure dans le MRDS (dette intérieure, crédits commerciaux, prêts bancaires syndiqués, etc.).

Le débat a fortement évolué au cours du temps, au gré des discussions, des problèmes techniques et légaux rencontrés au sujet de la couverture des titres de dette. De fait, les propositions initiales de Krueger envisageaient d'inclure de multiples types de dette dans le MRDS. Deux arguments soutenaient une telle proposition : (i) ramener la globalité de la dette de l'État souverain à un niveau soutenable et (ii) instaurer un traitement équitable de tous les créanciers.

Dans la dernière version de l'approche juridictionnelle, il a été (re)précisé que ni la dette souveraine intérieure, ni les créances du FMI ne seront incluses dans le MRDS. Plus spécifiquement, il a été proposé que la dette souveraine intérieure (c'est-à-dire la dette souveraine régie par le droit national et relevant exclusivement des tribunaux nationaux) soit restructurée en parallèle. L'argument est que « les investisseurs non-résidents n'accepteront une réduction substantielle de

11. Par exemple, les banques publiques nationales peuvent racheter pour le compte de l'état des titres entrant dans le cadre du MRDS et influencer le vote.

leurs avoirs que s'ils savent que les créanciers intérieurs assument leur part. Mais la décision devra être prise au cas par cas pour tenir compte de la nature spécifique de ces créances, ainsi que des effets possibles sur la valeur des actifs du système bancaire intérieur et sur le marché intérieur des capitaux » (FMI, Fiche technique 2003). L'autre argument est que les États disposent généralement d'instruments de restructuration de la dette intérieure qui ne sont pas disponibles dans le cas de la dette extérieure¹².

Concernant les créances du FMI, l'argument est que le « FMI n'est pas une entreprise commerciale en quête de prêts rentables (...); il accorde souvent des prêts lorsque d'autres créanciers se montrent réticents, à des taux inférieurs à ceux que pratiquerait le secteur privé. Le FMI aide donc les pays à catalyser des concours privés, ainsi qu'à éviter un ajustement désordonné et des politiques qui seraient préjudiciables à eux-mêmes, à leurs créanciers privés et à d'autres pays. Dans une restructuration, si l'on accordait aux créances du FMI le même traitement qu'aux créances commerciales, cela compromettrait gravement la capacité du FMI à jouer ce rôle essentiel dans l'avenir » (FMI, Fiche technique 2003). Ainsi, le FMI et, en toute vraisemblance, les banques de développement multilatérales telles que la Banque mondiale, conserveront leur statut de créanciers « privilégiés ».

Pour l'instant, l'approche juridictionnelle laisse en suspens la question du traitement de la dette officielle bilatérale, actuellement restructurée dans le cadre du Club de Paris. Il semblerait toutefois qu'il existe une préférence pour exclure ce type de créances du cadre formel du MRDS et les restructurer en parallèle. L'argument est que les expériences passées montrent que les restructurations de ce type de dette, dans le cadre du Club de Paris et sous ses pratiques actuelles, se déroulent bien.

Enfin, qu'en est-il des prêts commerciaux ? Des prêts bancaires, etc. ? Un document de travail du FMI de l'automne 2002 (Geithner et Gianviti, 2002) propose que le MRDS définisse l'ensemble des titres de dette potentiellement éligibles et donne la possibilité au débiteur d'inclure ou exclure certains types de dette de la restructuration.

L'agrégation des dettes : du vote unique au droit de veto

Bien que reposant sur un même principe, celui de « l'action à la majorité qualifiée », l'approche juridictionnelle et l'approche contractuelle diffèrent sensiblement dans la façon d'organiser la « coordination des créanciers ».

12. Il existe aussi un certain nombre de problèmes légaux à soumettre au MRDS des titres régis par le droit national et relevant exclusivement de la compétence des tribunaux nationaux.

Dans l'approche contractuelle, les CAC s'appliquent à une émission obligataire donnée. Elles permettent à une majorité qualifiée de détenteurs de convenir d'une action qui engage tous les détenteurs de cette émission (coordination intra-créanciers ou *within*). Cependant, parce que les CAC sont propres à un contrat de dette donné, elles peuvent être insuffisantes pour résoudre les problèmes beaucoup plus larges de partage d'information et de coordination des créanciers qui se posent lorsqu'un gouvernement a de multiples types de dettes.

En ce sens, l'approche juridictionnelle va plus loin : elle couvrirait un nombre plus important de titres de dette puisqu'elle soumettrait au MRDS des titres qui n'intègrent pas explicitement une clause d'action à la majorité. Krueger (2002b) a proposé initialement qu'un système de vote unique permette de restructurer tous les titres de dette éligible *via* l'agrégation des voix des créanciers détenant les titres de dette concernés (coordination inter créanciers ou *between*). « En d'autres termes, le MRDS permettrait au débiteur et à ses créanciers d'agir comme si toute la dette éligible était régie par une seule clause d'action collective » (FMI, Fiche technique 2003).

Toutefois, l'agrégation de multiples types de titres pose des problèmes techniques non négligeables. La position du FMI en septembre 2002 résume bien la nature du problème. « Parce que les créanciers possèdent différents types de créances sur un souverain, il est difficile d'agréger toutes les créances sur le souverain en un seul vote à la majorité. À la place, [le FMI] propose d'établir un système de classification des créances avec une agrégation des créances à l'intérieur des classes plutôt qu'entre les classes. L'approbation d'une super majorité pour chaque classe serait nécessaire pour conclure la restructuration de la dette du souverain » (FMI, 2002). En d'autres termes, selon cette proposition, chaque classe disposerait d'un droit de veto effectif sur une restructuration opérée dans le cadre du MRDS.

Le FMI avance que ce système d'agrégation par classe faciliterait la restructuration en permettant au débiteur d'offrir différents termes aux différentes classes de créanciers en fonction de la nature des créances détenues par la classe en question et de leurs préférences spécifiques. Les classes devraient être suffisamment larges, et leur nombre restreint autant que possible. De plus, afin que le MRDS puisse s'adapter à l'évolution des marchés de capitaux, il est proposé de ne pas pré-spécifier toutes les classes dans le texte du traité instituant le MRDS. Certains membres du Bureau exécutif du FMI ont cependant avancé que l'existence d'un pouvoir de veto pourrait prolonger le processus de restructuration de la dette et suggèrent de s'assurer que le système de classification ne créerait pas de problèmes de créanciers dissidents.

Réactions et interrogations à l'égard des propositions

Deux craintes sont couramment avancées à l'encontre d'une réforme du mode de résolution des crises de dette souveraine : le tarissement des flux financiers à destination des économies émergentes et l'augmentation du coût de l'emprunt. Déjà, la baisse des entrées de capitaux dans les économies émergentes en 2002 serait partiellement liée à l'acuité du débat entourant les réformes probables et l'incertitude sur leur contenu. Une réforme, quelle que soit la forme qu'elle prendrait — mais les critiques sont encore plus vives à l'encontre du MRDS —, parce qu'elle éroderait les droits de créanciers, aurait diminué et diminuerait les flux de capitaux à destination des économies émergentes.

Forte résistance des investisseurs à modifier les règles

Malgré les appels répétés de la communauté internationale depuis 1996, on a observé dans le passé une forte réticence de la part des émetteurs et des investisseurs à un usage généralisé des CAC dans les contrats obligataires. Environ 70 % des titres souverains internationaux du stock actuel ont été émis après 1995. Or, si les CAC avaient été adoptées comme standard de marché suite à la publication du rapport Rey en 1996, un peu plus de 67 % du stock de dette au 31 décembre 2001 devrait être constitué de titres incluant des CAC selon les estimations de Geithner *et alii* (2002). Dans les faits, seuls 24 % du stock incluaient des CAC (i.e. étaient émis sous loi britannique) à la même date. Selon les projections de Geithner *et alii* (2002), si (i) des CAC étaient introduites dans toutes les nouvelles émissions dès aujourd'hui et (ii) en supposant que l'émission nette de nouvelles dettes croisse au taux de 3 % par an, alors environ 80 % du stock de dette contiendrait des CAC en 2010 et 90 % en 2019.

On peut se demander pourquoi ni les émetteurs, ni les investisseurs n'ont montré un réel empressement à la mise en application de telles mesures qui devraient pourtant limiter le coût pour le pays en défaut et augmenter le taux de recouvrement pour l'investisseur. Néanmoins, si *in fine*, le pays débiteur a le pouvoir ou la capacité d'honorer ou non ses engagements, c'est probablement plus du côté des marchés financiers qu'il convient de chercher la réponse. Au moment de l'émission, le rapport de force entre l'émetteur et les

investisseurs est davantage en faveur des seconds qui peuvent dès lors faire pression sur le contenu des contrats. Or, selon eux, la situation qui prévaut actuellement n'apparaît, tout compte fait, pas si mal.

Les sanctions, un mal nécessaire ?

À la différence d'une entreprise privée, les avoirs de l'État sont peu nombreux et difficilement saisissables en cas de défaut, du fait de l'immunité légale dont l'État bénéficie. Dès lors, la seule garantie qu'un État puisse offrir à ses créanciers repose sur son engagement à honorer ses dettes, et cet engagement est jugé à l'aune du coût que le pays devrait supporter en cas de défaut. La perception des marchés sur la volonté du débiteur de rembourser sa dette serait donc d'autant plus favorable que les sanctions seraient élevées (Dooley, 2000). Pour défendre leurs intérêts, les créanciers devraient donc rendre le défaut le plus coûteux possible et les négociations difficiles. Ils seraient ainsi protégés du risque d'aléa moral du débiteur, c'est-à-dire d'une mise en défaut abusive ou « stratégique ».

Le problème est qu'il est très difficile d'isoler les situations d'insolvabilité avérée, des situations de défaut imputable à la mauvaise volonté d'un débiteur. Tout d'abord, la dette peut être si élevée que, même sous les hypothèses les plus optimistes de croissance et d'ajustement budgétaire, l'État peut se révéler incapable de payer. Par ailleurs, si l'ajustement domestique exigé pour éviter un défaut de court terme conduit à des troubles politiques (une révolte contre une plus grande austérité) et à une diminution de l'investissement qui réduit les possibilités de croissance de long terme, on peut supposer que l'ajustement domestique devient alors « excessif » et la dette, insoutenable dans le long terme. Or, faut-il en arriver à ce point extrême qu'illustre la situation argentine pour mesurer du caractère « honnête » ou « stratégique » du défaut ?

Par ailleurs, le taux de recouvrement sur les titres récemment restructurés (cf. *supra*) a été plus élevé que ce que les marchés financiers anticipaient sur la base du marché secondaire : 47 % pour un taux escompté de 18 à 20 % pour certaines offres d'échanges (Lipworth et alii, 2001). Selon le FMI, ces expériences récentes pourraient inciter les investisseurs à réviser à la hausse les taux de recouvrement escomptés lors des prochaines restructurations. Le paradoxe serait alors d'assister à la fois à de moindres pertes de valeur en capital sur les titres restructurés et à des sanctions qui demeurent élevées.

La théorie du « less is more »

Les intervenants de marché¹³ restent hostiles aux propositions de réformes annoncées même si leur position s'est progressivement rapprochée de l'approche contractuelle. Selon eux, la solution du *less is more* qui consiste à laisser jouer les forces du marché, reste la meilleure.

À la lumière des expériences récentes, le système actuel n'a pas empêché les restructurations de dettes souveraines. Certes, l'absence de clause d'action à la majorité, dans les titres émis sous la loi de New York, rend *a priori* la renégociation des termes de paiement du contrat quasiment impossible. Mais des solutions *via* les offres d'échanges et les amendements de sortie (*exit consent*) ont permis de contourner les difficultés. Les porteurs d'obligations ont échangé plus ou moins volontairement leurs anciens titres contre de nouveaux dans lesquels la structure des paiements a été reprofilée (maturité plus longue, priorité supérieure) mais où les termes sont restés inchangés. En rendant ces nouveaux titres plus attractifs que les anciens (e.g. possibilité de levée l'immunité de l'État dans les nouveaux titres, suppression de la *negative pledge* clause qui garantit l'égalité de traitement à l'ensemble des créanciers, etc.), l'incitation pour un investisseur à refuser l'opération est faible. Néanmoins, cette technique a plusieurs limites. Tout d'abord, elle n'est pas reproductible dans tous les pays. Les pays qui l'ont utilisée bénéficiaient d'une structure de dette extérieure simple (montant réduit, peu d'émissions). Il est probable que dans le cas de l'Argentine, la restructuration de la dette publique qui commence à peine à être évoquée (les autorités ont sélectionné en mars dernier le cabinet d'experts qui devra approcher les créanciers) sera plus coûteuse pour le pays et les investisseurs. En outre, cette technique n'est guère approuvée par la Cour de New York qui pourrait intervenir si les amendements étaient jugés abusifs. L'*exit consent* n'est donc qu'un pis aller pour échapper à une situation de blocage.

Les problèmes souvent évoqués de créanciers dissidents seraient, aux dires des investisseurs, contenus. Les créanciers tendraient spontanément à se regrouper pour accélérer les procédures de restructuration. Il y a toujours eu des créanciers dissidents hostiles aux négociations collectives ou bien des *free riders*, dont certains entament des procédures judiciaires contre le pays en défaut. L'influence des *free riders* sur les restructurations de dette n'aurait pas augmenté malgré la prolifération des créanciers et instruments au cours des dix dernières

13. Les intervenants de marché sont regroupés au sein d'associations dont les principales sont *International Institute of Finance, Emerging Markets Traders Association, International Primary Market Association, Bond Market Association, Securities Industry Association* et *Emerging Markets Creditors Association*.

années. Pour preuve, lors des échanges de dettes récents, le taux de participation a atteint 99 % dans le cas du Pakistan et de l'Ukraine, et 97 % pour l'Équateur et la Russie. Le secteur officiel surestimerait les dangers de la minorité dissidente dans le processus de restructuration et donc les bénéfices potentiels des CAC (Chamberlin, 2002). Toutefois, dans le cas du Pérou, on peut se demander si, *in fine*, le verdict prononcé en faveur des créanciers au terme de quatre années de procès ne pourrait pas créer un précédent et donner l'impression aux créanciers qu'il est possible d'intenter un procès en justice et de le gagner...

La crainte des pays émetteurs : moins de capitaux... à un coût plus élevé

Pour le pays émetteur, les avantages d'une meilleure gestion des crises semblent évidents (retour plus rapide sur le marché des capitaux, moindre baisse de la production, etc.). Pourtant, dans son communiqué du 27 septembre 2002, le groupe des pays en développement (le G24) a manifesté son peu d'enthousiasme pour l'approche contractuelle et s'est montré très sceptique vis-à-vis de l'approche juridictionnelle. « Les ministres [du G24] ont réaffirmé leur préférence pour des démarches volontaires spécifiques à chaque pays et compatibles avec les règles du marché en matière de restructuration ¹⁴ ». Cette réticence tient probablement aux craintes des investisseurs de voir leurs droits s'éroder du fait d'une plus forte exposition au risque d'aléa moral du débiteur : la présence de CAC, parce qu'elle va rendre les restructurations plus aisées pour les débiteurs, les inciterait à se mettre en défaut (Schleifer, 2003). Dès lors, pour couvrir ce nouveau risque potentiel, les investisseurs exigeraient un relèvement des *spreads* ou bien réduiraient leurs nouveaux engagements sur certains pays. Finalement, les émetteurs « internaliseraient » la crainte émise par les créanciers et seraient donc peu enclins à émettre des titres avec les CAC.

Qu'observe-t-on dans la réalité ? Le coût des titres intégrant des CAC, tels que ceux émis sous la loi britannique, est-il plus élevé que celui des titres émis, par exemple, sous la loi de New York ?

Les pratiques de marché

Le développement de titres émis sous la loi de New York (*i.e.* sans CAC) n'a cessé de se confirmer tout au long des années 1990. Les émissions de titres couverts par la loi britannique (*i.e.* avec CAC) sont

14. www.g24.org.

passées de 40 % du total en 1998 à 20 % fin 2002 (tableau 4). En février 2003, l'encours de titres souverains émergents contenant des CAC représente environ 33 % de l'encours total (hors titres Brady). Toutefois, il n'est pas prouvé que cette évolution traduise un rejet des CAC par les investisseurs. Ceux-ci peuvent être sensibles à d'autres considérations les conduisant à émettre sur des places qui, selon les pratiques de marché en vigueur, incluent ou non des CAC dans les contrats. Ces considérations peuvent être liées aux caractéristiques des prêteurs (présence croissante des investisseurs institutionnels aux États-Unis et déclin des investisseurs de détail en Europe et au Japon), des emprunteurs (présence de plus en plus active des émetteurs latino-américains, au détriment des émetteurs de l'Europe émergente, notamment de la Russie), à la dénomination de la monnaie désirée¹⁵, ou, encore, à des considérations sur la structure désirée de la dette (Geithner et alii, 2003).

4. Emission de titres souverains par les économies émergentes

	2001				2002				2003 ³
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
Avec CAC¹									
– Nombre	14	10	2	10	6	5	2	4	6
– Volume ⁴	5,6	4,8	1,8	2,2	2,6	1,9	0,9	1,4	4,2
Sans CAC²									
– Nombre	16	17	6	18	17	12	5	10	10
– Volume ⁴	6,7	8,5	3,8	6,1	11,6	6,4	3,3	4,4	6,8

1. Emission sous les lois britannique et japonaise.

2. Emission sous les lois new yorkaise et allemande. L'émission égyptienne de 1 500 million de US\$ en juin 2001 avec CAC a été reclassifiée.

3. Données jusqu'au 20 février 2003.

4. Les volumes sont en milliards de US\$.

Source : Geithner et alii (2003).

Alors qu'il est possible d'expliquer l'essor des titres ne contenant pas de CAC par des pratiques de marchés, il est plus difficile de dire si la présence de CAC dans les contrats se traduit par un surcoût pour l'emprunteur. En moyenne, les émetteurs souverains émettant sous loi britannique subissent un coût d'emprunt supérieur à ceux émettant sous loi américaine. Cette caractéristique n'est toutefois vérifiée que pour les émetteurs d'Europe de l'Est. Pour les émetteurs souverains d'Asie et d'Amérique latine, le coût d'une émission sur la place de Londres est comparable, moins élevé qu'ailleurs (tableau 5).

15. À l'exception de la loi anglaise couvrant des titres émis avec des monnaies différentes, on observe une corrélation étroite entre la loi couvrant un titre et la monnaie du titre. Ainsi, les titres émis sous les lois new yorkaise, japonaise, suisse, allemande et autres sont essentiellement libellés dans les monnaies des places nationales respectives.

5. Emission de titres souverains selon la région et la loi d'émission entre 1991 et 1998

Régions	Loi d'émission		
	Royaume-Uni	Etats-Unis	Autres*
Moyenne			
<i>Spread</i> **	303	277	234
Maturité	6	11	7
Nombre de titres	157	134	228
Amérique latine			
<i>Spread</i> **	277	299	307
Maturité	6	10	7
Nombre de titres	71	86	76
Asie de l'Est			
<i>Spread</i>	125	174	66
Maturité	5	23	8
Nombre de titres	13	16	22
Europe de l'Est			
<i>Spread</i> **	365	211	267
Maturité	6	12	7
Nombre de titres	40	6	70
Moyen Orient – Afrique du Nord			
<i>Spread</i> **	316	279	156
Maturité	5	8	8
Nombre de titres	22	19	55

* Autres : Japon et Allemagne essentiellement.

** Spread par rapport à un taux sans risque (en points de base).

Source : Eichengreen et Mody (2000b), Table 2.

Le coût financier des CAC

Différentes études économétriques ont tenté d'évaluer si la présence de CAC dans les titres obligataires est associée à des coûts d'emprunt plus élevés pour les États émetteurs. Malheureusement, les conclusions divergent, laissant le débat ouvert.

Selon les travaux d'Eichengreen et Mody (2000a et b), le coût des titres serait lié au risque de crédit des pays débiteurs. L'usage de la loi britannique dans les titres¹⁶ se traduirait par un renchérissement du coût de l'emprunt pour les émetteurs souverains dont le risque de crédit est mauvais (hausse de 130 points de base) et une baisse pour les pays les mieux notés (baisse de 53 points de base)¹⁷. Les

16. Toutes les études retiennent la loi britannique comme proxy de la variable CAC.

17. Sur chacun des groupes, les résultats sont statistiquement significatifs. Les estimations sont menées à partir de données sur le marché primaire et portent sur la période 1991-1999. Elles sont réalisées en deux étapes, à partir d'une équation d'émission et d'une équation de spreads. Le choix de la loi couvrant le titre est endogène.

premiers sont suspectés d'un risque de défaut plus élevé lorsque les contrats incluent des CAC, à l'inverse des emprunteurs mieux notés, exempts du risque d'aléa moral. Néanmoins, d'autres travaux ne confirment pas ces résultats. Selon Becker et alii (2001)¹⁸, l'impact de la loi britannique sur le coût des emprunts selon la qualité des émetteurs est presque toujours négatif et négligeable¹⁹. Le phénomène d'aléa moral n'existerait pas : il n'y aurait pas de désavantage relatif pour un émetteur moins bien noté à recourir aux CAC par rapport à un émetteur bien noté. Selon les auteurs, la plupart des investisseurs ignoreraient même cet aspect légal des contrats. De même, les lois gouvernant les titres ne ressortent pas significativement des estimations économétriques de Tsatsaronis (1999). D'autres facteurs, par exemple l'inscription à la SEC (*Securities and Exchange Commission*) qui garantit la liquidité du titre aux États-Unis, auraient un impact plus important sur les *spreads* que la loi s'appliquant au titre.

L'actualisation par Gugiatti et Richards (2003) des résultats économétriques de Becker et alii (2001) confirme qu'en dépit de l'intensité des débats actuels sur la question, la présence de CAC dans les titres émis sur l'euromarché n'avait pas, à la date du 30 janvier 2003, d'impact sur les rendements des titres sur le marché secondaire.

Encore plus significatif a été le comportement des marchés financiers le 26 février dernier lors de l'émission par le gouvernement mexicain d'obligations contenant des CAC²⁰ sur le marché des *Global bonds* des États-Unis. Cette émission de titres, pour un montant de 1 milliard de dollar et à échéance 2015, a fait office de test²¹. Les placements se sont faits à des conditions quasi-identiques à celles des placements de titres émis sans CAC, respectant parfaitement la courbe des taux. Il n'y a donc pas eu de surcoût lié aux CAC, ni d'ailleurs de bonus en dépit d'un *rating* favorable au Mexique.

18. L'étude a été réalisée à partir de données en coupe sur le marché secondaire (en juin 1998 et juin 2000) et sur le marché primaire. Pour rendre les études comparables, les auteurs ont gardé l'hypothèse d'endogénéité du choix de la loi couvrant le titre au moment de l'émission, mais ont utilisé des techniques différentes, ce qui peut expliquer, en plus de la question des données, les différences de résultats.

19. Statistiquement non différent de zéro.

20. Le contenu des clauses respecte l'ensemble des recommandations formulées par le G10 en septembre 2002, à l'exception de quelques amendements destinés à protéger davantage les droits des créanciers et inspirés des recommandations des marchés financiers.

21. Des titres souverains contenant des clauses de représentation à la majorité avaient déjà été émis par le Qatar et le Liban en juin 2000 et l'Égypte en juin 2001 sur le marché de New York, mais ces opérations réussies étaient passées alors inaperçues.

Discussions sur quelques points propres aux propositions de réformes

Sur la question du seuil optimal d'action à la majorité

On l'a vu, l'une des craintes des investisseurs est que la généralisation de la clause d'action à la majorité se traduise par un accroissement des défauts stratégiques. Pour réduire ce risque, les intervenants de marché ont ainsi proposé un seuil d'action à la majorité de 95 % plutôt que celui de 75 %, présent dans la majorité des titres obligataires sous loi britannique et figurant dans les propositions. Leurs arguments sont de deux types. D'une part, cela aurait pour effet de diminuer la probabilité des défauts stratégiques. Puisqu'il est plus difficile d'obtenir une majorité de 95 % que de 75 %, la coordination des créanciers sera moins aisée pour définir une action commune à l'égard du débiteur (suspension des paiements et/ou des poursuites judiciaires, termes à proposer au débiteur pour la restructuration de dette). Les négociations et la conclusion d'un accord entre le débiteur et ses créanciers seront également plus difficiles, plus longues (aller et retour entre les différentes parties) s'il faut une majorité de 95 %. Aussi, le débiteur serait moins incité à faire des défauts stratégiques. D'autre part, un seuil de 95 % empêcherait l'action (soit en justice, soit sur les termes de l'accord de restructuration) des créanciers dissidents. Un seuil de 95 % serait donc plus optimal : il permettrait de mieux respecter l'équilibre délicat entre diminuer la probabilité de défauts stratégiques et augmenter la probabilité d'un accord.

Toutefois, il existe un certain nombre de « mythes » qu'il faut abolir concernant les défauts stratégiques. De plus, même si au regard de l'expérience passée, les créanciers dissidents ont été peu nombreux, 3 à 5 % du total (Chamberlin, 2002), il n'est pas certain que dans le futur, un seuil de 95 % soit suffisant pour bloquer leur action : le cas Elliott Associates/Pérou a pu accroître les avantages de faire dissidence.

Sur les coûts des CAC et la non incitation à introduire spontanément des CAC

On peut se demander pourquoi emprunteurs et prêteurs n'ont pas introduit, sur une base volontaire, davantage de CAC dans les titres de dette souveraine depuis 1996. Le coût financier des CAC, on l'a vu, est incertain. Quels peuvent être les autres coûts des CAC ? De même, quels autres coûts peuvent expliquer la réticence des investisseurs et émetteurs aux propositions de réforme du mode actuel de gestion des crises de dette ?

Les autres coûts des CAC peuvent être regroupés en :

— « coûts de transaction » : l'introduction de tout changement dans la réglementation des contrats entraînerait des coûts à court terme (recherche d'informations, coûts administratifs, etc.), lesquels génèreraient une inertie dans les pratiques de marché. Les parties préféreraient alors utiliser la réglementation standard existante ;

— « coût psychologique » : il y aurait une crainte à modifier l'équilibre (ou le déséquilibre) existant entre débiteur et créanciers. Les restructurations des dernières années ont plutôt été perçues comme un succès (*i.e.* taux de participation du secteur privé élevé et bon taux de recouvrement).

A priori, les coûts de transaction de court terme expliqueraient la réticence des différentes parties à introduire les CAC dans les contrats de dette. L'argument est le suivant. Sur une place n'ayant pas l'habitude d'émettre des titres avec CAC (e.g. New York), le coût de l'introduction serait supporté par le premier émetteur (*first mover*) lequel devrait établir la nouvelle réglementation, convaincre les investisseurs du bien-fondé de l'introduction de CAC, etc. De leur côté, les investisseurs, par doutes, manques d'habitude, etc., exigeraient un taux d'intérêt plus élevé sur ce nouveau titre avec CAC. Dans ces conditions, aucun émetteur individuellement n'aurait intérêt à être le premier à agir. Selon Geithner et *alii* (2002), la résistance des émetteurs et des investisseurs à changer des pratiques de marché bien établies constitue un obstacle clé à l'introduction de clauses dans les contrats de dette émis à New York. Rappelons, en effet, qu'aucun obstacle légal ne s'oppose à l'introduction de CAC sur cette place.

Cela nous amène à une autre question, celle des types d'incitations à mettre en place de façon à « forcer » l'introduction de CAC dans les contrats de dette, notamment ceux émis sur la place de New York. Notamment, quel rôle incitatif devrait jouer le FMI puisque les exhortations officielles des dernières années n'ont pas conduit à une introduction volontaire de grande envergure ?

Sur le rôle incitatif du FMI dans l'introduction des CAC

Rappelons que les propositions récentes contenues dans Geithner et *alii* (2002) ont porté sur la possibilité de conditionner l'accès aux ressources du FMI à l'introduction de CAC dans les contrats de dette. Notamment, il a été proposé que tout pays tirant sur les ressources du FMI devrait utiliser des CAC dans la nouvelle dette émise durant le programme. Il y a cependant au moins une objection : les pays émergents tendent à tirer sur les ressources du FMI lorsqu'ils rencontrent des difficultés d'accès aux marchés financiers privés. Alors, sous l'hypothèse que l'adoption de clauses réduit la quantité et/ou augmente

le prix de la finance privée disponible, une telle conditionnalité ne ferait qu'accroître les difficultés du pays.

Il a aussi été proposé de conditionner tout usage des ressources du FMI à un échange de toute la dette existante en dette incorporant des CAC. Une objection majeure est que le début d'un programme soutenu par le FMI ne constitue pas le moment adéquat pour modifier les termes légaux du stock de dette existant, étant donné le problème de signal potentiel. Les pays devraient vraisemblablement payer une prime substantielle uniquement pour changer les termes légaux (Geithner *et alii*, 2002). De plus, il peut être difficile d'obtenir un fort taux de participation dans un échange de dette au moment où un pays cherche un accès aux ressources du FMI. Dans les moments de tension tout particulièrement, les investisseurs pourraient préférer garder les titres qui n'incorporent pas de CAC de façon à maximiser leur levier individuel. Des facteurs compensatoires pourraient toutefois encourager la participation à l'échange dès lors que l'émetteur peut obtenir le soutien d'une masse critique de détenteurs pour l'échange. Par exemple, les investisseurs évaluent la liquidité des titres. De ce fait, si une large proportion de titres est retirée du marché et un nouveau titre avec CAC est émis, la demande pour les titres du pays se déplacera vers le nouveau titre. En même temps, il est possible que certains investisseurs préfèrent encore détenir des actifs peu liquides, ce qui leur fournirait une base encore plus forte pour tenter (et gagner) un procès à l'encontre du débiteur souverain.

Finalement, si les autorités (e.g. le FMI) devaient fournir un « soutien » pour introduire des CAC, ce soutien devrait être avant tout administratif, informationnel afin de résoudre le problème du premier émetteur. Néanmoins, avec l'émission de titres mexicains avec CAC sur la place de New York en février dernier, ce problème a été résolu. Pourtant, rien n'assure que ce précédent marquera véritablement un tournant dans les pratiques de marché. On peut en effet s'interroger sur le caractère « volontaire » ou « contraint » de l'introduction des CAC dans les titres émis récemment par le Mexique.

Sur l'introduction de la dette intérieure dans le MRDS

Un argument « contre » est que les agents résidents supportent déjà une large part des coûts de l'ajustement destiné à libérer des ressources *via* les politiques de contraction de la demande interne et d'ajustement budgétaire, en plus éventuellement de la baisse de la valeur de leurs avoirs, une fois ceux-ci exprimés en devises. Aussi, inclure la dette intérieure dans un processus de restructuration constituerait une autre forme de taxation qui ferait peser une charge additionnelle sur les agents résidents.

Toutefois si, en termes d'efficacité et de logique économique, il est possible de justifier une « discrimination » entre les créanciers, notamment en privilégiant les créanciers domestiques relativement aux créanciers étrangers, deux arguments peuvent être opposés à cette position. Tout d'abord, si d'un point de vue conceptuel, il est facile de séparer les coûts supportés par les agents domestiques de ceux supportés par les créanciers étrangers, les choses sont moins aisées dans la réalité. Comment évaluer séparément l'ajustement qui doit être imposé aux agents domestiques de façon à remettre le pays sur un sentier de croissance et une trajectoire budgétaire soutenables et l'allègement externe sous la forme de restructuration de la dette qui doit être fourni par les créanciers étrangers ? Ensuite, il faut s'interroger sur le caractère légal d'une inclusion de la dette intérieure dans le MRDS. En effet, la dette intérieure est gouvernée par la loi du pays émetteur et soumise à la juridiction exclusive de cours localisées sur le territoire de l'État souverain.

Sur le coût de la coordination entre les émissions de titres

Eichengreen et Mody (2003) s'intéressent à la question de savoir si la coordination *entre* les émissions de titres est coûteuse. Si tel est le cas, les investisseurs demanderont une prime pour détenir les titres d'un émetteur ayant de multiples instruments de dette sur le marché, et ce d'autant plus que la probabilité que la dette soit restructurée est élevée. Leurs résultats mettent clairement en évidence le coût de la coordination entre les détenteurs d'émissions différentes : la mise sur le marché d'un montant de dette donné *via* l'émission de dix titres additionnels se traduit par une augmentation du *spread* sur le dixième titre de 2 %, ce qui correspond à 8 points de base. L'impact positif sur le *spread* de l'émission de titres séparés est plus élevé pour les emprunteurs de « mauvaise signature » et devient négatif pour les « bonnes signatures »²². Pour les pays de mauvaise qualité de crédit, la probabilité de restructuration future est élevée et tout instrument de dette additionnel serait donc perçu par le marché comme une source de complication supplémentaire en cas de restructuration. À l'inverse, pour les pays ayant une bonne qualité de signature, la probabilité de restructuration future est plus faible et l'émission de titres supplémentaires signifierait au marché un engagement de l'emprunteur à maintenir une bonne qualité de son crédit²³. De plus, la prise en

22. En ce sens, les auteurs retrouvent les mêmes résultats que ceux obtenus sur le lien entre coûts des CAC et risque de crédits des émetteurs (voir *infra*).

23. Entre autres variables de contrôle, Eichengreen et Mody (2003) utilisent le niveau de dette du pays et la taille des émissions. Leurs résultats ne peuvent donc être interprétés comme résultant du fait que (1) les pays qui s'endettent davantage doivent offrir une rémunération plus élevée et que (2) les petites émissions, parce que moins liquides, doivent être davantage rémunérées.

compte de la loi d'émission du titre (loi britannique, américaine et autres lois) ne modifie pas les conclusions précédentes : le coût de la coordination *entre* les émissions de titres est lié à la qualité du crédit et non au coût de la coordination *à l'intérieur* des émissions de titres. Au regard des résultats de cette étude, le coût associé à la difficulté de coordonner les détenteurs de différents instruments de dette constitue donc un argument en faveur de l'approche juridictionnelle.

Sur l'impossibilité de transposer aux débiteurs souverains les lois nationales d'insolvabilité des entreprises

Le MRDS s'inspire de la loi américaine d'insolvabilité des entreprises (Chapitre 11) « amendée » de façon à tenir compte des caractéristiques propres aux États souverains. Or, les éléments fondamentaux qui protègent les droits des créanciers dans les régimes d'insolvabilité des entreprises (la vente des avoirs, les changements dans le *management* et le traitement cohérent de toutes les dettes) sont absentes du MRDS, en partie parce qu'elles ne peuvent être exécutées à l'encontre d'un souverain (Chamberlin, 2002). Bolton (2003) avance une autre différence importante : le FMI agira toujours comme un prêteur en dernier ressort sous le MRDS. Par opposition, une entreprise privée ne dispose pas de ce financement en dernier ressort (à l'exception peut-être de sa banque principale). Dans le même ordre d'idée, Shleifer (2003) avance que, sous le MRDS, le pays peut emprunter de l'argent frais sans rembourser sa vieille dette : il n'a donc plus d'incitation à payer ses créanciers. Ainsi, les éléments cruciaux concernant la loi d'insolvabilité des entreprises du Chapitre 11 n'existent pas dans le cas de la dette souveraine. Or, sans ces craintes (*i.e.* mise en liquidation judiciaire ou acceptation du plan de réorganisation du juge par les créanciers par le juge), et la possibilité d'un emprunt continu prioritaire sur les vieux prêts, il n'y a aucune raison de rembourser. Et, selon Shleifer (2003), s'il n'y a aucune raison de rembourser, il n'y aura aucun marché de dette souveraine dans le long terme.

Vers une réforme graduelle ?

Finalement, après plus d'un an de discussions animées et au regard du communiqué du CMFI du 12 avril 2002 concernant les propositions de réformes, où en est-on ?

Krueger (2003) souligne que le débat sur l'amélioration de la gestion des crises de dettes ne doit pas détourner l'attention de

l'importance de la prévention de ces crises. Depuis plusieurs années, le FMI a entrepris, dans le cadre de ses missions de surveillance et d'assistance financière, un certain nombre d'adaptations allant en ce sens. Afin de mieux prévenir des crises financières, la création de nouveaux indicateurs de vulnérabilité permet désormais d'élaborer des tests de « résistance » et de développer des systèmes d'alerte précoce. Par ailleurs, pour améliorer la qualité et la transparence des données, le FMI et la Banque mondiale ont établi un système de normes et codes que les pays se doivent d'appliquer. En juillet 2001, un Bureau d'évaluation indépendant (OEI) a été mis en place pour une évaluation des travaux du FMI²⁴. Enfin, l'accès aux ressources du FMI devrait être plus strict et conditionné à des politiques plus adaptées aux caractéristiques des pays afin de rendre plus efficaces les programmes d'ajustement. Cette meilleure prévention liée à l'adhésion (volontaire) à un « code de bonne conduite » devrait aboutir à de meilleures pratiques.

Concernant spécifiquement les deux propositions de réformes de gestion des crises de dette ayant fait l'objet d'un examen par le CMFI, il est clair qu'une résolution des crises de dette par le « marché » rencontre aujourd'hui les suffrages des intervenants sur les marchés financiers. Le dernier rapport du G10 (de septembre 2002) soutient ce projet : un modèle de clauses très détaillé a d'ailleurs été annexé au rapport et a servi de base aux contrats émis par l'État mexicain en février dernier.

L'approche juridictionnelle ne semble pas pour autant totalement abandonnée. Il est cependant un fait certain : le FMI ne jouera pas le rôle de « tribunal international ». Au-delà des problèmes légaux (*i.e.* compatibilité du MRDS avec les lois nationales, amendement des statuts du FMI) qui ne sont pas insurmontables (mais qui nécessiteront du temps), l'une des questions importantes posées par le MRDS est celle de l'agrégation et de l'éligibilité des dettes. Selon la dernière version de l'approche juridictionnelle, la Hongrie et l'Argentine, c'est-à-dire les deux pays les plus dépendants du marché obligataire pour couvrir leurs besoins externes verraient respectivement moins de 10 % et 40 % de leur dette totale (*i.e.* dette intérieure et étrangère) prise en charge par le MRDS (tableau 6). Même si le mécanisme était effectif, un défaut sur la dette hongroise (en 2001, la dette publique hongroise représentait un peu moins de 60 % du PIB) serait donc essentiellement résolu par des restructurations parallèles. Pour ce pays, compte tenu de la structure de sa dette, il y aurait donc peu de différence que la dette soit restructurée dans le cadre (de la dernière version) du MRDS

24. Sur l'année 2002-2003, le Bureau s'est concentré sur les conséquences d'un usage prolongé des ressources du FMI, sur le rôle du FMI dans 3 pays impliqués dans des crises de balance des paiements (Brésil, Indonésie et Corée du Sud) et sur les politiques d'ajustement fiscal qui sont au cœur des programmes d'ajustement soutenus par le Fonds.

ou *via* l'inclusion de CAC dans les contrats de dette²⁵. Les données sont radicalement différentes pour l'Argentine, qui constitue un autre cas polaire : 40 % de sa dette serait restructurée dans le cadre du MRDS, soit 60 % du PIB. Les bénéfices du MRDS pourraient être là positifs puisque le mécanisme répond à la question de la coordination inter-crédanciers, véritable défi à la restructuration de la dette argentine. Le MRDS concerne donc essentiellement les pays qui ont une structure de dette complexe.

En se focalisant sur les procédures de restructurations de dette (système de représentation, méthode d'agrégation des titres, ...), les deux propositions n'interviennent cependant qu'à la marge des négociations. Or, les ambitions affichées dans la première mouture du MRDS présentée en avril 2002 étaient plus élevées. Progressivement, et sous la pression des marchés financiers, le FMI a délaissé les mesures qui pouvaient apparaître comme les plus intéressantes. Ainsi, il a au moins provisoirement abandonné la possibilité d'un contrôle des capitaux pour le pays en difficulté, mesure qui aurait pu freiner les investissements de court terme, de nature spéculative, puisqu'elle aurait constituer un risque connu à l'avance. Le mode de financement par le marché est un mode de financement à risque, notamment pour des pays émergents. Tant que des capitaux volatiles, attirés par les hauts rendements, continueront de financer des États, l'instabilité demeurera et avec elle, la poursuite de crises de dette souveraine dans les pays émergents. En ce sens, les propositions restent encore trop timides.

6. Dette potentiellement soumise au MRDS (dans sa dernière version)

	Hongrie (en millions de forints)	Argentine (en millions de \$)
Dette totale du secteur public (1)	7721,6	129794
Dette extérieure (2)	1235,5	85302
dont : Titres (3)	nd	45114
Dette multilatérale (4)	nd	31065
Dette bilatérale officielle (5)	nd	4343
Crédits (6)	nd	nd
Dette intérieure (7)	6486,1	44492
Dette soumise au MRDS (2)-(4)-(5)-(6)	nd	49894
En % de la dette totale	moins de 10 %	38,44

Sources : Pour l'Argentine, ministère de l'Économie ; pour la Hongrie, FMI.

25. À ce titre, on peut noter que ce n'est peut-être pas un hasard si les pays de l'UE se sont engagés récemment à favoriser l'introduction de CAC dans les titres de dettes internationaux. La Hongrie, futur membre de l'UE, émet une part très importante de sa dette sur les places financières des pays de l'UE.

Références bibliographiques

- AGLIETTA M. et S. MOATTI, 2000 : *De l'ordre financier aux désordres monétaires*, *Economica*.
- ALLEN M., 2002 : « Sovereign Debt Restructurings and the Domestic Economy Experience in Four Recent Cases », *the Policy Development and Review Department*, in *Consultation with other Departments*, IMF, 21 février.
- BECKER T., A. RICHARDS et Y. THAICHAROEN, 2001: « Bond Restructuring and Moral Hazard », *Working paper*, n° 01/92, FMI, août 2001.
- BOLTON P., 2003 : « Towards a Statutory Approach to Sovereign Debt Restructuring: Lessons from Corporate Bankruptcy Practice around the World », *Working Paper*, n° 03/13, FMI, janvier.
- BRI, 2002 : *Activité bancaire et financière internationale*, Rapport trimestriel BRI, mars.
- CHAMBERLIN M. M., 2002 : « Sovereign Debt Contracts: What Do we need to Change ? », Institute of International Finance, *Conference Can We Break the Crisis Cycle for Emerging Markets ?*, Londres, 17 octobre.
- CHAPPELLE BIZOT B. (DE LA), 2000 : *La dette des pays en développement (1982-2000) : Vers une nouvelle gouvernance financière internationale ?*, Notes et Études documentaires, La Documentation française.
- CLINE W., 2000 : « The Role of the Private Sector in Resolving Financial Crises in Emerging Market », IIF, *paper prepared for NBER, Conference on economic and financial crises in emerging market economies*, septembre.
- CNUCED, 2002 : « Programme Sygade », *Glossaire de la dette et du Sygade*, UNCTAD/GID/DMFAS/misc.3/Rev 3.2, juillet.
- DASEKING C., 2002 : « La dette : Quand est-elle excessive ? », FMI, *Finances et Développement*, décembre.
- DIXON L., D. WALL, 2000 : « Collective Action Problems and Collective Action Clauses », *Financial Stability Review*, Bank of England, juin.
- DOOLEY M. P., 2000 : « Can Output Losses Following International Financial Crisis be avoided ? », *NBER Working Paper*, n° 7531, février.
- EICHENGREEN B. et A. MODY, 2003 : « Is Aggregation a Problem for Sovereign Debt restructuring ? », *CEPR Discussion Papers*, n° 3771, février.
- EICHENGREEN B. et A. MODY, 2000a : « Would Collective Action Clauses Raise Borrowing Costs ? An Update and Additional Results », *Policy Research Working Paper*, n° 2363, World Bank, juin.

EICHENGREEN B. et A. MODY, 2000b : « Would Collective Action Clauses Raise Borrowing Costs », *NBER Working Papers*, n° 7458, janvier.

FMI-Fiche technique, 2003 : *Propositions pour un mécanisme de restructuration de la dette souveraine*, janvier, <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/fre/sdrmf.htm>.

FMI-Communiqué du CMFI, 12 avril 2003, <http://www.imf.org/external/np/cm/2003/041203f.htm>.

FMI-Fiche technique, 2002 : *Guides des Comités, Groupes et Clubs*, août, <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/fre/groupsf.htm>.

GEITHNER T., GIANVITI F. et G. HÄUSLER, 2003 : « Collective Action Clauses: Recent Developments and Issues », *The International Capital Markets, Legal and Policy Development and Review Departments*, in Consultation with other Departments, IMF, 25 mars.

GEITHNER T., GIANVITI F. et G. HÄUSLER, 2002 : « Collective Action Clauses in Sovereign Bond Contracts : Encouraging Greater Use », *The Policy Development and Review, International Capital Markets and Legal Departments*, in Consultation with other Departments, IMF, 6 juin.

GIANVITI F., 2002 : « The Design and Effectiveness of Collective Action Clauses », *The Legal Department*, in Consultation with Policy Development and Review and the International Capital Markets Departments, 6 juin.

GHOSH A., T. LANE, M. SCHULZE-GHATTAS M., A. BULIR, J. HAMANN et A. MOURMOURAS, 2002 : « IMF-Supported Programs in Capital Account Crises », *IMF Occasional Paper*, n° 210.

GUGIATTI M. et A. RICHARDS, 2003 : « Do Collective Actions Clauses Influence Bond Yields ? New Evidence from Emerging Markets », *Research Discussion Paper*, n° 02, Reserve Bank of Australia.

INSTITUTE OF INTERNATIONAL FINANCE, 2003 : *Capital Flows to Emerging Market Economies*, report, 16 janvier.

KRUEGER ANN O., 2003 : « The Need to improve the Resolution of Financial Crisis: Emerging Consensus ? » Allocution to the Harvard University Business School's Finance Club, Boston, 27 mars.

KRUEGER ANN O., 2002a : « Sovereign Debt Restructuring Mechanism : One Year Later », *Banco de Mexico's Conference on « Macroeconomic Stability, Financial Markets and Economic Development »*, Mexico City, 12 novembre.

KRUEGER ANN O., 2002b : « A New Approach to Sovereign Debt Restructuring », *IMF Publications*, Washington, avril.

- LANE T. et PHILLIPS S., 2000 : « Does IMF Financing Result in Moral Hazard ? », *IMF Working Paper*, n° 00/168, octobre.
- LAURENT P., 2001 : « Risque de marché, risque de crédit et défaut : la problématique particulière de la dette souveraine émergente », *Étude Marchés Émergents*, CDC-Ixis, n° 2, septembre.
- LIPWORTH G. et J. NYSTEDT, 2001 : « L'adaptation du secteur privé dans la résolution des crises », *Finances et développement*, FMI, juin.
- LIU Y., 2002 : « Collective Action Clauses in International Sovereign Bonds », *Seminar on Current Development in Monetary and Financial Law*, FMI, mai.
- RAPPORT du G10, 2002 : *Working Group on Contractual Clauses*, septembre.
- ROGOFF K. S., 2002 : « Le FMI et l'aléa moral », *Finances et développement*, FMI, septembre.
- ROSE A. K., 2002 : « One Reason Countries Pay their Debts: Renegotiation and International Trade », NBER, *Working paper*, n° 8853, mars.
- ROUBINI N., 2001 : « Why should the foreign creditors of Argentina take a greater hit/haircut than the domestic ones : On the economic logic, efficiency, fairness and legality of 'discriminating' » *Stern*, School of Business, New York University, 14 décembre.
- SHLEIFER A., 2003 : « Will the Sovereign Debt Market Survive ? », NBER, *Working Paper*, n° 9493, février.
- TAMURA K., 2002 : « The problem of sovereign debt restructuring : how can we deal with holdout problem legally ? », *International Finance Seminar*, Harvard Law School, 30 avril.
- TAYLOR J. B., 2002a : « Using Clauses to Reform the Process for Sovereign Debt Workouts: Progress and Next Steps », *Office of Public Affairs*, U.S. Treasury, PO-3672.
- TAYLOR J. B., 2002b : « Sovereign Debt Restructuring : A U.S. Perspective, Speech at the Conference 'Sovereign Debt Workouts : Hope and Hazards' », *Institute for International Economics*, Washington, DC, 2 avril, <http://www.iie.com/papers/taylor0402.htm>.
- TSATSARONIS K., 1999 : « The effects of collective actions clauses on sovereign bond spreads' in BIS », *International Banking and Financial Market Developments*, BIS, 3^e trimestre, pp. 22-23.

