

# **Crises de dette souveraine : vers une nouvelle résolution ?**

*Version provisoire, ne pas citer*

Sandrine Levasseur, Christine Riffart (OFCE)

18 mars 2003

## **Introduction**

Un certain nombre de crises de dette souveraine ont été observées durant les années 1990. La Russie en 1998, l'Equateur, 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 Brésil (1998, 2001, 2002), le Mexique et l'Argentine (1995), ou la Roumanie (1998), sans parler du Pérou, ou de l'Uruguay, ont été eux aussi confrontés à des risques sérieux de défaut de paiements<sup>1</sup>. Certes, ces crises ne constituent pas une nouveauté : l'histoire économique est jalonnée d'épisodes où l'Etat souverain n'a pu honorer le remboursement de sa dette ou la charge de celle-ci (Chapelle Bizot, 2000; Krueger, nov. 2002). Les années 1980 ont aussi été marquées par des crises de dette souveraine ayant eu des conséquences non négligeables à la fois pour le débiteur et ses créanciers.

La nature du "problème" des crises de dette de ces dernières années (essentiellement à partir de 1995) est cependant radicalement différente de celle des années 1980. Durant les années 1990, les pays emprunteurs se sont en effet de plus en plus détournés des prêts bancaires et ont émis davantage de titres obligataires. De ce fait, les créanciers des Etats souverains sont de plus en plus nombreux et diffus. Les instruments de dettes sont aussi devenus de plus en plus sophistiqués. Ceci a eu pour conséquence de complexifier les processus de restructuration de dette : les processus de restructuration sont devenus longs,

---

<sup>1</sup> Notons que 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 Etats). Nous ne traitons ici que des dettes souveraines (i.e. celles qui font partie 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

imprévisibles et coûteux pour le débiteur souverain, ses créanciers, et pour l'ensemble du système financier international.

C'est dans ce nouveau contexte, caractérisé par une grande diversité des investisseurs et des instruments, que s'inscrivent les propositions de réforme du mode de résolution des crises de dette souveraine. Deux propositions de réforme seront examinées lors de la prochaine réunion du Comité monétaire et financier international (CMFI)<sup>2</sup> du FMI qui devrait se tenir à la fin du mois d'avril 2003 : l'approche juridictionnelle (défendue par Ann O. Krueger, numéro 2 du FMI) et l'approche contractuelle (défendue par John Taylor, numéro 2 du Trésor américain).

Dans un premier temps, nous reviendrons sur les caractéristiques actuelles de la dette souveraine émergente, puis sur l'évolution du traitement des crises de dette depuis 1980. Dans un second temps, nous présenterons le contenu des deux propositions de réforme visant à améliorer le mode de résolution des crises de dette souveraine. Enfin, dans un troisième temps, nous discuterons des propositions.

---

(un Etat) ou privé (une banque, une entreprise), la résolution d'une crise de dette doit cependant être différenciée selon la nature du débiteur.

<sup>2</sup> 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 sur le système monétaire international dont la création remonte 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 : surveillance de la gestion et de l'adaptation du système monétaire et financier international.

## ENCADRE 1 – Définitions clés

### Titre souverain\*

Un titre est "souverain" lorsqu'il est émis ou garanti par un Etat ou une banque centrale.

### Dette étrangère : définitions économique et légale\*\*

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 dénommée en monnaie locale ou étrangère, qu'elle soit issue sur le territoire domestique ou à l'étranger. Inversement, la dette domestique est la dette détenue par des résidents, que la dette soit dénommée 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, dénommée en monnaie locale ou étrangère et détenue, soit par un résident domestique ou un étranger. Inversement, la dette domestique est la dette émise sous loi domestique, dénommée en monnaie locale ou étrangère et détenue, soit par un résident domestique ou un étranger.

Dans la pratique, une plus grande part de la dette domestique "légale" est détenue par des résidents que par des non-résidents, et une plus grande part de la dette étrangère "légale" est détenue par des non-résidents que par des résidents. Dette "légale" et dette "économique" tendent donc à se confondre.

Les titres de dette internationaux \*\*\* couvrent trois types d'instruments :

- 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 \*\*\*\* (selon la définition du comité de Bâle)

«un défaut est considéré comme survenu pour un emprunteur lorsqu'un, ou plus, des événements suivants se sont produits :

- il est acquis que l'emprunteur ne peut payer ses remboursements de dette (intérêts, principal ou commission) en pleins ;
- un événement de crédit entraînant une perte est survenu sur n'importe quel remboursement de l'emprunteur, comme un passage en profits et pertes, un passage en provision, une restructuration difficile impliquant un abandon ou un ajournement du principal, intérêts ou commission ;
- un emprunteur n'a pas remboursé n'importe quel crédit 90 jours après la date limite ;
- un emprunteur est déclaré en faillite ou sous un statut de protection similaire des créanciers. »

### Restructuration Soutenabilité

\* *Source* : Gianviti (2002)

\*\**Source* : Roubini (2001).

\*\*\* *Source* : BRI (?).

\*\*\*\* *Source* : Laurent (2001).

## **Partie 1 : De la nécessité de réformer le mode de gestion des crises de dette souveraine**

Depuis le milieu des années 90, la multiplication des crises de dette souveraines a posé de façon aigue le problème de leur résolution. En même temps qu'elle a ouvert la voie à de nouvelles sources de financement, l'insertion croissante des pays émergents au système financier international au cours de décennie passée a accru leur exposition aux risques. Selon l'International Institute of Finance (IIF), les entrées nettes de capitaux privés vers les pays émergents sont passées entre 1992 à 1996 de 124 à 335 milliards de \$. Puis échaudés par la crise mexicaine et encore davantage par la crise asiatique, les investisseurs étrangers ont réduit leurs nouveaux engagements, les flux n'atteignant en 2002 que 112 milliards de \$. Cette défiance a fragilisé les pays et notamment les Etats de ces pays qui s'étaient largement financés sur le marché de l'euro obligataire. En 2002, les émissions nettes d'obligations en direction des pays émergents ont baissé à 12 milliards, après 88 en 1997, point haut, et 26 milliards en 1992. Aucune amélioration n'est attendue pour 2003.

Selon Ann O.Krueger (nov 2002), la part des titres obligataires dans la dette publique extérieure des économies émergentes détenue par des créiteurs privés a été multipliée par 4 entre 1980 et 2000. En 1998, environ un tiers de l'encours de dette publique externe des pays émergents était contracté auprès du marché (Laurent, 2001). Pour certains pays comme la Hongrie, l'Argentine ou le Venezuela, la proportion de dette publique externe sous forme de titres représente plus de 70 % du total (**Tableau 1**). De plus, les cinq plus gros encours de dette publique (Argentine, Mexique, Brésil, Corée du Sud et Venezuela) représente plus de 60 % du total de la dette de l'échantillon "pays émergents" considérés.

Ces développements trouvent leurs origines dans la combinaison de plusieurs facteurs : la nette amélioration des perspectives de croissance suite à la réussite des politiques de stabilisation et aux réformes structurelles dans un certain nombre de pays, la libéralisation financière, solvabilité retrouvée des Etats les plus endettés grâce au Plan Brady qui, par la titrisation de la dette bancaire assortie d'un abandon d'une partie des créances douteuses, fournit les conditions pour un nouveau cycle d'endettement; le développement d'un marché secondaire de titres (notamment alimentés par les échanges des titres Brady) lequel va générer progressivement un marché primaire d'euro obligations où vont émettre les Etats. Les crises récentes mettent un terme à cet engouement. Le repli vers les valeurs sans risque (*flight to quality*), les besoins de consolidation des avoirs des investisseurs en période de retournement

conjoncturel expliquent ce repli des flux. En 2002, un nouveau facteur se serait rajouté : les propositions de réforme du mode de résolution des crises de dette souveraines sous les "auspices" du FMI, lesquelles auraient susciter la crainte des investisseurs de voir leurs droits érodés et leur perspective de recouvrement se dégrader (IIF, 2003, *The Economist*).

**Tableau 1 : Encours en milliards de dollars et proportion de titres au sein de la dette souveraine externe des pays émergents pour l'année 1998**

	<i>Obligataire</i>	<i>Totale</i>	<i>% sous forme de titres</i>
<i>Hongrie</i>	12 010	15 941	75 %
<i>Argentine</i>	55 696	76 799	73 %
<i>Venezuela</i>	18 719	26 680	70 %
<i>Bulgarie</i>	5 019	7 781	65 %
<i>Liban</i>	2 500	3 980	63 %
<i>Mexique</i>	53 985	87 996	61 %
<i>Uruguay</i>	2 725	5 142	53 %
<i>Brésil</i>	51 804	98 959	52 %
<i>Equateur</i>	5 825	12 589	46 %
<i>Malaisie</i>	8 338	18 458	45 %
<i>Corée du Sud</i>	24 454	57 956	42 %
<i>Colombie</i>	6 200	16 930	37 %
<i>Autres</i>	91 080	674 096	13 %
<b>TOTAL</b>	<b>338 355</b>	<b>1 103 307</b>	<b>31 %</b>

Source: Laurent (2001).

### 1.1. Les caractéristiques de la dette souveraine émergente des années 90

En même temps que le marché des euro obligations (Encadré 1) s'ouvre aux pays émergents et notamment à leurs Etats, les caractéristiques de la dette souveraine de ces pays se modifient profondément

Si la dette souveraine obligataire est concentrée dans un petit nombre de pays, à l'inverse, les porteurs d'obligations sont très nombreux et diversifiés. A côté des investisseurs en gros (banques commerciales, fonds d'investissements, investisseurs institutionnels), on trouve un important marché de détail. Cette caractéristique diffère fondamentalement du mode de financement bancaire où la structuration des banques en syndicat<sup>3</sup> limitait le nombre d'interlocuteurs du pays débiteur à environ 15 ou 20 (Krueger, novembre 2002).

<sup>3</sup> Un syndicat de banques est un regroupement de plusieurs banques conduit par une banque chef de file qui gère l'emprunt. L'intérêt d'un tel montage 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 importantes et communes sont les suivantes : la clause *pari passu* selon laquelle la dette contractée par l'emprunteur à l'égard du syndicat

Le marché obligataire émergent est un marché extrêmement spéculatif. Plus rentable que le marché des *high yields* aux Etats Unis sur des titres de même *rating* (Graphique 1), le marché justifie ses hauts rendements par la forte volatilité du prix du titre, c'est à – à dire sa capacité à annuler brutalement une longue période de forts profits. Selon P. Laurent (Laurent, 1999) plusieurs arguments peuvent justifier ce caractère spéculatif : (i) la valorisation des portefeuilles au prix de marché et le maintien d'une valeur en risque constante par les investisseurs, conduisent à des cessions d'actifs de même type lors des crises ; un choc affectant un pays en particulier peut alors se transmettre à toute sa classe d'actifs par des mécanismes de rééquilibrage; (ii) les crises créent des asymétries d'informations qu sont à la source des comportements moutonniers qui favorisent des phénomènes de polarisation des opinions et de liquidité du marché, (iii) enfin il s'agit d'un marché relativement étroit avec une forte concentration d'émetteurs. En plus de ces hauts rendements, ce marché est sans grand risque de crédit. Jusqu'à la crise équatorienne de septembre 1999, aucun défaut n'avait été enregistré sur ce segment de marché. Depuis, le risque a augmenté légèrement, surtout avec l'application du principe de comparabilité de traitement entre les créanciers (voir encadré 2).

**Graphique 1: Emerging Market Bond Indices (+)**  
 (Ecart de taux en point de base avec les bons du Trésor US)  
 (source JP Morgan)



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

La diversité, l'éclatement des investisseurs et l'intensité des opérations de revente des titres sur le marché secondaire impriment un mode de relations spécifiques, fondé sur l'anonymat, d'une part, entre les porteurs de titres eux-mêmes et, d'autre part, entre les porteurs et l'émetteur. Cette spécificité est à l'opposé des relations traditionnelles et personnalisées tissées au fil des années entre les banques et leur débiteur. En plus des intérêts de long terme que les banques cherchent à établir avec le pays, la forme même des contrats syndiqués impose des clauses qui lient les différentes parties entre elles, et tend à créer des intérêts communs.

Ces nouvelles caractéristiques sont à l'origine des difficultés rencontrées dès qu'un pays cherche à restructurer sa dette souveraine. Les problèmes commencent au début des procédures lors de l'identification et de la représentation des porteurs d'obligations. A l'exception de certains titres (notamment ceux émis au Royaume-Uni), 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 qui rend la négociation avec le pays débiteur particulièrement difficile. A 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 des contrats requiert un vote à l'unanimité des porteurs de titres. Or, compte tenu de la diversité des instruments de dette et des intérêts propres de chacun des porteurs, il apparaît difficile, sinon impossible d'obtenir l'unanimité. Comme pour les autres types d'externalités de marché, les problèmes d'action collective se posent dès lors qu'il existe une différence entre les rendements individuel (ou privé) et 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 juridictionnelle<sup>4</sup>. Cependant, parce que seuls les détenteurs de titres agissant les premiers

---

bancaire ; la *sharing burden clause* qui prévoit qu'en cas de recouvrement, les banques s'engagent à distribuer une partie de ce recouvrement au prorata de leur participation au prêt .

<sup>4</sup> En pratique, "gagner un procès" contre un souverain est un fait rare, mais la seule crainte d'un procès est potentiellement source de perturbation.

seront vraisemblablement ceux qui recouvreront leur dû dans la totalité, chacun peut être tenté de préempter les autres. Toute vente de titres dans l'urgence risque alors de réduire leur valeur en agrégé, ce qui signifie alors qu'en agissant individuellement, les investisseurs finissent par recevoir moins que s'ils avaient coopéré.

La longueur des procédures et les difficultés de négociations face à la faible incitation à coopérer renforcent le climat d'incertitude et rendent le coût du défaut particulièrement douloureux, notamment pour les pays en défaut, coupés des sources de financement, mais aussi pour les investisseurs. D'où la nécessité de trouver une solution plus optimale.

### **ENCADRE 2 - Préjudices pouvant être associés au défaut d'un pays sur sa dette souveraine**

La mise en défaut d'un Etat 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 (*Eaton, Gersovitz, 1981*) avec perte de l'accès aux emprunts futurs. Néanmoins, si les négociations qui suivent le défaut s'engagent sur une base favorable et volontaire et ne sont pas trop longues, alors les conditions du retour du pays sur le marché financier peuvent s'avérer moins pénalisantes que prévues;
- baisse du commerce international du fait de l'assèchement du crédit commercial de court terme qui suit le défaut. Selon Rose (2002), cet impact est significatif et persistant (8 % par an en moyenne pendant 15 ans). En réduisant les recettes en devises tirées des exportation, les difficultés financières du pays sont amplifiées;
- perte de production du fait de la difficulté à négocier rapidement, et de l'impossibilité à emprunter de la *fresh money* pendant cette période, les nouveaux prêts potentiels n'étant pas prioritaires au regard des prêts contractés antérieurement<sup>5</sup>
- 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 du pays en défaut peut se transmettre aux autres pays par différents canaux:

- Contagion par le biais des échanges commerciaux. C'est le cas notamment des régions intégrées commercialement comme en Asie ou en Amérique latine, même si les taux d'ouverture y sont plus réduits ;
- Contagion par les taux d'intérêt du fait d'un climat de défiance qui se généralise à l'ensemble des zones émergente, à risque ou pas à risque. Dans ce cas, les pays les plus fragiles risquent d'entrer à leur tour en crise.

Du côté des banques ou des institutions financières qui détiennent une partie importante de leurs actifs sur des pays en défaut, la détérioration de la qualité des créances bancaires

<sup>5</sup> Selon Dooley (2000), la baisse de la production est la sanction la plus importante. Les deux précédentes ne seraient pas avérées dans la réalité.



du fait du défaut peut entraîner une crise systémique du système financier international. A ce titre, le défaut argentine sur l'euro obligataire avait été largement anticipé par les investisseurs qui avaient ainsi pu provisionner à temps. L'Argentine représentait à elle seule près de % de la dette obligataire avant la crise.

## **1.2. Le traitement des crises de dette souveraines jusqu'à aujourd'hui**

La fréquence des crises observées au cours des dernières années n'est pas nouvelle. Au cours des années 80, de nombreux pays émergents, qui avaient profité des conditions de financement bancaire extrêmement favorables au cours de la précédente décennie, ont connu de graves difficultés de balance des paiements. Le retournement de la conjoncture mondiale et le resserrement des politiques monétaires aux Etats-Unis et en Europe ont frappé de plein fouet les économies les plus endettées. Le défaut mexicain en 1982 a initié un nouveau cycle de crise de la dette des Etats qui va durer toute la décennie et s'achever avec le Plan Brady de 1989.

### ***1.2.1. De l'injection de liquidité à l'abandon de créances bancaires***

Initialement, de 1982 à 1985, la crise de la dette était interprétée comme une simple crise de liquidité. La solution retenue a donc été une solution de court terme, limitée à l'injection de liquidités supplémentaires (*fresh money*) par les banques privées internationales, et la mise en place de politiques de stabilisation destinées à rétablir les équilibres financiers dans les pays en difficulté de balance des paiements.

Mais très vite, les limites de cette stratégie sont apparues : les pays se sont enfoncés dans la récession et les créances bancaires ont du être provisionnées. La crise a désormais été perçue comme un problème plus structurel de solvabilité nécessitant un mode de résolution plus radical. En 1985, le plan Baker du nom du Secrétaire au Trésor américain a proposé, *via* le Club de Londres, aux banques qui souhaitaient participer au montage financier de la restructuration, deux options : réinjecter de la *fresh money* ou bien restructurer la dette sur la base d'un abandon de créances. 65 % d'entre elles ont choisi la première option, 30 % la deuxième et 5 % sont restées en dehors du processus.

A la fin des années 80, malgré la réduction de dette et les politiques d'ajustement réalisées dans les pays en crise, les efforts restaient encore insuffisants. Le Club de Paris a du

rééchelonner les créances bilatérales (y compris celles déjà restructurées) et prolonger à plusieurs années la durée des rééchelonnements. De leur côté, les banques ont continué à provisionner sur les pays les plus à risque. Le Plan Baker a échoué. A la fin des années 80, plus d'un tiers des pays émergents ne pouvaient toujours pas satisfaire à leurs engagements financiers externes.

Il a fallu attendre le Plan Brady de 1989 pour véritablement traiter le problème du surendettement des pays à revenu intermédiaire. Reprenant le principe du plan Baker basé sur la nécessité d'un abandon de créances, le plan Brady allait plus loin puisqu'il adossait la conversion des créances bancaires en obligations publiques à un système de garantie de remboursement des nouveaux titres par les bons du Trésor américain. L'abandon de dette pour les pays qui avaient signé l'accord était en moyenne de 30 à 35 % (Cline, 1995). Les négociations ont continué apparemment de se faire sur une base volontaire, les banques pouvant décider de conserver leurs titres de créances et injecter de la *fresh money*, au taux de marché. Le pays avait la possibilité s'il le désirait de racheter ses créances bancaires avec l'octroi d'une décote.

Mais l'engagement des banques au processus de restructuration des pays bénéficiant du Plan Brady était malgré tout plus contraint. La pression du gouvernement américain, *via* le FMI, a été telle que malgré une soi disante démarche volontaire, les banques ont été largement incitées à coopérer. 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. Entre 1989 et 1998, 18 pays avaient signé un accord Brady bénéficiant d'une annulation de 60 milliards de \$ de dette. Le Club de Paris avait multiplié sur la période les annulations d'une partie des créances officielles bilatérales. Enfin, la Banque Mondiale et le FMI s'étaient également largement impliqués par leur soutien financier. Suite à la prise en charge d'une partie du coût de leur dette par les banques privées internationales et la mise en place de réformes structurelles, les pays concernés étaient redevenus solvables et avaient retrouvé des conditions favorables pour amorcer une nouvelle période de croissance<sup>6</sup>.

---

<sup>6</sup> 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.

### ENCADRE 3 -Parcours d'un pays en défaut sur sa dette souveraine

Traditionnellement, une procédure de restructuration d'une dette souveraine met en scène le pays débiteur en difficulté financière, le FMI et ses créanciers regroupés au sein du Club de Paris et du club de Londres.

Dans un premier temps, le pays débiteur doit faire la preuve que ses difficultés financières exigent une réduction de dette de la part de ses créanciers privés. C'est au pays débiteur à faire la demande d'une restructuration ou de la suspension du service de la dette. Le pays en défaut négocie dans un premier temps avec le FMI un accord de financement, destiné à encourager la mise en place de programmes d'ajustement. Mais avant d'approuver l'accord, le FMI veut avoir l'assurance que les autres créanciers s'engagent à restructurer la dette.

Puis les négociations s'ouvrent avec le Club de Paris. Le Club de Paris, créé en 1956, regroupe de façon informelle les créanciers publics bilatéraux qui ont des créances avec d'autres gouvernements. Il comprend 19 membres permanents, qui détiennent la majorité des créances officielles, et peut recevoir selon les cas d'autres créanciers bilatéraux officiels qui s'engagent à participer au rééchelonnement. Il n'a pas d'existence légale, ni de statuts mais est doté d'un secrétariat général dont le Président est un haut responsable du Trésor français. Un certain nombre de principes et de règles régissent le Club :

Les décisions sont prises au *cas par cas*, et reflètent un *consensus* de l'ensemble des pays créanciers participants. 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 en 1999, le principe de *comparabilité de traitement* entre l'ensemble des créanciers non multilatéraux, et notamment les créanciers publics non membres du Club de Paris et les créanciers privés (essentiellement banques, porteurs de titres obligataires et fournisseurs). Selon ce principe, le débiteur ne peut octroyer à un autre créancier, des conditions moins favorables pour lui 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 de l'accord. Mais le Club de Paris ne pouvant obliger les autres créanciers, notamment privés, à prendre en charge une partie du coût des restructurations, le pouvoir de cette clause reste réservé au cas par cas.

Le Club de Paris rééchelonne les dettes du secteur public à moyen et long terme, et qui ont été accordées avant une date butoir définie par le Club. Cette date doit contribuer à restaurer l'accès du pays débiteur au financement. 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, il peut aller jusqu'à 3 ans. Dans certains cas, un abandon d'une partie des intérêts ou du capital est également 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 attend 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 et qui s'inspire largement du Club de Paris et des syndicats bancaires américains. Pour pouvoir négocier au Club de Londres, 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 entre elles pour former un comité consultatif (*steering committee*), les banques créancières les plus impliquées y sont

représentées ainsi que des banques chefs de file des prêts syndiqués. La présidence est généralement donnée à une banque américaine. Tous les membres du club de Londres ne participent pas directement aux négociations (principe du comité consultatif). 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 parfois être prises en compte, contrairement au Club de Paris. Les obligations détenues par les banques ou les institutions financières sont incluses dans les négociations. 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. A la différence du Club de Paris, il peut offrir des financements nouveaux (*fresh money*) pendant la renégociation. La période de consolidation peut être supérieure à 1 an. Théoriquement, un esprit de coopération doit régner entre les différentes entités. Dans les faits, il semble que la pression du FMI ou du Trésor américain sur l'ensemble des négociations par le biais des banques qui en général président les comités, malgré qu'elles ne soient pas toujours créancières majoritaires.

Au terme de ce parcours et dans l'hypothèse où les créanciers officiels et privés acceptent de participer équitablement à l'effort nécessaire, le FMI confirme son accord.

Le développement de la dette obligataire au cours des années récentes, a rendu inadapté ce circuit conçu initialement pour régler le problème de la dette bancaire. Jusqu'à une date récente, les détenteurs d'obligations n'étaient pas concernés par les restructurations. Mais depuis le défaut équatarien de 1999, et suite à la réaffirmation du principe de comparabilité de traitement entre les créanciers, la participation de l'ensemble des créanciers privés en vue d'un meilleur partage du fardeau de la dette (*sharing burden*) est recherchée.

### ***1.2.2. De la politique de renflouement du FMI...***

Le retour de la croissance dans les pays émergents à nouveau solvables, combiné à la libéralisation croissante des marchés des capitaux a offert de nouvelles opportunités de placements aux investisseurs internationaux et participé à un nouveau cycle d'endettement pour ces pays, et de leurs Etats. Mais l'augmentation des taux d'intérêt aux Etats-Unis à partir de 1994 et la hausse du dollar sont venues rompre cette embellie. Les pays ayant des politiques de change ancrées au dollar ont été particulièrement fragilisés. En décembre 1994, la crise mexicaine éclatait. Elle a été suivie par une nouvelle vague de crise de dette souveraine dans les pays émergents.

Les pays et les organisations internationales ont désormais du composer avec les nouvelles caractéristiques du système financier international:

- l'ampleur et la rapidité des sorties de capitaux en cas de crise de confiance sur le pays ;

- la rapidité des effets de contagion entre les pays suite à l'intégration financière des marchés des capitaux internationaux ;
- l'absence de sélectivité des marchés financiers entre les pays à risque et les pays dont les fondamentaux sont bons ;
- la difficulté à tenir compte des nouvelles caractéristiques de la dette souveraine, dès lors qu'une procédure de restructuration doit être envisagée.

Ces nouvelles caractéristiques ont pris de cours les autorités internationales. Lors de la crise mexicaine de 1995, l'implication du secteur privé ne fut même pas tentée. Pour éviter le défaut sur la dette souveraine, le FMI et les créiteurs officiels ont préféré injecter massivement des liquidités pour casser les anticipations plutôt que se lancer dans un programme dont l'issue restait incertaine. Les principaux problèmes avancés par le FMI (Gosh et alii, 2002) ont porté sur la difficulté à rassembler l'ensemble des porteurs de titres publics (les *tesobonos*) 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 aurait été politiquement délicat de traiter différemment la dette bancaire de la dette obligataire.

Cette politique de renflouement massif par les organisations internationales perdurera jusqu'à la crise russe d'août 1998, et notamment lors des crises asiatiques. 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.

Ces interventions *ad hoc* d'une ampleur inégalée dans le passé ont nécessité un élargissement de l'accès aux ressources du FMI. Sous couvert de circonstances exceptionnelles, les limites statutaires imposées aux prêts à 300 % des quotas sont levées pour plusieurs pays (**tableau 2**). En 1995, l'accord *stand by* débloqué pour le Mexique représentait 7 fois la quote part du pays. Aucun prêt du FMI n'avait été aussi important jusque là. Le Mexique a reçu également un

prêt de 20 milliards de \$ du gouvernement des Etats-Unis. Le summum a été atteint par la Corée en décembre 1997, qui disposait d'un prêt égal à 20 fois le montant de sa quote part<sup>7</sup>.

Le FMI s'est doté également de nouveaux instruments qui lui permettent d'intervenir rapidement :

- en plus des prêts classiques ( accords de confirmation ou accords *stand by*<sup>8</sup> et mécanismes élargis de crédit <sup>9</sup>), le FMI dispose, depuis décembre 1997, de la Facilité de Réserve Supplémentaire pour répondre à des besoins de financement à très court terme (1 an) et à grande échelle en raison d'une crise de confiance du marché. Le financement est disponible uniquement dans le cadre d'un accord ordinaire assorti d'un programme et de mesures destinées au rétablissement de la confiance. Il est relativement coûteux du fait d'un surcoût de 300 à 500 points au-delà du taux de base mais d'accès illimité.
- A partir de 1999, il dispose de Lignes de Crédit Préventives destinées à agir comme ligne de défense pour protéger certains pays des effets de contagion. Ces lignes sont adressées aux pays dont les fondamentaux sont bons. Les accès prévus sont limités entre 300 et 500 % de la quote part (ce mécanisme n'a encore jamais été utilisé) ;
- Le 1<sup>er</sup> janvier 1999, après un an de discussion dans le cadre de la onzième révision des quotas qui prend place au moins tous les cinq ans, les quotas sont relevés de 45 % à 213 millions de DTS ;
- Enfin, les ressources<sup>10</sup> du FMI ont augmenté avec l'élargissant des possibilités d'emprunts. En plus du GAB (General Arrangement to Borrow) mis en place en 1962, le FMI a lancé en 1998, une nouvelle gamme d'accords de crédit avec 25 pays ou institutions qu lui permet de doubler sa capacité d'emprunt à 34 milliards de DTS.

---

<sup>7</sup> Une partie de ce prêt a néanmoins été placée dans le cadre de la SFR, adoptée deux semaines après l'accord *stand by*.

<sup>8</sup> Créés en 52, ils fournissent des aides à court terme aux pays ayant des difficultés de balance des paiements de courte durée. Les prêts sont conditionnés à l'introduction de mesures constructives pour la résolution de la crise. Le prêt ne peut être supérieur à 100 % de la quote part du pays sur une base annuelle, et à 300 % sur une base cumulée.

<sup>9</sup> Etablis en 1974, ils fournissent des aides à plus long terme (3 ans) à l'appui des réformes structurelles des pays membres qui ont des difficultés de balance des paiements dues à problèmes structurels ou déséquilibres macro-éco de longue durée. Ils sont liés à l'adoption d'un programme de trois ans prévoyant réformes structurelles et contenant l'énoncé détaillé des mesures à appliquer sur les 12 mois suivants. Les limites de prêts et les taux sont les mêmes que celles des crédits *stand by*.

<sup>10</sup> Les ressources du FMI proviennent de deux sources: *i*) les souscriptions des pays membres et *ii*) les emprunts. Chaque pays membre doit verser une souscription calculée à partir d'une quote part évaluée principalement en

**Tableau 2: Financement officiel accordé aux pays en crise**

<b>Pays</b>	<b>Date de l'accord</b>	<b>FMI</b>	<b>En % des quotas</b>	<b>Banque mondiale</b>	<b>Autres prêts officiels</b>	<b>Total</b>	<b>Total en % du PIB</b>
		Milliards de \$		Milliards de \$	Milliards de \$	Milliards de \$	
<b>Argentine</b>	Av-95	2 861	118	2 600	3 200	8 661	3,4
<b>Brésil</b>	Déc 98	18 262	600	9 000	14 538	41 800	5,2
<b>Indonésie</b>	Nov 97	10 083	490	8 000	18 000	36 83	15,9
<b>Corée</b>	Déc 97	20 990	1 938	14 200	23 100	58 290	11,2
<b>Mexique</b>	Fév 95	17 843	688	-	33 957	51 800	12,3
<b>Philippines</b>	Juil 97	1 039	119	-	450	1 489	1,8
<b>Thaïlande</b>	Aout 97	3 926	505	2 700	10 500	17 126	9,4
<b>Turquie</b>	Juil 94	742	79	3 800	-	4 542	2,5

Source : Ghosh, FMI, Occasional Paper 210

Les renflouements mis en place auprès de certains pays ainsi que l'ajustement des moyens d'intervention du FMI, tant dans ses ressources que dans les types de prêts, ont alimenté les critiques sur le risque d'aléa moral chez les créiteurs. La perception d'un rôle de prêteur international en dernier ressort (PIDR) du FMI inciterait les investisseurs à prendre des risques supplémentaires puisque ceux-ci anticiperaient qu'en cas de crise, les organisations internationales se mobilisent pour renflouer le pays et donc assurer les remboursements. Les spreads ne seraient plus un bon indicateur du risque pays - ils sous-évalueraient le risque - et le coût financier d'une crise serait socialisé. La critique apparaît recevable dans certains cas tels que la Russie jusqu'en juillet 1998 et plus tard l'Argentine jusqu'en août 2001. Elle est par contre plus discutable lorsqu'il s'agit de simples crises de liquidités, où l'effet bénéfique des financements sur le rétablissement des conditions de sorties de crises l'emporte sur l'aléa moral. Cela a été notamment le cas pour le Mexique ou la Corée du sud où, bien que les montants en jeu soient en dehors des normes habituelles, ces pays sont parvenus à retrouver très vite des rythmes de croissance rapide sans restructurer leur dette. Si le FMI reconnaît qu'il peut induire de l'aléa moral en prêtant massivement à certains pays, il souligne qu'il est

---

fonction de la taille économique du pays. Cette quote part est versée pour 25 % en devises fortes ou en DTS, le

difficile d'observer un biais sur les primes de risque. De fait, les études empiriques, menées à partir des marges obligataires, ont du mal à attester l'aléa moral chez les investisseurs. Selon Lane et Phillips (2000) par exemple mais aussi d'autres auteurs, les *spreads* sur le marché obligataire souverain sont restés élevés sur tous les pays à risque, même pendant les crises. Tout au plus, trouve-t-on des signes d'aléa moral jusqu'à la crise russe de l'été 1998 (étude de Dell'Arancia, Schnabel et Zettelmeyer (2002), citée par Rogoff 2002).

### ***1.2.3...à la prise en charge par le marché***

La période qui s'ouvre avec la crise russe d'août 1998 marque un nouveau tournant dans la résolution des crises de dettes souveraines. En dépit des prêts débloqués par le FMI jusqu'en juillet et des politiques d'ajustement préconisées, le défaut sur les engagements financiers de l'Etat est prononcé le mois suivant. Un an plus tard, l'Equateur fait défaut à son tour sur ses obligations Brady. Dans cette perspective qui marque les limites de la politique de renflouement du FMI, se dessine une nouvelle approche des modes de résolution des crises de dette souveraine. Les principes de base sont désormais les suivants :

- implication du secteur privé aux coûts des restructurations,
- réduction de la politique d'assistance du FMI pour limiter le risque de l'aléa moral chez les crédateurs et respecter les contraintes de liquidité du Fonds
- réaffirmation par le Club de Paris du principe de comparabilité de traitement entre les différents créanciers, et de la clause d'arrangement préalable obligeant le débiteur en difficulté à restructurer sa dette obligataire, avant d'obtenir un rééchelonnement de sa dette bilatérale ;
- préférence pour une participation volontaire du secteur privé, mais participation contrainte si besoin.

Plusieurs pays vont devoir renégocier leur dette, dont l'Equateur et la Russie, tout deux en défaut de paiement, le Pakistan et l'Ukraine qui restructurent leur dette avant la déclaration de défaut (Allen, 2002).

En août 1998, la Russie se déclare en défaut de paiement sur sa dette libellée en roubles, 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 du Club de Paris et du Club de Londres. La restructuration avec les porteurs de titres obligataires dure deux ans : l'offre d'échanges de titres est faite en août 2000. Les deux principaux titres restructurés (les PRIN et les IAN) sont fondus en un seul nouveau titre en même temps qu'un abandon de 36,5 % des anciennes créances est consenti. Précédemment, un accord avec le club de Paris a été signé en août 1999, suivi d'un accord avec le Club de Londres.

En septembre 1999, l'Equateur à son tour fait défaut sur ses engagements externes (obligations Brady et euro obligations) pour un montant de 6,5 milliards de \$, sur sa dette domestique arrivant à échéance entre septembre 1999 et décembre 2000 (346 millions de \$), et sur ses lignes de crédits extérieurs. Au total, la restructuration porte sur une dette approchant 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 atteint en septembre 2000.

A la différence des cas précédents, 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 du Club. La restructuration, commencée en juin et achevée en novembre 1999, porte sur une dette de 3,3 milliards de \$ contractée avant septembre 1997. Comme pour l'Ukraine, la restructuration ne donne pas lieu à des abandons de créances lors des échanges d'offre.

#### **ENCADRE 4- Un exemple de restructuration ... réussie : le cas de l'Equateur**

Quatre ans après avoir bénéficié du Plan Brady, l'Equateur se déclare en septembre 1999 en défaut sur ses obligations Brady, puis sur ses euro-obligations. Le défaut porte sur 6,5 milliards de \$ (dont 3,1 de titres Brady collatéralisés et 2,8 de titres Brady non collatéralisés), soit la moitié de son stock de dette extérieure.

En mai 2000, le pays annonce son intention de restructurer ses titres Brady (1) ainsi que d'autres titres obligataires internationaux, sur la base d'un échange de titres (« *exchange offer* »). Le 27 juillet 2000, il émet ses nouveaux titres contenant les principes de la restructuration. Simultanément, il engage des négociations avec les créanciers privés domestiques (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 (selon les termes du Club de Houston). L'accord porte sur 880 millions de \$ sur une dette bilatérale totale de 2,5 milliards de \$. Le traitement

concerne les arriérés de paiements accumulés depuis 1996 et les échéances allant du 1<sup>er</sup> 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.

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'Equateur venait de négocier un accord *stand by* (avril 2000, pour un montant de 30 millions de \$). 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 « 2030 ». Au final, le secteur privé a accepté d'abandonner 30 % de ses créances.

Pour convaincre les investisseurs qu'un nouveau défaut est improbable, certaines clauses ont été intégrées aux nouveaux titres. Ainsi, si le pays fait défaut sur les « 2030 » dans les 10 premières années et pendant plus de 12 mois, alors il devra 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 commençant par exemple 6 ans après la date de l'émission sur le « 2012 » et 11 années sur le « 2030 ».

Face à la difficulté de la restructuration de titres particulièrement mal notés sur les marchés financiers, les autorités ont dû mettre en place des techniques innovantes. L'Equateur a été le premier pays à recourir à l'*exit consent* pour inciter les créanciers à participer au processus de restructuration. Les amendements devant être appliqués aux anciens titres concernaient notamment la levée de (i) la demande que tous les arriérés en défaut devaient être "as a condition to any rescission of acceleration"; (ii) la disposition qui restreint l'Equateur à racheter ses titres Brady pendant la période du défaut ; (iii) le principe qui interdit à l'Equateur de chercher à restructurer sa dette sur les titres Brady ; (iv) la *cross default* clause et la *negative pledge* clause qui lient les investisseurs entre eux en les protégeant de clauses favorables qui pourraient être accordées à d'autres investisseurs.

En utilisant une telle stratégie, le pays est parvenu à faire accepter l'offre d'échange à environ 98 % des porteurs de titres. Pour les autres et pour éviter les actions en justice, l'Equateur a préféré payer les arriérés d'intérêt ainsi que le service de la dette sur les obligations Brady non échangées, selon les termes initiales du contrat.

- (1) Un vote à 25 % des porteurs de titres pour chaque classe d'actifs suffit à lever la garantie couvrant le titre Brady, à savoir le bon du Trésor américain détenu par la Fed de New York destiné à couvrir le paiement des intérêts pendant 1 an et le paiement éventuel du principal du titre.

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 % et les nouveaux titres ont tous été bien accueillis par les marchés. Simultanément, après une période de récession (ou de ralentissement comme au Pakistan), la croissance est repartie dans

l'ensemble des pays. Néanmoins, les conditions de financement de ces pays restent encore difficiles. Au début de 2002, aucun n'était revenu sur le marché de l'euro obligataire (Allen, 2002).

Dans tous les cas, les restructurations se sont faites sur la base d'offre d'échange (« *exchange offer* ») selon laquelle les souverains émettent de nouveaux titres qui reflètent les termes de la restructuration et les échangent contre les anciens titres. En faisant ainsi, le pays débiteur restructure sa dette sans avoir à requérir l'unanimité ou la majorité qualifiée des créiteurs. Par contre il s'expose, sans aucun recours légal au risque de refus des créiteurs à accepter l'offre. C'est pourquoi ce procédé s'accompagne généralement d'amendements des anciens titres (« *exit consent* »). Inspirée des méthodes de restructuration des titres émis par les entreprises privées, cette technique consiste à modifier les termes, hors ceux concernant les paiements, des contrats afin de rendre ceux ci moins attractifs et inciter les créiteurs les plus récalcitrants à se joindre au processus. Ces procédés, dans les cas présentés plus haut ont été préférés à l'application des clauses d'actions collectives contenues dans certains contrats. Les titres du Pakistan notamment contenaient de telles clauses censées faciliter le processus de restructuration. Celles-ci n'ont pas été invoquées (contrainte de temps, crainte de situation de blocage). Dans le cas de l'Ukraine, c'est davantage la difficulté à atteindre un accord (coalition de créiteurs contre le gouvernement) qui a conduit *in fine* à recourir aux CAC incluses dans les titres.

Néanmoins si l'on peut considérer ces restructurations comme des succès, il faut préciser que dans tous les cas, le nombre de porteurs d'obligations était limité, ce qui a largement facilité le processus de coordination et de décisions. Par ailleurs, le recours aux « offres d'échange », assorties de l'« *exit consent* » reste une procédure qui a ses limites légales dans le cadre de dette souveraine.

Malgré ces réussites, il est pourtant un cas pour lequel cette approche a échoué : l'Argentine. En récession depuis 1998, de politiques d'ajustement draconienne en prêts d'urgence du FMI, l'Argentine a fini par faire défaut en décembre 2001 sur une dette de plus de 95 milliards de \$, soit le plus gros défaut jamais enregistré sur le marché de la dette émergente. En 2002, après d'infructueuses négociations avec le FMI, le pays ne pouvait même plus honorer ses engagements vis-à-vis de ses « créanciers privilégiés » que sont le FMI et la Banque mondiale. Les conséquences économiques et sociales sont dramatiques. Plus de la moitié de la

population vit en dessous du seuil de pauvreté et le pays, coupé de toutes sources de financement, voit sa structure productive se déliter. Pourtant l'issue était fatale : taux de change surévalué avec perte de compétitivité, absence de réforme fiscale, dépendance totale aux marchés de capitaux internationaux, notamment obligataire, pour refinancer la dette extérieure, principalement détenue par le secteur public. L'abandon du système de Currency Board apparaissait inévitable au moins un an avant le défaut. Plusieurs facteurs peuvent expliquer que les autorités ont reculé au maximum le défaut: la dollarisation de l'économie (70 % des dépôts bancaires et 79 % des prêts étaient en dollars) qui fait qu'en cas de dévaluation, le renchérissement de la dette interne contractée en dollars par les agents privés conduit immédiatement à des situations de mises en défaut, le risque de mise en faillite du système bancaire sans aucun soutien possible du secteur public et enfin, et non des moindres, le risque d'un retour de l'hyperinflation (trauma de la société argentine depuis la fin des années 80) et qui avait été à l'origine de l'instauration du système de Currency Board.

Le renflouement du FMI jusqu'à l'été 2001 a contribué à différer le nécessaire abandon du système de *Currency Board*. En dépit de l'incapacité des politiques d'austérité à rétablir la confiance et à remettre l'économie sur le chemin de la croissance, le FMI a persévéré dans ses financements.

L'octroi de prêts du FMI combiné à l'absence de volonté politique d'abandonner le système de *Currency Board* a repoussé la volonté d'une restructuration de la dette souveraine. En juin 2001, pour relâcher la pression financière à court terme, les autorités parviennent à restructurer 29,5 milliards de dette publique arrivant à échéance avant 2005, en échange de nouveaux titres à échéance longue et à coupon zéro pendant la période de grâce. Mais aucun abandon de créances n'est obtenu et les marchés, très vite, ne croient plus à la possibilité d'un recouvrement. En août 2001, le secrétaire au Trésor des Etats-Unis propose de conduire de nouvelles négociations avec les créanciers: rachats de titres avec décote, *swap* de titres... Mais ces tentatives échouent. Difficulté à restructurer une dette sur laquelle plus de 80 types de titres obligataires interviennent, méfiance des investisseurs, manque de courage politique ?

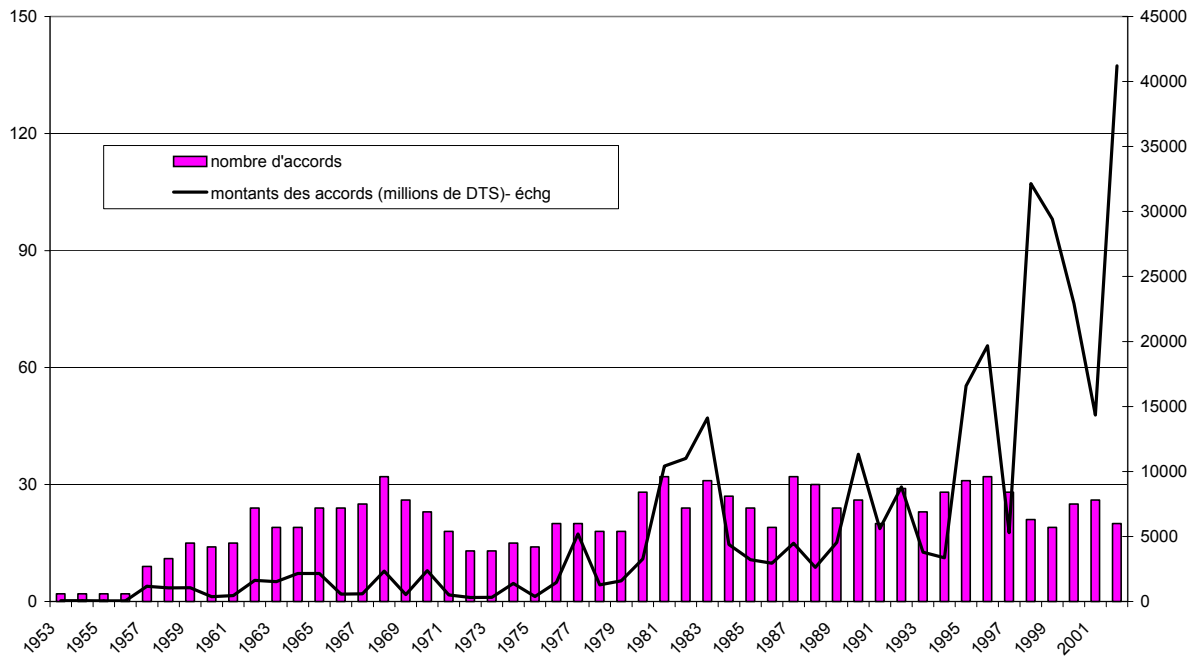
### **1.3. Les contraintes de liquidité du FMI**

En dépit de l'engagement croissant du secteur privé dans les crises financières dans les dernières années, l'engagement financier du FMI reste malgré tout extrêmement élevé. Le

nombre d'accords financiers signés depuis 1995 entre le FMI et les pays en crise a baissé depuis le milieu de la décennie passée (voir graphique 2). Le nombre d'accords est de 20 en 2002 après un pic à 32 en 1996. Mais cette baisse s'est accompagnée d'une forte hausse des montants débloqués: 60 milliards de DTS en 2002. Sur la période 1995-2002, le montant moyen par prêts a été multiplié par 3,6 par rapport à sa moyenne 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 des ressources du FMI. Le ratio de liquidité du FMI (rapport entre les ressources utilisables non engagées et les engagements liquides) est tombé à des niveaux historiquement bas à la suite de la crise asiatique, russe et brésilienne. Fin 1998, il atteignait à 35 %. Cette situation a conduit au relèvement des quote parts de 45 %, à 213 millions de DTS en 1999, ce qui 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 permis un degré de liquidité très élevé (168 % à la fin de l'année). Depuis il est revenu sur des niveaux plutôt faibles. En 2002 et au premier trimestre 2003, il atteint seulement 84 %. Malgré cette faible liquidité, le Conseil des Gouverneurs vient de voter le 28 janvier dernier le maintien des quotas pour une durée d'au moins 5 ans. Il justifie sa décision par une liquidité jugée satisfaisante au regard des niveaux moyens passés. En maintenant ses quotas constants, le FMI a probablement voulu lancer un message visant à clarifier l'accès des pays membres aux prêts (Rapport Annuel 2002 p37) pour ne pas laisser s'installer l'idée que le FMI intervient de façon par trop laxiste.

### Nombre et montant des accords FMI



Source : FMI

## Partie 2 - Réformer la gestion et résolution des crises de dettes souveraines : l'approche contractuelle et l'approche juridictionnelle

Les difficultés croissantes de l'Argentine pour honorer ses engagements financiers internationaux ont accéléré les réflexions sur la nécessité de réformer le mode de gestion des crises de dettes souveraines. Le processus actuel de restructuration des dettes souveraines est en effet très long, imprévisible, avec des effets dommageables pour le débiteur et ses créanciers. Depuis le début de l'année 2002, le bureau exécutif du FMI a ainsi 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 "afin de créer un processus plus ordonné et prévisible des restructurations de dettes souveraines" : *l'approche contractuelle* (proposée par John Taylor) et *l'approche juridictionnelle* (proposée par Ann O. Krueger).

Les deux approches ont entre autre point commun de généraliser l'introduction (implicite ou explicite) de "clauses d'action collective" (CAC) dans les titres de dette souveraine. La non coordination des créanciers privés constitue en effet 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 du mode de gestion et de résolution des crises de dette souveraine. L'approche proposée par Ann O. Krueger va plus loin, 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 seront examinées lors des réunions du Comité monétaire et financier international (CMFI) en avril 2003. A l'aune des discussions et réactions des différentes parties impliquées dans cette réforme, l'approche contractuelle semble la plus susceptible d'être adoptée dans un premier temps. En d'autres termes, la "tendance actuelle" est en faveur d'une *approche décentralisée* (ou *contractuelle*) impliquant le débiteur et ses créanciers privés *plutôt que centralisée* (ou *juridictionnelle*) impliquant également un tribunal international. La critique essentielle envers l'approche juridictionnelle est que le FMI, pressenti pour jouer le rôle de superviseur et d'arbitre du processus de restructuration, se verrait de ce fait doter de pouvoirs additionnels. L'approche contractuelle, par opposition, laisserait débiteur et créanciers privés négocier les termes de la restructuration selon une procédure très détaillée et pré-définie par les clauses du contrat de dette. En outre, il a été proposé récemment que l'accès aux ressources du FMI (et le déblocage des fonds) soit

conditionné à la présence de CAC dans les contrats. *In fine*, l'objectif de la réforme est en effet d'impliquer davantage le secteur privé dans le processus de restructuration des dettes souveraines ou, en d'autres termes, de "sauvegarder les ressources du FMI".

## 2.1. Une action à la majorité : point commun essentiel aux approches contractuelle et juridictionnelle

Un point commun -et essentiel- aux approches contractuelle et juridictionnelle est l'introduction généralisée des CAC dans les contrats de dette, et notamment celle d'action à la majorité. Les CAC existent déjà sur certains marchés internationaux de dette souveraine, principalement ceux sous loi britannique, et dans une bien 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'Etat de New York n'incorporent pas de CAC. L'**Encadré 5** fournit des explications sur les grands principes gouvernant les titres de dette sous lois britannique et américaine

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

<i>Lois</i>	<i>Montants en milliards de \$ américains</i>	<i>Part dans le total (en %)</i>
Etat de New York	209,2	59
Royaume Uni	85,18	24
Allemagne	35,86	10
Japon	20,70	6
<i>Total</i>	<i>354</i>	<i>100</i>

*Source* : Gianviti (2002).

**ENCADRE 5 - Les titres de dette sous lois britannique et américaine:  
leurs principales 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)\*.

Typiquement, les titres sous loi britannique incluent des clauses ayant 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 %)\*\*. Les résolutions sont liantes pour 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 au représentant, lequel agit sur instruction des créiteurs détenant une fraction spécifiée du principal (généralement, au moins 25 %) et doit distribuer tout fond recouvert en pourcentage du principal. Ces titres 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**

Les titres émis sous loi américaine ...(*à compléter*)

\* Cela ne signifie pas pour autant que les titres émis sous d'autres lois excluent nécessairement toute CAC. Cependant, les CAC en sont soit moins élaborées ou lorsqu'elles sont tout aussi élaborées, les titres incluant ces CAC ne représentent qu'une faible part du total des émissions. De même, certains titres émis sous loi britannique peuvent ne pas inclure de CAC, mais leur proportion est faible relativement à celle incluant des CAC. Le principe de la "liberté de contrat" qui régit les titres sous loi britannique permet en effet aux Etats 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.

\*\* Beaucoup de titres inclut également un *quorum* de 25 % si les 75 % des détenteurs ne peuvent être atteints.

\*\*\* Si un détenteur détient individuellement plus que le seuil minimal de (généralement) 25 % nécessaire pour instruire le représentant d'entreprendre une action légale, alors il suit que ce détenteur peut de fait initier individuellement une action judiciaire.

*Source:* Eichengreen et Mody (2000a).

**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 collective, 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 doté le "tribunal international des faillites d'Etats souverains". L'**encadré 6** fournit une typologie de ce que recouvre le terme générique "CAC".

### **ENCADRE 6 – Différents types de clauses**

La restructuration des titres ou des prêts pose des problèmes de *représentation* et d'*action collectives*. Toutefois, les problèmes sont plus aigus avec les titres qu'avec les prêts

parce que les détenteurs de titres sont plus "éparpillés" et moins facilement identifiables que les membres d'un prêt bancaire syndiqué.

Les CAC que l'on trouve dans la *documentation* de certains titres visent à résoudre les problèmes d'action et de représentation collectives. On distingue quatre types de CAC :

- la **clause de représentation collective** fixe les mécanismes permettant une discussion coordonnée et une possible action entre l'émetteur et les détenteurs de titres;
- la **clause d'action à la majorité** permet à une majorité qualifiée de créateurs de s'accorder sur une modification des termes du contrat de dette avec effet liant pour la minorité dissidente des détenteurs de titres;
- la **clause de partage** assure que tous les paiements du débiteur seront distribués entre les créateurs sur une base de prorata;
- la **clause de non-remboursement anticipé** requiert un seuil minimal de détenteurs de titres pour demander un remboursement immédiat du principal suite à un défaut.

Les deux premiers types de clauses ont été les plus vivement encouragées par le secteur officiel.

La définition des **clauses de représentation collective** et **d'action à la majorité** soulève des questions pratiques importantes concernant, par exemple, le choix du seuil pour la majorité de vote et le *quorum* requis à une assemblée (initiale ou ajournée). Les **seuils** doivent être définis de façon (i) à éviter que les créateurs individuels fassent avorter les actions de la majorité; (ii) à préserver des droits raisonnables pour les créateurs individuels et (iii) à empêcher des abus potentiels par un débiteur (e.g. encourager des banques possédées par l'Etat à acheter suffisamment de titres pour voter au cours du processus de restructuration contre les intérêts des créateurs).

Le seuil pour la majorité de vote est généralement de 75 %. Le seuil du *quorum* minimum pour la réunion des créateurs est généralement fixé au 2/3 du principal pour la première réunion et 1/3 pour une réunion ajournée, même si les seuils sont quelques fois fixés à respectivement 75 et 25 %. A l'extrême, un vote à la majorité de 75 % à une réunion ajournée où le *quorum* était de 25 % peut permettre à 18,75 % des détenteurs du principal de voter des modifications des termes de paiement que tous les autres détenteurs seraient contraints d'accepter. En même temps, un faible *quorum* pourrait inciter les détenteurs à se présenter puisqu'ils seront plus assurés qu'une assemblée sera effectivement tenue. Si les détenteurs choisissent de ne pas se présenter, ils auront moins de raison de contester les décisions prises par les autres.

*Source* : Dixon et Wall (2000).

Approches contractuelle et juridictionnelle proposent de généraliser le principe d'action à la majorité pour faciliter le processus de restructuration des dettes souveraines. Actuellement, à l'exclusion essentiellement des titres de dette émis sous loi britannique, le consentement de 100 % des détenteurs de titres est requis pour changer les termes financiers des contrats. Ainsi, une petite minorité peut empêcher une restructuration que la majorité des détenteurs souhaite. Les deux approches envisagent une clause permettant à une super-majorité (75 % des détenteurs du principal dans les deux approches) de s'accorder sur les termes d'une restructuration avec effet contraignant pour la minorité. L'argument principal et

commun aux deux approches en faveur de la clause d'accord à la majorité est qu'elle permet d'éviter qu'une petite minorité retarde ou bloque un accord : le caractère prévisible du processus de restructuration serait ainsi augmenté.

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 G-10 en 1996, puis celui du G-22, et différents communiqués du G-7 et G-10 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<sup>11</sup>. Les défenseurs de l'approche contractuelle notent que la non introduction de CAC dans les titres sous loi de l'Etat 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 (Dixon et Wall, 2000).

Malgré les appels répétés depuis le rapport Rey, la part de titres incluant des CAC dans le stock total de titres émis par des économies émergentes n'a pas été modifiée. 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 de 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). Pour rappel, dans les faits, seul 24 % du stock incluait des CAC (i.e. était émis sous loi britannique) à la même date. En outre, 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 croît au taux de 3 % par an, alors environ 80 % du stock de dette contiendrait des CAC en 2010 et 90 % en 2019<sup>12</sup>. Les estimations de Geithner et *alii* (2002) nous amènent à la question suivante : pourquoi, malgré les appels répétés, emprunteurs

---

<sup>11</sup> Rapport du G-10 en 1996, dit aussi rapport Rey, intitulé "The Resolution of Sovereign Liquidity Crises"; rapport du G-22 "Report of the Working Group on International Financial Crises" en 1998; communiqués du G-7 en juin 1999 et avril 2000; communiqués du G-10 en septembre 1999 et avril 2000.

<sup>11</sup> Puisque la moitié de toute la dette existante a une maturité résiduelle de moins de 5 ans mais qu'il existe aussi un certain nombre de titres avec une longue maturité, les projections montrent que la part des titres contenant des CAC augmente vite initialement si des CAC sont incluses dans toutes les nouvelles émissions, puis que le taux de progression se ralentit par la suite. En d'autres termes, la part des titres avec des CAC est une fonction croissante mais concave: il faut attendre 2030 pour que 100 % des titres incluent des CAC selon les projections de Geithner et *alii* (2002).

<sup>12</sup> Puisque la moitié de toute la dette existante a une maturité résiduelle de moins de 5 ans mais qu'il existe aussi un certain nombre de titres avec une longue maturité, les projections montrent que la part des titres contenant des CAC augmente vite initialement si des CAC sont incluses dans toutes les nouvelles émissions, puis que le taux de progression se ralentit par la suite. En d'autres termes, la part des titres avec des CAC est une fonction

et prêteurs n'ont pas modifié leur comportement (i.e. n'ont pas introduit davantage de CAC dans les contrats) ? Ce point sera discuté dans la partie 3.

## **2.2. Autres points communs et différences entre les deux approches et principaux arguments**

Si, aujourd'hui, deux approches retiennent l'attention du FMI, les multiples études, discussions et réactions à l'allocution d'Ann O. Krueger (en novembre 2001), puis à son projet écrit de réforme (en avril 2002) ont, d'une part, contribué à la proposition d'autres approches (notamment celle de Taylor) et, d'autre part, à des amendements considérables de la proposition formulée initialement dans l'allocution. Notamment, la dernière version de l'approche juridictionnelle (celle de janvier 2003) apparaît vidée de son essence même : la notion de "tribunal" a disparu et a été remplacée par celle d' "instance de règlement des différends". Dans ce qui suit, pour présenter les points communs et différences entre les deux approches, on exposera tout d'abord le contenu du projet écrit de Krueger et on précisera par la suite la version actuelle de l'approche juridictionnelle. De même, concernant l'approche contractuelle, on présentera la proposition de Taylor (en avril 2002), puis les amendements ou plutôt compléments proposés ensuite par d'autres.

### ***2.2.1. Grandes lignes des deux approches***

**L'approche contractuelle** (ou décentralisée) propose une résolution des crises de dette souveraine par le marché : lors de l'émission de nouveaux titres, emprunteur et prêteurs déterminent selon leurs propres termes et de façon très détaillée le contenu des contrats *via* des clauses. Notamment, le processus séquentiel à suivre en vue de parvenir à un accord de restructuration est défini précisément dans les clauses du contrat. Emprunteurs et prêteurs sont soumis à une seule "contrainte" *lors de l'émission de titres* : les clauses des contrats doivent respecter quelques principes essentiels, en résumé, ceux qui existent déjà dans les titres émis sous loi britannique.

**L'approche juridictionnelle** (ou centralisée) propose une véritable "institutionnalisation" du mécanisme de restructuration des dettes souveraines (MRDS) : les

---

croissante mais concave: il faut attendre 2030 pour que 100 % des titres incluent des CAC selon les projections de Geithner et *alii* (2002).

principes définissant le mécanisme seraient inscrits dans un traité international. Elle s'inspire des principes de la loi américaine (Chapitre 11) sur l'insolvabilité des entreprises.

Les défenseurs de l'approche contractuelle avancent que l'approche décentralisée (les "CAC") permettrait de reproduire les principaux éléments de l'approche centralisée (le "MRDS") tout en faisant "l'économie d'une grosse machine administrative" (Bolton, 2003). De fait, au delà du principe d'action à la majorité, approches contractuelle et juridictionnelle partagent un certain nombre de caractéristiques communes. Une différence cruciale entre les deux approches porte toutefois sur le rôle des autorités légales et notamment sur le rôle du FMI.

### ***2.2.2. Points communs et différences entre les deux approches : une synthèse***

#### **• *L'initiation de la procédure de restructuration***

Un autre point commun aux deux propositions est que seul le pays débiteur a la possibilité d'initier une procédure de restructuration de sa dette. Aucune des deux approches ne propose que les créanciers privés ou le FMI puissent activer une procédure de restructuration.

En outre, l'initiation de la procédure de restructuration ne nécessite en aucun cas une déclaration de défaut de paiement de la part du débiteur. Il est même recommandé que le débiteur initie la procédure de restructuration avant le défaut sur les avoirs originels plutôt qu'après. L'argument est que le défaut de paiement constitue une situation extrême, coûteuse à la fois pour le pays débiteur et ses créanciers : « les expériences passées montrent qu'éviter le défaut se traduit par une moindre désorganisation économique dans le pays débiteur et aide à préserver la valeur des avoirs, et notamment celle des avoirs des créanciers sur le marché secondaire » (Krueger, avril 2002).

Dans l'approche juridictionnelle (celle Ann O. Krueger), le FMI doit toutefois évaluer le caractère insoutenable de la dette du débiteur et donner son accord pour le démarrage des négociations avec les créanciers. Ce rôle serait dévolu au FMI qu'il soit ou non le "tribunal international" chargé *in fine* de la supervision et de l'arbitrage du processus global de restructuration de la dette. Par opposition, dans l'approche contractuelle (celle de Taylor), il n'est pas proposé que le FMI puisse "bloquer" l'initiation d'une procédure de restructuration. Il ne peut toutefois être exclu que le FMI ait au moins un rôle d'information sur le caractère effectivement insoutenable ou non de la dette.

- ***La représentation des créiteurs***

L'approche juridictionnelle ne précise rien sur le processus par lequel débiteur et créiteurs se rencontrent lorsqu'une restructuration devient nécessaire.

En revanche, l'approche contractuelle propose une représentation collective des créiteurs, du type de celle observée actuellement pour les titres de dette émis sous loi britannique. Notamment, une clause spécifierait comment s'opère la représentation des créiteurs, quelles données le débiteur doit fournir au représentant et, ce, à l'intérieur de quelle période de temps. Le représentant négocierait avec le débiteur et aurait bien plus que des responsabilités administratives (comptabilité, distribution des paiements etc.) : 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.

- ***La suspension temporaire des poursuites judiciaires/des paiements***

Dans le cas où un accord n'aurait pas été atteint avant le défaut, les deux approches proposent une suspension temporaire des poursuites judiciaires des créanciers à l'encontre d'un Etat souverain en défaut de paiement.

Sous l'approche juridictionnelle, cette suspension temporaire des poursuites judiciaires interviendrait après la suspension des paiements, mais avant la conclusion d'un accord de restructuration. Sa durée est limitée à 90 jours, mais renouvelable sous conditions. Notons toutefois que dans la dernière version de l'approche juridictionnelle, cette suspension n'est plus « automatique » : cette décision devrait être prise par une majorité qualifiée de créanciers<sup>13</sup>. Tout montant recouvré par un créiteur au travers d'actions en justice viendrait plutôt en déduction de sa créance résiduelle aux termes d'un accord de restructuration approuvé (application du principe de l'égalité entre créanciers ou « *Hotchpot rule* »). Ainsi, l'argument avancé par Ann O. Krueger (en avril 2002) selon lequel les « poursuites judiciaires constituent une gêne dans la progression des négociations » a perdu de son importance dans la dernière version de l'approche juridictionnelle. Par opposition, l'approche contractuelle telle que formulée par Taylor propose une suspension temporaire des poursuites judiciaires automatique dès lors que l'Etat a initié une procédure de restructuration. Taylor propose de limiter cette période à 60 jours, temps « nécessaire pour que les créiteurs se rassemblent en vue d'obtenir l'information pertinente, choisissent un représentant et décident

---

<sup>13</sup> La disparition du caractère automatique de la suspension des poursuites judiciaires dans la dernière version de l'approche juridictionnelle est elle-même liée à la disparition du FMI comme tribunal international (voir ● *Rôle des institutions légales*).

de la façon dont ils vont procéder avec le débiteur ». Cette période de 60 jours constitue une « période de réflexion » (Taylor, 2002) pendant laquelle une suspension temporaire des paiements pourrait être nécessaire. La possibilité d'une suspension temporaire serait incorporée dans la clause avec des pénalités appropriées.

L'approche juridictionnelle prévoit également la possibilité d'une suspension des paiements, mais toutefois sans pénalités.

- ***Protection des intérêts des créanciers***

L'approche juridictionnelle vise à inclure des garde-fous garantissant aux créanciers une protection de leurs intérêts durant la période de gel des créances. Ces garde-fous consisteraient en deux engagements complémentaires du débiteur : d'une part, un engagement à ne pas "payer" les créanciers non prioritaires et, d'autre part, un engagement à conduire des politiques qui préservent la valeur des avoirs. Notamment, si durant le gel des créances, le pays était en étroite relation avec le FMI pour élaborer des politiques (qui seraient soutenues financièrement par le FMI), cela constituerait un tel garde-fou. L'argument avancé est qu'outre les 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 aussi des intérêts certains dans la mise en place d'autres politiques, incluant, par exemple, 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 dans la mise en place effective d'un contrôle des capitaux pour éviter leurs fuites.

Dans l'approche contractuelle, il n'y a pas d'éléments explicites concernant la protection des intérêts des créanciers. Celle-ci est implicite, notamment *via* notamment le choix des seuils (voir partie 3).

- ***Rôle des institutions légales***

Le rôle des institutions légales est substantiellement différent selon les deux approches.

L'approche juridictionnelle envisage qu'une entité légale internationale supervise et arbitre le processus global de restructuration de la dette. La question cruciale, celle qui a fait l'objet d'âpres discussions et critiques, est quelle entité jouera ce rôle de « tribunal international ». Si l'allocation initiale d'Ann O. Krueger, de même que la proposition écrite (respectivement celle d'avril 2002) laissait supposer que ce rôle pourrait être conféré au FMI, lequel aurait

ainsi été doté de pouvoirs additionnels (voir **Encadré 8**), la « nouvelle » approche juridictionnelle discutée récemment au sein du FMI (en janvier 2003) écarte sans ambiguïté la possibilité que le FMI joue le rôle de tribunal international. La réaction à la proposition initiale de Ann O. Krueger a en effet été vive. Des doutes ont été émis quant à l'impartialité du FMI puisque le FMI est un créancier mais aussi une institution avec des créanciers officiels bilatéraux et des débiteurs. Plus généralement, la communauté internationale ne souhaite pas forcément conférer de pouvoirs additionnels au FMI. Finalement, dans la « nouvelle » approche juridictionnelle, le FMI continuera uniquement à exercer ses pouvoirs financiers existants (c.f. partie 1). Toutefois, il n'est pas précisé pour autant quelle entité pourrait jouer le rôle du « forum indépendant de résolution des disputes » et quelles seront ses fonctions. *A priori*, cette entité devrait recevoir les notifications d'initiation de procédure, vérifier les titres etc. (somme toute des fonctions administratives) plutôt qu'agir comme un véritable juge.

**ENCADRE 8: Proposition initiale d'Ann O. Krueger visant à doter le FMI de pouvoirs additionnels (avril 2002).**

Le MRDS ne remettant pas en cause le rôle actuel du FMI en matière de financement, Ann O. Krueger a avancé en avril 2002 que l'on pourrait envisager une structure donnant des pouvoirs additionnels au FMI concernant des décisions clés tout au long de la procédure de restructuration. Notamment :

- l'activation d'un gel sur l'action d'un créancier (à la demande du débiteur souverain) pourrait nécessiter 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 engagés 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.

Ann O. Krueger proposait donc initialement d'attribuer éventuellement au FMI un rôle de supervision et d'arbitrage dans le cadre du MRDS. En d'autres termes, le FMI serait devenu un tribunal international. Notons que conférer des pouvoirs additionnels au FMI aurait nécessité une modification de ses statuts, laquelle exige en retour un vote à une majorité de 85 % de ses membres. Les Etats-Unis en détenant à eux seuls 17 %, ils auraient disposé de facto d'un droit de veto pour la modification des statuts du FMI.

L'approche contractuelle, orientée vers une résolution des crises de dette par le marché, limite le rôle des autorités légales nationales à la vérification de la conformité des clauses à quelques principes essentiels, à savoir (i) une clause d'action à la majorité ; (ii) une clause de représentation collective ; (iii) une clause d'initiation, fait du souverain.



L'approche contractuelle recommande toutefois que le FMI soit à l'origine d'un système d'incitations de façon à ce que soit les nouvelles émissions de titres intègrent des CAC ou que les titres existants soient échangés contre de nouveaux titres incluant des CAC. Taylor a ainsi proposé de créer des incitations financières : 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, 2002). Geithner et *alii* (2002) du FMI vont plus loin en proposant que l'accès aux ressources du FMI (et le déblocage des fonds) soit conditionné à l'inclusion de CAC dans les nouvelles émissions de dette ou alors par échanges de dette. Ce dernier type d'incitations financières ne fait cependant pas l'unanimité parmi les directeurs exécutifs du FMI.

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 3.

- ***La priorité au financement privé ou la fourniture de fresh money***

Le MRDS devrait aussi inclure un mécanisme qui facilite la fourniture de nouvelle monnaie de la part des créanciers privés *durant* la période de gel.

Il est de l'intérêt collectif des créanciers privés et des débiteurs souverains que la nouvelle monnaie soit fournie dans des montants appropriés. Ce financement, s'il est utilisé dans le contexte de bonnes politiques, permet de limiter le degré de dislocation économique et aide à préserver la capacité des Etats à générer des ressources pour remplir les obligations liées au service de la dette. La nouvelle monnaie pourrait aider à couvrir les besoins de l'Etat 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 de la monnaie 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 supporter le programme du pays après l'introduction d'un gel est prioritaire sur toutes les dettes privées pré-existantes.

- **Eligibilité des dettes** (*revoir formulation du contenu du paragraphe*)

Une question centrale dans l'approche juridictionnelle est celle des "dettes éligibles" ou, en d'autres termes, le type de dette à inclure dans le MRDS (dette domestique, crédits commerciaux, prêts bancaires syndiqués etc.). En même temps, il convient de garder à l'esprit qu'un type de dette peut très bien être inclus dans le MRDS tout en excluant l'usage de CAC.

Le type de dettes à inclure sous le MRDS (approche juridictionnelle) a fortement évolué au cours du temps, au gré des discussions, des problèmes techniques et légaux rencontrés par une couverture large des titres de dette. De fait, les propositions initiales de Krueger envisageaient une couverture plutôt large des dettes soumises au MRDS. Deux arguments soutenaient une application du MRDS à de multiples types de dette : (i) ramener la dette *globale* du pays souverain à un niveau soutenable et (ii) instaurer un traitement équitable de tous les créanciers. Dans la dernière version de l'approche juridictionnelle, il est précisé que ni la dette souveraine intérieure, ni les créances du FMI ne seront incluses dans le MRDS.

Plus précisément, **la dette souveraine intérieure** (c'est-à-dire la dette souveraine régie par le droit national et relevant exclusivement des tribunaux nationaux) devra probablement être restructurée en parallèle. L'argument est que "les investisseurs non résidents n'accepteront une réduction substantielle de leur 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). En outre, les Etats disposent généralement d'instruments de restructuration de la dette intérieure qui ne sont pas disponibles dans le cas de la dette extérieure.

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, et à des taux inférieurs à ceux que pratiqueraient le secteur privé. Le FMI aide ainsi 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. Si, dans une restructuration, 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 certaine préférence pour exclure la dette officielle bilatérale du cadre formel du MRDS et la restructurer en parallèle.

Qu'en est-il des *prêts commerciaux* ? Des *prêts bancaires* ? La dernière version de l'approche juridictionnelle ne dit rien sur la question et est restée très floue sur la question dans les versions précédentes. Ceci fera l'objet d'une discussion dans la partie 3.

- ***Agrégation des dettes***

Il existe une différence substantielle entre les approches juridictionnelle et contractuelle.

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 (actions judiciaires; termes financiers de l'accord de restructuration etc.) qui engagerait tous les détenteurs de cette émission (*within*).

L'approche juridictionnelle va plus loin : elle concernerait une couverture des titres de dette plus large (y compris des titres qui n'intègrent pas explicitement une action collective), un vote unique permettant de restructurer de multiples titres de dette en agrégeant les voix des créanciers détenant les titres de dette concernés (*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, 2003- Fiche technique).

Toutefois, l'agrégation de multiples titres de dettes pose des problèmes techniques non négligeables, lesquels seront abordés dans la partie 3.

## **Partie 3 : Réaction des différentes parties et discussions**

Deux principaux arguments sont avancés à l'encontre d'une réforme du mode de résolution des crises de dette souveraine : le tarissement des flux à destination des économies émergentes et l'augmentation du coût de l'emprunt. Pour certains, l'une des raisons de la baisse des flux à destination des économies émergentes observée en 2002 serait d'ailleurs la seule annonce de la volonté de réformer le mode de gestion des crises de dette (*The Economist*, 30 janvier 2003). 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 crédateurs, aurait diminué et diminuera les flux de capitaux à destination des économies émergentes. Après avoir présenté la réaction des différentes parties impliquées dans les propositions de réformes, on discutera de la validité de leurs arguments.

### **3.1. Forte résistance des marchés à modifier les règles de négociations**

Malgré les appels répétés de la communauté internationale, on a observé jusque là une forte réticence de la part des émetteurs et des investisseurs à une plus large introduction de CAC dans les nouveaux contrats obligataires. Ni les émetteurs, ni les investisseurs n'ont montré un réel empressement à la mise en application d'une telle requête qui pourtant pourrait permettre de limiter le coût pour le pays en défaut tout en augmentant le taux de recouvrement pour l'investisseur. Deux approches peuvent justifier une telle résistance et expliquer en quoi la situation qui prévaut actuellement pourrait apparaître pour certains comme un équilibre précaire mais qui fonctionne malgré tout.

#### ***3.1.1. Les sanctions, un mal nécessaire***

A la différence d'une dette privée, les collatéraux garantissant les engagements financiers du secteur public sont difficilement saisissables. Le pouvoir d'une Cour de justice de droit national ou étranger à contraindre un Etat à honorer ses engagements est faible. Un Etat est une entité juridique souveraine et bénéficie d'une immunité qui le protège des actions intentées contre lui.

Aussi, selon certains intervenants de marché, la seule garantie de remboursement que peut offrir un Etat débiteur à ses créanciers est sa crédibilité; et cette crédibilité est jugée à l'aune du coût que l'Etat devra supporter en cas de défaut. La perception des marchés sur la volonté du débiteur à rembourser sa dette sera d'autant meilleure que les sanctions pour le pays en défaut seront élevées (Dooley, 2000). Pour défendre leurs intérêts, les créanciers devront donc rendre le défaut le plus coûteux possible et rendre les négociations aussi difficiles que possibles. Les créanciers seraient alors 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 difficile d'isoler *a priori* les défauts de pays « honnêtes » des défauts « stratégiques ». Pour les premiers, les sanctions peuvent apparaître sévères car le pays fait tout pour honorer ses dettes. C'est pour dissuader les seconds que les sanctions sont prévues. Mais devant l'impossibilité de discerner les défauts stratégiques des autres, les marchés imposent des sanctions à tous, indépendamment des causes de la défaillance.

Néanmoins il existe des situations où le coût du défaut apparaît sans effet sur l'incitation du pays à rembourser : lorsque le coût du défaut est ... nul (hypothèse théorique et non réaliste, sauf si le pays dispose, pour le futur, d'autres sources de financement facilement accessibles) ou lorsque le coût est trop élevé. Dans le premier cas, l'incitation à rembourser est nulle. Dans le second, on considère qu'au-delà d'un certain préjudice, le pays reste insensible à la pression supplémentaire engendrée par un nouveau prêt. L'incitation marginale à rembourser est nulle, et les investisseurs ne voudront plus prêter.

Dans l'hypothèse où le coût viendrait à baisser du fait d'un processus de restructuration des dettes mieux organisé, l'incitation marginale d'une partie des pays débiteurs les plus endettés redeviendrait positive, tandis que simultanément on peut espérer un meilleur taux de recouvrement pour les investisseurs (Lipworth, 2001). Sur la période récente, les restructurations des euro obligations ont ainsi été plus rapides que prévues et le taux de recouvrement a été sensiblement plus élevé que ce qu'anticipaient les marchés sur la base du marché secondaire (18 à 20 % escompté pour un taux de 47 % pour certaines offres d'échanges récentes; Lipworth et *alii*, 2001). Le risque d'une hausse du taux de défaut, *via* un processus mieux ordonné des sorties de crise, pourrait être compensé par un meilleur taux de recouvrement du fait de restructurations plus rapides. Cet argument est néanmoins contesté. Selon le FMI, une hausse des défauts pourrait s'accompagner, compte tenu de la réussite des restructurations récentes, de la révision à la hausse des taux de recouvrement escomptés par les investisseurs. Le risque serait alors d'assister à la fois à une hausse des défauts et à des

objectifs de taux de recouvrement escomptés plus difficiles à atteindre. Il s'accompagnerait alors de moindres entrées de capitaux ou bien d'un renchérissement des coûts de financement.

### ***3.1.2. L'approche des intervenants de marché ou la théorie du « less is more »***

L'hostilité des intervenants de marché<sup>14</sup> aux propositions de réformes annoncées demeure forte même si progressivement la position des investisseurs s'est rapprochée de l'approche contractuelle. Il n'empêche que, selon eux, la solution du « *less is more* » reste la meilleure. Plusieurs argument sous-tendent leur position.

A la lumière des expériences récentes, le système actuel n'a pas empêché les restructurations souveraines. L'absence de clause d'action à la majorité, comme dans le cas de titres émis sous la loi de New York, rend la renégociation des termes de paiement du contrat quasiment impossible (le vote à l'unanimité des porteurs de titres est requis). Toutefois, des solutions ont été trouvées pour contourner le problème, *via* les offres d'échanges et les amendements de sortie (*exit consent*). Les porteurs d'obligations échangent sur une base (soi-disant volontaire) leurs anciens titres contre de nouveaux dont la structure des paiements est modifiée (maturité plus longue et/ou priorité supérieure). Ce fut le cas pour les restructurations de dette du Pakistan, de l'Ukraine, de l'Equateur et la Russie. En rendant les nouveaux titres beaucoup plus attractifs que les anciens (e.g. possibilité de levée l'immunité de l'Etat souverain dans les nouveaux titres, suppression de la *negative pledge* clause qui garantit l'égalité de traitement à l'ensemble des créiteurs etc.), la technique de la « carotte » et du « bâton » a fait ses preuves. Plusieurs critiques peuvent être opposées à cet argument. Cette solution n'est pas forcément reproductible dans tous les pays. Le processus de *exit consent* ne constitue qu'un pis aller pour échapper à une situation de blocage. En outre, il semblerait que cette technique ne soit guère approuvée par la Cour de New-York qui pourrait intervenir si les amendements sont jugés excessifs. Enfin, si le taux de recouvrement des dettes en défaut reste plus élevé qu'initialement prévu, il sera alors plus difficile de tendre la même « carotte » : la valeur des nouveaux titres pourrait s'avérer relativement moins attractive que ce qu'il est possible de recouvrer des anciens (Lipworth et *alii*, 2001).

Par ailleurs, les problèmes souvent évoqués de créiteurs dissidents seraient tout compte fait minimes. Il serait faux de dire que les créanciers dissidents retardent ou bloquent les procédures de restructuration. Au contraire, les créiteurs tendraient spontanément à se regrouper pour accélérer les procédures. Il y a toujours eu

---

<sup>14</sup> 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*.

des créiteurs dissidents ou bien des *free riders*, dont certains entamant des procédures judiciaires contre le pays en défaut. L'influence des *free riders* sur les restructurations de dette n'a pas augmenté malgré la prolifération des créiteurs et des instruments au cours des dix dernières 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'Equateur et la Russie. Le secteur officiel surestime les dangers de la minorité dissidente dans le processus de restructuration et donc surestime aussi les bénéfices potentiels des CAC (Chamberlin, 2002; de Larosière, ). Toutefois, dans le cas du Pérou, au terme de quatre années de procès, le verdict prononcé en faveur des créanciers a créé un précédent : il pourrait donner l'impression aux créanciers qu'il est possible d'intenter un procès en justice et surtout de le gagner.

Ainsi, les arguments de ceux qui ne souhaitent pas de « changement de régime » ne nous semblent pas vraiment recevables : l'« équilibre » fragile que les intervenants mettent en avant pour justifier le maintien d'un *statu quo* ne tient que parce que les marchés contournent les difficultés liées à l'absence d'un cadre organisé. Le recours à des techniques *ad hoc* d'offre d'échange et *d'exit consent* notamment, ont marché dans les cas cités en première partie par exemple parce que certaines conditions spécifiques étaient réunies (nombre réduit de porteurs, faible montant de dette,..). Il est probable que la restructuration de la dette argentine ; qui, plus d'un an après la déclaration de défaut, commence à peine à être évoquée (les autorités ont retenu en mars dernier le cabinet d'experts qui devrait approcher les créanciers vers la fin de l'année) sera plus coûteuse pour le pays et les investisseurs.

### **3.2. La crainte des pays émetteurs : moins de capitaux, taux plus élevé**

Si pour le pays émetteur, les avantages d'une meilleure gestion des crises sont évidents (retour plus rapide sur le marché des capitaux, moindre baisse de la production etc.), les avantages attendus pour les investisseurs portent principalement sur la hausse escomptée du taux de recouvrement de leurs créances. Pourtant, et compte tenu de ce qui vient d'être avancé, le risque serait d'assister à un renchérissement du coût de financement, voire d'un assèchement des flux de financement (Schleifer 2003) en raison d'un sentiment d'érosion des droits des créiteurs, laissant craindre une plus forte exposition au risque d'aléa moral du débiteur. Finalement, de façon assez perverse, les émetteurs "internaliseraient" cette exigence d'une rémunération plus élevée de la part des investisseurs dès lors que les titres comportent des CAC et seraient peu enclins à émettre des titres avec CAC. Dans son communiqué du 27 septembre 2002, le groupe des pays en développement (le G-24) a en effet 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 G-24] ont réaffirmé leur préférence pour des démarches volontaires spécifiques à chaque pays et compatibles avec les règles du marché en

matière de restructuration<sup>15</sup>. Or il semble de l'intérêt des pays débiteurs de rassurer les investisseurs en trouvant un meilleur équilibre entre sanctions d'un défaut et amélioration des procédures de restructuration des dettes afin de compenser une éventuelle incitation au défaut par un meilleur taux de recouvrement des créances pour les investisseurs. Le coût pour le pays en crise serait alors atténué.

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

### 3.2.1. Les pratiques de marché

Au vu du tableau 4, la présence de CAC dans la plupart des contrats émis sous loi britannique, ne semble pas peser sur le marché. Les titres émis sous loi britannique (i.e. avec CAC) sont en moyenne assortis de *spreads* plus faibles que ceux émis sous loi américaine (i.e. sans CAC), mais toutefois plus élevés que ceux émis sous d'autres lois, essentiellement japonaise et allemande (i.e. sans CAC, bien que la loi japonaise ait été modifiée à la fin des années 90 de façon à favoriser l'introduction de clauses).

Il existe cependant de grandes différences selon le type (souverain, public et privé) et selon la région de l'émetteur. En moyenne, les émetteurs souverains sous loi UK subissent un coût d'emprunt supérieur à ceux émettant sous loi US. 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 y est comparable, voire moins élevé, que sur d'autres places. Par ailleurs, le coût des emprunts des souverains ne semble pas intervenir sur le choix des places d'émission, chaque grande zone émettant principalement sur le marché qui n'est pas nécessairement le moins cher. D'autres considérations interviennent dans le choix du lieu d'émission : la proximité géographique, les habitudes de marché, d'autres critères inscrits dans les contrats, les économies d'échelle liées à l'importance de la place de New York etc.

**Tableau 4 : Caractéristiques des titres émergents émis entre 1991 et 1998**

	Loi d'émission ( <i>governing law</i> )			
	Royaume-Uni	Etats-Unis	Autres*	Moyenne

<sup>15</sup> [www.g24.org](http://www.g24.org)



Spread	236	317	217	261
Maturité	5	9	6	6
Nombre de titres	1160	840	619	2619

\* Autres : Japon et Allemagne essentiellement.

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

**Tableau 5 : Emission de titres émergents par région et type d'émetteur entre 1991 et 1998**

Régions	Emetteur souverain			Emetteur public			Emetteur privé		
	RU	USA	Autres*	RU	USA	Autres*	RU	USA	Autres*
<b>Moyenne</b>									
Spread	303	277	234	164	231	155	248	352	254
Maturité	6	11	7	5	11	6	5	8	5
Nombre de titres	157	134	228	260	159	188	743	547	203
<b>Amérique latine</b>									
Spread	277	299	307	323	304	350	425	387	369
Maturité	6	10	7	5	9	4	4	7	4
Nombre de titres	71	86	76	81	86	49	299	390	92
<b>Asie de l'est</b>									
Spread	125	174	66	76	118	86	106	238	152
Maturité	5	23	8	5	13	6	5	10	6
Nombre de titres	13	16	22	144	60	107	381	119	76
<b>Europe de l'est</b>									
Spread	365	211	267	224	278	209	319	411	143
Maturité	6	12	7	4	5	5	5	7	5
Nombre de titres	40	6	70	12	4	17	33	10	27

\* Autres : Japon et Allemagne essentiellement.

\*\* groupe des économies émergentes selon la définition du FMI.

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

### 3.2.2. Le coût financier des CAC : les résultats des études empiriques

L'introduction généralisée des CAC va augmenter le coût des emprunts et réduire les flux de capitaux. C'est du moins ce qu'avancent les marchés financiers : la présence de CAC, parce qu'elle va rendre les restructurations plus aisées pour les débiteurs, va les inciter à se mettre en défaut, créant ainsi un nouveau problème d'aléa moral. Dès lors, pour couvrir ce nouveau risque potentiel, les investisseurs pourraient exiger un relèvement des *spreads* ou bien réduire leurs nouveaux engagements pour certains pays. Sur la base des pratiques de marchés, plusieurs études empiriques ont tenté d'évaluer si la présence de CAC dans les titres obligataires était associé à des *spreads* plus élevés. Malheureusement, les conclusions divergent, laissant le débat ouvert.

Selon les résultats obtenus par Eichengreen et Moody (2000), la présence de CAC dans les titres<sup>16</sup> se traduirait par un renchérissement des *spreads* 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)<sup>17</sup>. Les émetteurs les moins solvables, sous loi UK, rémunèrent donc la possibilité d'un processus de restructuration plus aisé. Ces résultats corroborent l'idée que si, dans une optique de réforme du SMI, le but est de renforcer la discipline des marchés en favorisant les emprunteurs solvables et en pénalisant ceux qui le sont moins, alors plus les CAC seront adoptées, plus on réduira le coût de l'emprunt pour ceux qui bénéficient d'une bonne solvabilité tandis que sera augmenté le coût pour les emprunteurs moins solvables. Cela semble être une étape dans la bonne direction.

Néanmoins, d'autres études sembleraient nuancer ces résultats. Becker et *alii* (2001) trouvent que le phénomène d'aléa moral n'existe pas dans les titres incluant des CAC, ni pour les pays à faible *rating*, ni pour les autres. Selon ces travaux, l'idée que la place d'émission (New-York ou Londres, associés aux CAC) est significativement déterminée par la perception de l'emprunteur ou de l'investisseur sur la probabilité que la renégociation des termes du contrat puisse devenir nécessaire est fautive. Selon eux, l'insertion ou non de CAC importerait peu aux participants, la plupart ignorerait même cet aspect légal des contrats qu'ils détiennent. Ces résultats ne sont pas loin de ceux de Tsatsaronis (1999) : dans leurs estimations économétriques, les lois gouvernant les titres ne ressortent pas significativement. D'autres facteurs, par exemple, l'inscription à la SEC (*Securities and Exchange Commission*) en garantissant la liquidité du titre aux Etats-Unis, aurait un impact plus important sur les *spreads* que la loi s'appliquant au titre.

### **3.3. Discussions sur quelques points propres aux propositions de réformes**

#### ***3.3.1. La question du seuil optimal d'action à la majorité***

On l'a vu, il existe un certain nombre d'oppositions, à la fois du côté des économies émergentes et des crédettes privés, à changer le mode actuel de résolution des crises de dette. L'une des craintes des investisseurs

---

<sup>16</sup> Toutes les études retiennent la loi britannique comme *proxy* de la variable CAC.

<sup>17</sup> Dans les deux cas, les résultats sont significatifs. Les estimations sont menées à partir de données de *spreads* sur le marché primaire et portent sur la période 1991-1999. Le choix d'émission ou non sous la loi UK (utilisée comme *proxy* de titres portant des CAC) est endogénéisé. Le modèle a donc deux équations ; l'équation d'émission et l'équation de *spreads*.

est que la généralisation de la clause d'action à la majorité ("explicite" avec les CAC, "implicite" avec le MRDS) se traduise par un accroissement des défauts stratégiques. Les intervenants de marché ont ainsi proposé un seuil d'action à la majorité de 95 % plutôt que le maintien du seuil des 75 %, présent dans la majorité des titres obligataires sous loi britannique. 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 (allers et retours entre les différentes parties) s'il faut une majorité de 95 %. Aussi, le débiteur sera-t-il 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. A niveau empirique, on estime en effet que ceux-ci représentent à peine de 3 à 5 % de la totalité des détenteurs de titres (Chamberlin, 2002). Finalement, selon les intervenants de marché, un seuil de 95 % serait 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" concernant les défauts stratégiques (voir encadré 9). De plus, même si au regard de l'expérience passée, les créanciers dissidents ont été peu nombreux, 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 dans l'esprit des créanciers les avantages de faire dissidence.

### **Encadré 9 : Sur la distinction entre vraie insolvabilité (incapacité à payer) et l'insolvabilité stratégique**

Il est certaines fois avancé qu'un pays n'est pas réellement insolvable (incapable de payer) mais plutôt non désireux de payer alors qu'un plus grand ajustement budgétaire et domestique lui permettrait de payer en totalité ses créances. Cependant, cet argument ne tient pas pour plusieurs raisons :

- (1) la dette peut être si élevée que, même sous les hypothèses les plus optimistes de croissance et d'ajustement budgétaire, le pays peut se révéler incapable de payer;
- (2) 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 une diminution de l'investissement qui réduit les possibilités de croissance de long terme, le pays est effectivement incapable de payer puisqu'un ajustement domestique "excessif" crée des coûts économiques et politiques qui rendent la dette moins soutenable dans le long terme ;
- (3) il existe des critères empiriques connus\* qui peuvent être utilisés pour réaliser une évaluation de la véritable insolvabilité du pays ou du non désir de payer. Même si ce n'est pas une science parfaite, toute une littérature et tout un ensemble de critères peuvent être utilisés pour distinguer la vraie insolvabilité du refus stratégique de payer\*\* ;
- (4) il existe des mécanismes de marché et des punitions pour lutter contre les défauts stratégiques. Ainsi, les pays ne font pas défaut à la légère sur leur dette étrangère.

\* A la fois divers ratios de dette sur PIB, exports, revenus et des estimations d'écart primaires et d'écart de balance commerciale permettent de mesurer les ajustements commerciaux et budgétaires primaires exigés pour stabiliser les ratios de dette et leur éviter de croître sans limites.

\*\*Durant l'année 2002, le FMI s'est également lancé dans un vaste projet visant à améliorer l'évaluation de la soutenabilité des dettes souveraines.

*Source* : Roubini (2001).

### 3.3.2. 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 *documentation* 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 *documentation* standard existante;
- "**coût psychologique**" : il y aurait une crainte à modifier l'équilibre (ou le déséquilibre) existant entre débiteur et créiteurs. 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).

Il apparaît que ce serait plutôt les coûts de transaction de court terme qui 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 est supporté par le premier émetteur (*first mover*) lequel doit établir la nouvelle *documentation*, convaincre les investisseurs de "l'utilité" d'introduire des CAC etc. De leur côté, les investisseurs, par doute, manque d'habitude etc., exigeront un taux d'intérêt plus élevé sur ce nouveau titre avec CAC. Finalement, aucun émetteur individuellement n'a intérêt à être le *first mover*. Selon Geithner et *alii* (2002), la résistance à changer des pratiques de marché bien établies du côté des émetteurs et des investisseurs constitue un obstacle clé à l'introduction de clauses dans les contrats de dette émis à New York. Ils soulignent 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 ?

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

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. Comme précédemment, une objection majeure est que le début d'un programme supporté par le FMI ne constitue pas le moment adéquat pour altérer les termes légaux du stock de dette existant, étant donné le problème de signal potentiel. Les pays devront 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. Tout particulièrement dans les temps de "stress", les investisseurs pourraient préférer garder les titres qui n'incorporent pas de CAC de façon à maximiser leur levier individuel. Il y a toutefois des facteurs compensatoires qui pourraient 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, le "marché" pour les titres du pays se déplacera vers le nouveau titre. Il est toutefois possible que certains investisseurs préfèrent encore détenir des actifs peu liquides, ce qui leur fournirait une base encore plus forte pour intenter (et gagner) un procès à l'encontre du débiteur souverain.

Finalement, il nous semble que 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 *first mover*.

### ***3.3.4. La question de l'éligibilité des dettes et de leur agrégation***

Faut-il inclure la dette domestique dans un processus de restructuration ?

Un argument "contre" est que les agents résidents supportent déjà une large part des coûts d'insoutenable de la dette souveraine *via* les politiques d'ajustement réel (augmentation de la pression fiscale, coupes budgétaires etc.) : inclure la dette domestique dans un processus de restructuration serait ainsi une autre forme de taxation et ferait peser une charge additionnelle sur les agents résidents.

Si, en termes d'efficacité et de logique économique, il est possible de justifier une "discrimination" entre les créanciers, c'est-à-dire privilégiant les créanciers domestiques relativement aux créanciers étrangers (les premiers supportant déjà les coûts des ajustements de politiques économiques, incluant aussi celui de la dépréciation de la monnaie domestique lorsque les agents domestiques détiennent de la dette dénommée en monnaie étrangère), les problèmes avec ce type d'argument "contre" sont de deux ordres. Tout d'abord, si d'un ***point de vue conceptuel***, il est facile de séparer les coûts d'ajustement supportés par les agents domestiques de ceux supportés par les créanciers étrangers, les choses sont moins aisées dans le ***monde réel***. Comment évaluer séparément quel ajustement doit être infligé aux agents domestiques de façon à remettre le pays sur un sentier de croissance et une trajectoire budgétaire soutenable et quel allègement externe sous la forme de restructuration de la dette doit être fourni par les créanciers étrangers ? Ensuite, il convient de s'interroger sur le ***caractère légal d'une inclusion*** de la dette domestique dans le MRDS. En effet, la dette domestique est gouvernée par la loi du pays émetteur et soumise à la juridiction exclusive de cours localisées sur le territoire de l'Etat souverain.

Faut-il inclure la dette officielle bilatérale dans un processus de restructuration ?

La réponse à cette question est assez simple et fait plutôt l'objet d'un consensus : la dette officielle bilatérale doit continuer à être restructurée dans le cadre du Club de Londres, sans modification de ses pratiques

actuelles. L'argument avancé est que les expériences passées montrent que les restructurations de ce type de dette, dans ce type de cadre et sous ce type de pratiques ont été un succès.

#### **ANNEXE 10: la question de l'agrégation des créances couvertes par le MRDS (la position du FMI en septembre 2002)**

Le FMI avance que la diversité à la fois des instruments et créateurs nécessite une certaine flexibilité dans l'établissement du MRDS. Parce que les créateurs possèdent différents types de créances sur un souverain, il lui semble difficile d'agréger toutes les créances sur le souverain en un seul vote à la majorité. A 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 de chaque classe serait nécessaire pour conclure la restructuration de la dette du souverain : chaque classe aurait ainsi un veto effectif sur une restructuration opérée dans le cadre du MRDS.

Le FMI avance que ce système d'agrégation facilitera la restructuration en permettant au débiteur d'offrir différents termes aux différentes classes de créateurs 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, pour que le MRDS puisse s'adapter à l'évolution des marchés de capitaux, il apparaît préférable de ne pas pré-spécifier toutes les classes dans le texte du traité instituant le MRDS. Certains membres 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 crée pas des problèmes de créanciers dissidents (*hold out*).

#### **3.3.5. Sur l'impossibilité de transcrire 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 Etats souverains. Or, les éléments fondamentaux qui protègent les droits des créateurs 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 de plus 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 la *fresh money* sans rembourser sa vieille dette : il n'a plus d'incitation à payer ses créanciers. Ainsi, les faits cruciaux du Chapitre 11 qui contrebalancent les prêts dans les arriérés (i.e. les craintes de la mise en liquidation judiciaire ou de l'acceptation du plan de réorganisation des créateurs par le juge) n'existe pas dans le cas de la dette souveraine. Or, sans ces craintes, 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.

## **CONCLUSION PROVISOIRE: Vers une réforme graduelle ?**

Il nous semble que la réforme du mode de gestion des crises de dette souveraine la plus susceptible d'être adoptée dans un futur proche sera *l'approche contractuelle*. En effet, *l'approche juridictionnelle* ne nous semble pas pouvoir être appliquée dans l'immédiat, faute d'avoir clairement défini l'entité légale internationale indépendante. Le rôle et les fonctions de cette entité demeurent aussi très flous, évoluant au cours du temps et des publications du FMI sur le sujet. Il est manifeste, eu égard les réactions d'un certain nombre d'intervenants, que le FMI ne jouera pas ce rôle. Ensuite, la mise en place "légale" du MRDS nécessite du temps (modification des statuts, signature d'un traité de portée universelle etc.). Aussi, si une proposition de réforme doit être rapidement adoptée en vue d'améliorer le mode de résolution des restructuration de dette souveraine, ce sera selon nous l'approche contractuelle.

Il est intéressant de noter l'évolution des différentes propositions au fil du temps, dans le sens d'une plus grande convergence des deux approches. Si la proposition juridictionnelle initiale pouvait apparaître par trop institutionnelle, et a pu effrayer les marchés, la remise en cause de certains de ses principes, dans le sens d'un moindre interventionnisme, rejoint l'approche contractuelle.