

GESTION DES CRISES ET PARTAGE DU FARDEAU

A. Introduction

Un nombre croissant d'observateurs pensent que pour gérer efficacement les crises financières dans les pays émergents il faut combiner judicieusement trois types d'intervention : des mesures macroéconomiques à l'échelon national, en particulier sur le plan monétaire et budgétaire et en matière d'ajustement du taux de change, la fourniture rapide de liquidités internationales suffisantes, assorties de conditions appropriées, et la mise à contribution du secteur privé, en particulier les créanciers internationaux. Rétrospectivement, on convient aujourd'hui que la réponse internationale à la crise asiatique était loin d'être optimale, en tout cas au début. On a trop attendu des mesures nationales, et les hausses de taux d'intérêt et l'austérité budgétaire, plutôt que de rétablir la confiance et de stabiliser les marchés, n'ont fait qu'aggraver la récession et les problèmes financiers des débiteurs privés. Les programmes de sauvetage internationaux ont été conçus moins pour protéger les monnaies contre les attaques spéculatives ou pour financer les importations que pour répondre aux exigences des créanciers et préserver la liberté des mouvements de capitaux. Plutôt que de faire contribuer les créanciers privés à la gestion et au règlement des crises, l'intervention internationale coordonnée par le FMI les a tirés d'affaire¹.

Cette forme d'intervention est de plus en plus critiquée pour des raisons de risque moral et d'équité. On considère qu'elle empêche le marché d'exercer sa discipline et qu'elle encourage les créanciers à être imprudents, puisqu'ils finissent par être remboursés par des fonds officiels et n'ont pas à assumer les conséquences des risques qu'ils prennent. Même

lorsque la dette extérieure est une dette privée, ce sont en définitive les contribuables du pays débiteur qui paient, car les Etats sont souvent obligés de se porter garants. Parallèlement, les montants que requièrent ces interventions ne cessent de croître et atteignent les limites de ce qui est politiquement acceptable. La mise à contribution du secteur privé a pour principal objectif de mieux répartir le fardeau du règlement de la dette entre les créanciers privés et officiels ainsi qu'entre les débiteurs et les créanciers.

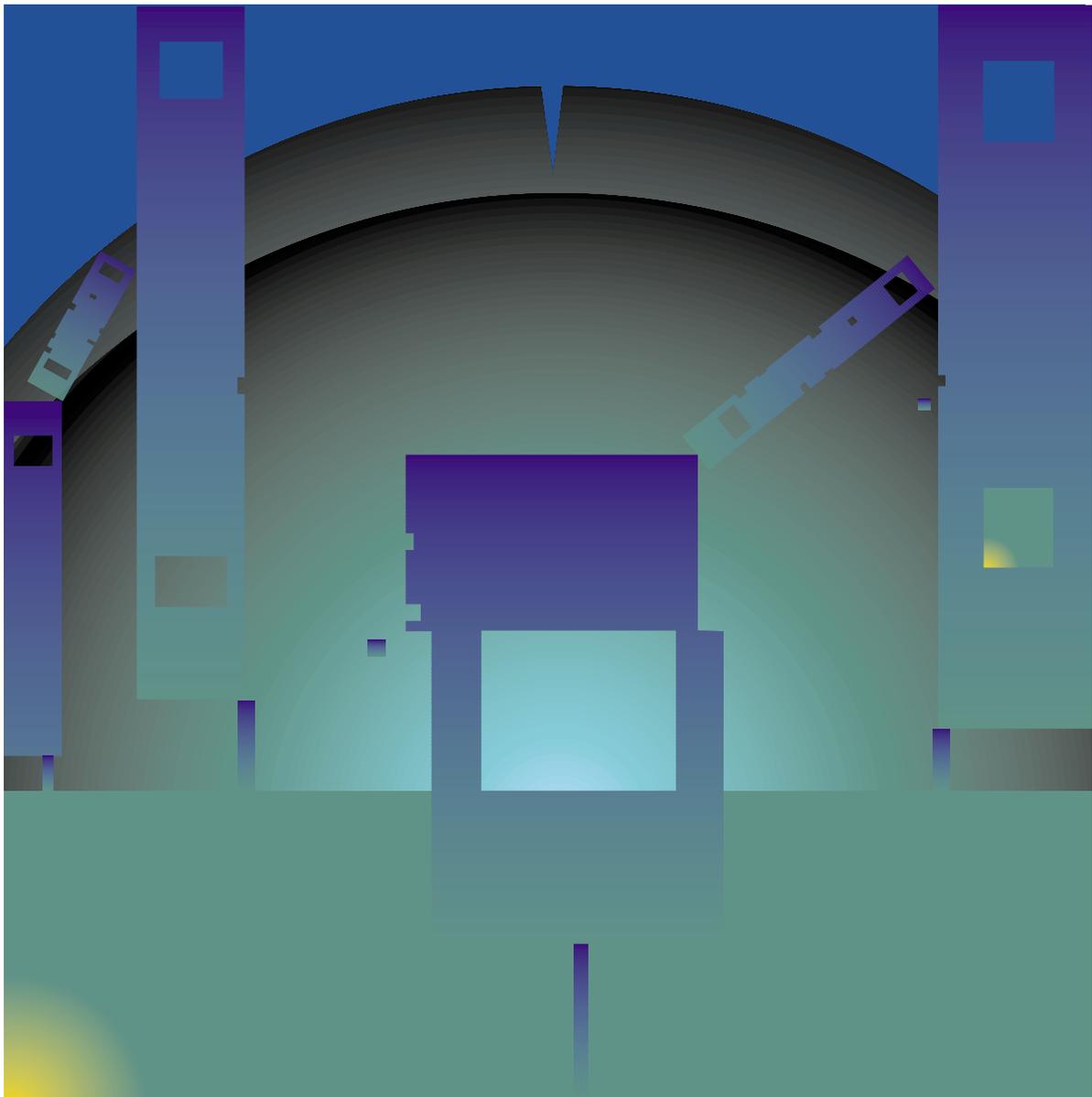
C'est pourquoi les questions de la participation du secteur privé et de la fourniture d'une aide officielle pour la gestion et le règlement des crises figurent en bonne place dans le débat sur la réforme de l'architecture financière internationale depuis la crise de l'Asie de l'Est. Toutefois, malgré des discussions prolongées et une prolifération de réunions et autres forums, la communauté internationale n'a pas pu se mettre d'accord sur la façon de faire participer le secteur privé au règlement des crises et d'optimiser les prêts officiels en cas de crise. Comme le reconnaît le FMI, on a obtenu certains succès en ce qui concerne la concertation avec le secteur privé, mais il devient de plus en plus clair que la communauté internationale ne dispose pas de tout l'éventail des instruments qui seraient nécessaires pour assurer une mise à contribution raisonnable, coordonnée et rapide des créanciers privés (IMF, 2000a : 10). Dans le présent chapitre, nous étudierons ce problème en décrivant la situation actuelle, en examinant les questions qui restent en suspens et en évaluant les différentes options proposées.

CONFÉRENCE DES NATIONS UNIES SUR LE COMMERCE ET LE DÉVELOPPEMENT

RAPPORT SUR LE COMMERCE ET LE DÉVELOPPEMENT, 2001



NATIONS UNIES



B. Mise à contribution du secteur privé et restructuration de la dette

Mettre le secteur privé à contribution pour le règlement des crises financières, c'est faire en sorte que les créanciers internationaux maintiennent ou accroissent leurs concours aux pays débiteurs qui ont de sérieuses difficultés à s'acquitter de leurs obligations financières extérieures, et créer des mécanismes pour modifier les conditions de ces concours, notamment en ce qui concerne le report des échéances et les annulations de dette². A cet égard, il est utile de faire une distinction entre les mécanismes visant à éviter les retraits massifs de fonds qui rendent la crise inévitable et les mécanismes conçus pour mieux répartir le fardeau du règlement de la crise entre débiteurs et créanciers d'autre part. Dans la mesure où la mise à contribution du secteur privé aiderait à empêcher le chacun pour soi et le dépeçage du débiteur, elle réduirait aussi le fardeau à répartir. Par exemple, un moratoire suivi d'un report des échéances peut empêcher qu'une crise de liquidités provoque des faillites généralisées en aidant à stabiliser la monnaie et les taux d'intérêt. La participation du secteur privé au règlement des crises financières n'est donc pas toujours un jeu à somme nulle. Elle peut en outre aider à régler les conflits d'intérêts entre les créanciers eux-mêmes en assurant un traitement plus équitable.

Les investisseurs étrangers soutiennent souvent qu'ils doivent presque toujours assumer leur juste part du règlement des crises financières dans les pays émergents. D'après eux, les banques internationales subissent des pertes en raison des accumulations d'arriérés et des faillites, les détenteurs d'obligations internationales sont pénalisés parce que les difficultés financières des pays débiteurs se répercutent sur le cours des obligations et la plupart des investisseurs privés évaluent leurs positions au prix du marché (Buchheit, 1999 : 6). Les pertes subies sur les marchés nationaux des obligations et des actions sont aussi mentionnées en tant qu'exemple de mise à contribution des investisseurs privés³.

Pour évaluer les pertes subies par les créanciers, il importe de ne pas oublier que, tant que la valeur de

la créance reste inchangée, la perte correspondant à la baisse du cours de l'actif ne représente en fait qu'une redistribution entre les investisseurs. D'autre part, les pertes nettes des créanciers sont souvent compensées par les primes de risque sur les prêts aux pays émergents. Par exemple, à la veille de la crise asiatique, la dette bancaire totale des pays émergents était de près de 800 milliards de dollars. Si l'on retient une moyenne modeste de 300 points de base,

le rendement de ces créances au seul titre de la prime de risque représente plus de 20 milliards de dollars par an, alors qu'on estime que les pertes subies par les banques étrangères sur la base de la valeur marchande de leurs actifs⁴ totalisent quelque 60 milliards de dollars pour l'ensemble des crises des pays émergents depuis 1997.

Les investisseurs étrangers sont directement mis à contribution lorsque leurs créances sont libellées dans la devise du pays débiteur et qu'ils les vendent en catastrophe. Cela les pénalise d'une part en déclenchant une forte chute du cours des actifs et d'autre part en dépréciant la monnaie du pays débiteur. C'est pourquoi les pays qui empruntent dans leur propre monnaie (ou adoptent comme monnaie une des monnaies de réserve) devraient être moins exposés à des crises monétaires et à des crises d'endettement puisque le montant des pertes éventuelles dissuaderait les ventes massives d'actifs et les attaques spéculatives.

Toutefois, le fait que la dette extérieure soit libellée dans la monnaie du pays débiteur n'élimine pas le problème dit de l'action collective : même si collectivement les créanciers ont intérêt à conserver leurs positions, individuellement, ils ont intérêt à se retirer le plus vite possible, de peur que les autres le fassent avant eux. C'est la raison pour laquelle les créanciers, en se précipitant en masse vers la sortie, rendent la crise inévitable, ce qui est la principale justification des moratoires. La chute du prix des actifs et de la valeur de la monnaie est coûteuse non seulement pour les créanciers, mais aussi pour l'économie du pays débiteur. Dans certains cas, il

La mise à contribution du secteur privé a pour principal objectif de mieux répartir le fardeau du règlement de la dette entre les créanciers privés et officiels ainsi qu'entre les débiteurs et les créanciers.

arrive également que les déposants retirent leurs fonds des petites banques et des banques à capitaux locaux, ainsi que des autres établissements financiers similaires, pour les placer dans des filiales de banques étrangères solidement capitalisées. C'est pour ces raisons que les gouvernements des pays débiteurs sont souvent forcés de prendre des mesures afin d'éviter que les investisseurs étrangers prennent la fuite. Ces mesures peuvent aller au-delà d'un durcissement de la politique monétaire. Ainsi, au Mexique en 1994, sous la pression du marché, le gouvernement a dû remplacer les bons du Trésor libellés en pesos (*cepes*) par des bons indexés sur le dollar (*tesebonos*), dans l'espoir que l'élimination du risque de change persuaderait les créanciers étrangers de rester. Toutefois, cela n'a pas empêché une fuite généralisée, un effondrement du peso et une hausse des taux d'intérêt. C'est pourquoi, même lorsque la dette extérieure est libellée dans la monnaie nationale, des mécanismes visant à mettre à contribution les créanciers privés par un moratoire et un renouvellement automatique des prêts peuvent jouer un rôle important dans la stabilisation financière.

Comme nous l'avons vu en détail dans le *Rapport sur le commerce et le développement 1998*, les avantages et les principes fondamentaux d'une restructuration concertée de la dette sont à la base des procédures nationales de règlement des faillites. Le chapitre 11 du Code des faillites des Etats-Unis est la référence la plus souvent citée, mais les autres grands pays industriels appliquent des principes similaires, qui combinent trois éléments essentiels : i) gel automatique du service de la dette, qui empêche les créanciers de chercher à dépouiller le débiteur de ses actifs; ii) maintien d'un crédit pour que le débiteur dispose du fonds de roulement nécessaire pour la poursuite de ses activités; et iii) dispositions relatives à la restructuration de l'actif et du passif du débiteur, telles que renouvellement des crédits, report des échéances et annulation ou conversion de créances. La manière dont ces différents éléments sont combinés varie selon les cas, mais l'objectif général est de répartir le fardeau entre les débiteurs et les créanciers et d'assurer un partage équitable du coût du règlement entre les créanciers.

Ces procédures donnent aux débiteurs le sursis nécessaire pour formuler un plan de restructuration de la dette. En principe, on cherche à obtenir l'assentiment des créanciers pour la restructuration, mais il y a des dispositions visant à éviter les blocages en prévoyant que le plan de restructuration puisse être approuvé par une majorité des créanciers, sans que l'unanimité soit nécessaire. Le tribunal des

faillites joue un rôle d'arbitre et de médiateur et, si nécessaire, peut imposer un règlement contraignant pour les créanciers et le débiteur.

Evidemment, l'application des procédures de faillite nationales à des dettes internationales soulève plusieurs questions complexes. Toutefois, il n'est pas indispensable de mettre en place des procédures de faillite internationale très détaillées pour pouvoir

Les pays débiteurs ont bien la possibilité d'imposer une suspension unilatérale des paiements, mais sans base légale une telle mesure peut créer des incertitudes considérables et empêcher une restructuration rationnelle de la dette.

restructurer les dettes internationales de façon rationnelle. L'essentiel est que le débiteur puisse imposer un moratoire approuvé à l'échelon international. Dans certains cas, il est possible de trouver un accord avec les créanciers pour un moratoire volontaire, mais, comme le reconnaît le FMI, en cas de sortie massive de capitaux, il peut être difficile de conclure un accord avec tous les investisseurs concernés, tant

résidents que non résidents (IMF, 2000a : 10). Les pays débiteurs ont bien la possibilité d'imposer une suspension unilatérale des paiements, mais sans base légale une telle mesure peut créer des incertitudes considérables et empêcher une restructuration rationnelle de la dette. De plus, les pays débiteurs peuvent hésiter à appliquer une telle mesure de crainte que les créanciers n'engagent des actions en justice et ne fassent saisir leurs actifs, et par peur d'endommager durablement leur réputation.

Dans le cas de la dette publique, le moratoire implique simplement que l'Etat suspende ses paiements, alors que dans le cas de la dette extérieure privée, il faut imposer un contrôle des changes temporaire qui restreint les paiements à l'étranger pour certaines opérations, notamment les paiements d'intérêts. Il peut aussi être nécessaire d'appliquer des restrictions supplémentaires aux opérations en capital des résidents et des non-résidents (telles que l'achat d'actifs à l'étranger ou le rapatriement de fonds détenus par des non-résidents). A l'évidence, la nécessité de prendre de telles mesures additionnelles dépend de l'ampleur des restrictions visant les mouvements de capitaux qui existent déjà.

Comme la suspension des paiements et le contrôle des changes doivent être imposés et appliqués dans les plus brefs délais, la décision devrait appartenir au pays concerné, sous réserve d'un examen ultérieur par un organisme international, par exemple le FMI. A l'évidence, pour que le débiteur jouisse de la protection du régime des faillites, il faudrait que cette décision ait un caractère exécutoire devant les tribunaux nationaux. Cela exigerait une interprétation assez souple de l'article VIII 2) b) des Statuts du FMI, qui pourrait être faite par le Conseil d'administration du FMI, ou une modification des Statuts de façon que cet article s'applique aussi à la

suspension des paiements au titre de la dette. Le Canada a proposé que les membres du FMI s'entendent sur une « disposition moratoire d'urgence » (Ministère des finances du Canada, 1998).

Toutefois, comme nous l'avons souligné dans le *Rapport sur le commerce et le développement 1998*, le Conseil d'administration du FMI n'est pas un organe neutre et on ne peut donc pas s'attendre à ce qu'il joue le rôle d'un arbitre indépendant, car les pays concernés par ses décisions sont aussi parmi ses principaux actionnaires. De plus, comme le Fonds est lui-même créancier et est habilité à imposer des conditions aux pays emprunteurs, il peut y avoir un conflit d'intérêts entre lui et les débiteurs ainsi que les autres créanciers. Il conviendrait donc de créer un organe indépendant chargé d'approuver les moratoires. Ce mécanisme serait à bien des égards similaire à celui de l'OMC qui autorise les pays en développement à prendre des mesures d'urgence en cas de difficulté de la balance des paiements (encadré 6.1).

En ce qui concerne la restructuration des dettes des emprunteurs privés, on devrait en principe s'en remettre aux procédures de faillite nationales. Toutefois, dans la plupart des pays en développement ces procédures sont très insuffisantes (voir chap. IV,

sous-section B.6), et il est essentiel que ces pays mettent en place des procédures appropriées pour la restructuration des dettes privées. Les procédures ordinaires de règlement des faillites peuvent être inadaptées et difficilement applicables en cas de crise généralisée et il peut devenir nécessaire d'offrir une protection générale aux débiteurs lorsque les faillites prennent un caractère systémique. Certains auteurs ont proposé d'offrir une protection quasi-automatique aux débiteurs en cas d'alourdissement de leur dette dû à une dévaluation dépassant un certain seuil (Miller and Stiglitz, 1999 : 4). A l'évidence, la nécessité d'une telle protection dépendra du degré auquel les moratoires et le contrôle des changes permettent d'éviter une brutale dépréciation de la monnaie. Pour la dette

publique, il est difficile d'envisager des procédures de faillite officielles à l'échelon international, mais on pourrait aussi donner aux Etats débiteurs une certaine protection en cas d'augmentation de la dette due à l'effondrement de la monnaie. Au-delà, la négociation entre débiteurs et créanciers paraît être la seule option réaliste. Comme nous le verrons plus loin, cette négociation pourrait être facilitée par l'inclusion de diverses clauses dans les contrats de crédit ainsi que par des interventions appropriées des institutions multilatérales de financement.

La communauté internationale reconnaît de plus en plus que le marché ne peut exercer une discipline réelle que si les créanciers doivent assumer les risques qu'ils prennent, mais elle a été incapable de se mettre d'accord sur la façon d'y parvenir.

C. Les débats récents au sein du FMI

Malgré l'intérêt qu'elle présente pour les débiteurs comme pour les créanciers, la mise à contribution du secteur privé au règlement des crises a été l'un des thèmes les plus controversés du débat sur la réforme de l'architecture financière internationale. La communauté internationale reconnaît de plus en plus que le marché ne peut exercer une discipline réelle que si les créanciers doivent assumer les risques qu'ils prennent, mais elle a été incapable de se mettre d'accord sur la façon d'y parvenir. Selon certains, une approche fondée sur le volontariat, au cas par cas, serait le moyen le plus efficace d'associer le secteur privé au règlement des crises. Pour d'autres, il est préférable d'adopter une approche contraignante, fondée sur des règles, dans

l'intérêt de la stabilité financière et de l'équité. Il y a divergence de vues non seulement entre les pays débiteurs et les pays créanciers, mais aussi parmi les principaux pays créanciers eux-mêmes.

Le principal argument en faveur d'une approche contraignante fondée sur des règles est que l'approche au cas par cas pourrait déboucher sur un traitement asymétrique, non seulement des débiteurs et des créanciers, mais aussi des différents types de créanciers. En outre, elle laisserait aux grands pays industriels qui ont une influence considérable dans les institutions internationales de financement une marge de discrétion considérable pour déterminer la nature de l'intervention qu'appellent les crises des pays émergents. Les investisseurs et créanciers

LES DISPOSITIONS DU GATT ET DE L'AGCS RELATIVES À LA BALANCE DES PAIEMENTS ET LES RESTRICTIONS DE CHANGE

Les dispositions des articles XII et XVIII B du GATT de 1994 relatives à la balance des paiements autorisent les Membres à se soustraire aux obligations qui leur incombent en vertu de l'Accord et à imposer des restrictions à l'importation pour faire face à une baisse importante de leurs réserves monétaires ou pour y mettre fin, ou pour se garantir un niveau de réserve suffisant pour mettre en œuvre leur programme de développement économique¹. Les dispositions de l'article XVIII B (c'est-à-dire la section de l'article XVIII qui traite de l'aide publique au développement) visent en particulier les difficultés de paiement qui proviennent principalement des efforts faits par un pays pour élargir son marché intérieur ou de l'instabilité des termes de l'échange. Les mesures autorisées sont les restrictions quantitatives et des mesures fondées sur les prix. Les Membres peuvent appliquer ces mesures à des produits ou groupes de produits bien déterminés. Ils prennent leurs décisions de façon unilatérale, en en notifiant le Secrétariat de l'OMC, et tiennent ensuite des consultations avec les autres Membres dans le cadre du Comité des restrictions appliquées à des fins de balance des paiements. Ces restrictions sont temporaires et sont censées être levées dès que la situation s'améliore. Toutefois, on ne peut pas obliger un Membre à modifier sa politique de développement pour supprimer les restrictions.

L'article XII de l'Accord général sur le commerce des services (AGCS) contient des dispositions similaires : en cas de sérieuses difficultés de la balance des paiements et de financement extérieur, ou de menaces de difficultés de ce genre, un Membre peut adopter ou appliquer des restrictions au commerce des services dans les secteurs dans lesquels il a pris des engagements spécifiques, y compris des restrictions visant les paiements ou transferts associés à des transactions couvertes par ces engagements. Là encore, les restrictions doivent notamment permettre de maintenir un niveau de réserves financières suffisant pour la mise en œuvre du programme de développement ou de transition économique du Membre. Les conditions et modalités d'application de ces restrictions sont similaires à celles qui figurent dans les dispositions du GATT de 1994 relatives à la balance des paiements.

A l'évidence, ces dispositions sont conçues pour éviter que des pays soient forcés de sacrifier leur croissance et leur développement en raison de difficultés temporaires de la balance des paiements courants, et notamment de la balance commerciale. Les pays n'ont pas le droit d'invoquer ces dispositions directement pour restreindre les opérations de change et imposer un moratoire temporaire du remboursement de la dette lorsqu'ils ont de graves difficultés de paiement dues à une fuite rapide des capitaux (et qu'ils subissent donc une crise du compte de capital), mais le fait d'offrir une telle possibilité dans de telles circonstances serait parfaitement conforme à l'esprit de ces dispositions.

¹ Pour une analyse plus détaillée, voir Jackson (1997, chap.7); et Das (1999, chap. III.3).

privés, de même que quelques grands pays industriels, sont de façon générale opposés à des mécanismes contraignants au motif qu'ils créent un risque moral, qu'ils renforcent indûment le pouvoir de négociation des débiteurs, qu'ils retardent le rétablissement de l'accès aux marchés et qu'ils peuvent être employés pour renvoyer à plus tard les ajustements nécessaires⁵.

Le récent débat au sein du FMI concernant la participation du secteur privé au règlement des crises a été axé sur trois mécanismes. Premièrement, il est généralement admis que le FMI devrait s'efforcer, lorsque c'est possible, d'inciter d'autres créanciers à prêter à un pays ayant des difficultés de balance des paiements. Si cela n'est pas opportun ou si le secteur privé refuse de participer, le pays débiteur devrait chercher à conclure avec ses créanciers un accord sur un moratoire volontaire. Enfin, on admet qu'en dernier recours le pays débiteur puisse juger nécessaire d'imposer un moratoire unilatéral s'il n'est pas possible de trouver un terrain d'entente. Toutes ces mesures devraient être accompagnées par un durcissement de la politique monétaire et budgétaire et un ajustement du taux de change. On peut lire dans le rapport de la réunion du Conseil d'administration du FMI consacrée à la participation du secteur privé au règlement des crises financières le passage suivant :

Les administrateurs sont convenus que, dans le cadre suggéré pour la mise à contribution du secteur privé, le Fonds devrait adopter une approche souple, et qu'en raison de la complexité des situations, il devrait soigneusement peser tous les éléments pertinents... Lorsque les besoins de financement du membre concerné sont relativement modestes ou lorsque, même s'ils sont relativement importants, le membre a de bonnes chances de pouvoir à nouveau faire appel au marché dans un proche avenir, on peut s'attendre à ce que la conjugaison de mesures d'ajustement énergiques et de l'appui du Fonds joue un rôle de catalyseur pour inciter le secteur privé à s'engager. Toutefois, dans les autres cas, c'est-à-dire lorsqu'il est irréaliste de s'attendre à un rétablissement rapide de l'accès au marché à des conditions compatibles avec la viabilité extérieure à moyen terme, ou lorsque le surendettement est excessif, il peut être nécessaire d'obtenir un appui plus concerté des créanciers privés, éventuellement en les faisant participer à la restructuration de la dette...

Les administrateurs ont relevé que les mots « moratoire » ou « gel » désignent un large éventail de mesures visant à réduire le montant net du service de la dette ou les sorties de capitaux lorsqu'un pays n'a plus accès au marché international des capitaux.

Il peut s'agir aussi bien d'arrangements volontaires conclus avec les créanciers pour limiter le montant net des sorties de capitaux que de diverses interventions concertées visant à atteindre cet objectif.

Les administrateurs ont souligné que la méthode adoptée pour régler les crises ne doit pas permettre aux pays de se soustraire à l'obligation de s'acquitter ponctuellement de l'intégralité de leur dette. Néanmoins, dans les situations extrêmes, s'il n'est pas possible de conclure un accord de moratoire volontaire, les membres peuvent se trouver dans la nécessité d'imposer un moratoire unilatéral. Les administrateurs ont souligné qu'une telle mesure risquerait de déclencher une fuite des capitaux. Ils ont reconnu que si le durcissement de la politique financière et la flexibilité du taux de change ne suffisaient pas à mettre un terme à la fuite des capitaux, le membre concerné devrait se demander s'il ne serait pas nécessaire de recourir à des mesures plus restrictives de contrôle des changes ou des mouvements de capitaux. (IMF, 2000c)⁶

Certes, il reste toujours la possibilité d'envisager une vaste opération de sauvetage. Certains pays auraient cherché à exclure cette possibilité, mais n'ont pas pu obtenir un consensus :

Plusieurs administrateurs pensaient que la contribution du secteur privé devrait être liée au niveau de l'accès du membre concerné aux ressources du Fonds. D'après eux, une approche fondée sur des règles donnerait plus de prévisibilité au cadre suggéré pour la mise à contribution du secteur privé, et limiterait le risque que les financements publics à grande échelle facilitent la désertion des investisseurs privés. Toutefois, de nombreux autres administrateurs ont souligné que le fait de fixer un plafond pour l'accès aux ressources du Fonds, plafond au-dessus duquel une mise à contribution concertée du secteur privé serait automatiquement requise, pourrait dans certains cas empêcher le rétablissement de l'accès au marché d'un membre ayant de bonnes chances d'obtenir une participation volontaire du secteur privé.

La proposition d'habiliter le FMI à imposer une suspension des poursuites engagées par les créanciers pour donner une protection légale aux débiteurs qui imposent un moratoire temporaire n'a pas non plus suscité l'accord des administrateurs :

La plupart des administrateurs considéraient que, pour montrer qu'il acceptait un moratoire imposé par un membre, le Fonds devrait prendre la décision de prêter aux pays ayant accumulé des arriérés envers des créanciers privés... Quelques administrateurs étaient favorables à une modification du paragraphe 2b) de l'article VIII qui permettrait au Fonds d'offrir à un membre une certaine protection contre le risque de poursuite, en imposant une

suspension temporaire des actions engagées par les créanciers. Les autres administrateurs ne partageaient pas cet avis et ont fait observer que, dans des cas récents, l'engagement de poursuites n'avait pas empêché les débiteurs de trouver un terrain d'entente avec les créanciers privés.

Il faut certainement une grande souplesse dans la gestion des crises financières car leurs caractéristiques et leur gravité varient selon les cas. Toutefois, la situation actuelle laisse trop de discrétion au Fonds et à ses principaux actionnaires en ce qui concerne les décisions relatives au calendrier et à l'ampleur de l'aide officielle que le Fonds apporte aux pays en crise, ainsi que les

conditions auxquelles cette aide est subordonnée, le degré de participation du secteur privé qu'il convient de rechercher et les circonstances dans lesquelles le Fonds devrait approuver des moratoires unilatéraux et des mesures de contrôle des mouvements de capitaux. De façon générale, le cadre proposé ne répond pas aux principales préoccupations des pays débiteurs concernant le partage du coût du règlement des crises et les modalités et conditions de l'appui du FMI. De plus, il ne comporte pas de principes clairs visant à influencer les attentes et le comportement des débiteurs et des créanciers dans le but de garantir une plus grande stabilité.

D. Aide officielle, risque moral et partage du fardeau

L'exposé ci-dessus donne à penser qu'on accorde aujourd'hui plus d'importance à la mise à contribution du secteur privé dans la conception des programmes d'aide officiels aux pays ayant des difficultés financières. Les principaux éléments de la stratégie consistent notamment à employer les fonds officiels pour inciter les investisseurs et créanciers privés à apporter un concours, à continuer de prêter aux pays ayant accumulé des arriérés afin de faciliter la conclusion d'un accord entre débiteurs et créanciers et à subordonner l'aide officielle à une participation préalable du secteur privé. En fait, certains de ces principes ont été appliqués pour le règlement de la crise de la dette dans les années 80, même si leurs objectifs n'ont jamais été entièrement atteints. Par exemple, dans le cadre du Plan Baker, les crédits officiels aux pays en développement surendettés étaient censés jouer un rôle de catalyseur, mais les banques commerciales ont refusé de jouer le jeu et de prêter à ces pays. La pratique du FMI consistant à accorder des prêts à des débiteurs qui ont accumulé des arriérés sur la dette envers des créanciers privés remonte au Plan Brady de 1989, lorsque les banques commerciales, ayant constitué des provisions suffisantes et réduit leurs créances sur les pays en développement, n'étaient plus disposées à collaborer à une restructuration de la dette du tiers monde. Par une décision prise en septembre 1998, le Conseil d'administration du FMI a officiellement reconnu que ce type de prêt faisait partie de la

politique du FMI, et il a élargi cette pratique de façon qu'elle s'applique également aux obligations et aux crédits non bancaires, dans l'espoir que cela aiderait les pays qui mettent en œuvre un programme d'ajustement approuvé par le Fonds à restructurer leur dette envers le secteur privé⁷.

L'importance qu'on accorde aujourd'hui au fait de subordonner l'aide officielle à une participation du secteur privé impliquerait que les institutions officielles s'engagent à ne pas prêter davantage ou annuler une partie de la dette à moins que les créanciers privés ne fassent eux aussi un effort en reportant les échéances, en accordant de nouveaux crédits ou en restructurant leurs créances. Cette stratégie vise non seulement à limiter le risque moral (dans le cas des créanciers privés), mais aussi à répartir équitablement le fardeau entre les créanciers privés et les créanciers officiels. Son principe fondamental est qu'aucune aide publique ne doit être fournie si les débiteurs n'obtiennent pas certains aménagements des créanciers privés et que toutes les catégories de créanciers privés doivent assumer leur part du fardeau⁸. En 1999, les créanciers du Club de Paris ont expressément demandé au Pakistan de chercher à obtenir un traitement comparable de ses créanciers privés (porteurs d'obligations) en rééchelonnant ses euro-obligations. Toutefois, ce principe ne semble pas avoir été appliqué dans le cas du récent plan d'aide officielle à l'Equateur, le FMI n'ayant pas exigé que ce pays conclue un accord de

restructuration avec les porteurs de ses obligations Brady avant de pouvoir obtenir une aide officielle (voir encadré 6.2; et Eichengreen and Ruhl, 2000 : 19).

Il ne fait pas de doute que l'importance accordée au partage du fardeau et à l'égalité de traitement des créanciers privés et officiels constitue un progrès majeur par rapport aux stratégies appliquées dans les années 80 et dans les crises les plus récentes des pays émergents. A ces occasions, les interventions officielles ont été conçues essentiellement pour faire en sorte que les Etats débiteurs continuent d'assurer le service de leur dette envers les créanciers privés et la priorité de la dette multilatérale n'a pas été contestée. Toutefois, le fait d'insister sur un partage équitable du fardeau entre les créanciers n'améliore pas nécessairement la situation en ce qui concerne un aspect plus important encore, celui de la répartition du fardeau entre débiteurs et créanciers.

A cet égard, il est essentiel de se demander si une stratégie qui subordonne l'aide officielle à une participation du secteur privé pourrait faciliter une restructuration plus rationnelle de la dette envers les créanciers privés. La principale justification de cette stratégie est que, si le Fonds refusait de prêter à un pays en difficulté à moins que les créanciers privés ne commencent par prolonger leurs créances, ces derniers s'exposeraient à une cessation de paiement pure et simple, ce qui les encouragerait à négocier avec le débiteur pour conclure un accord. Son principal défaut est que, si la cessation de paiement n'est pas très coûteuse, les créanciers n'auront guère intérêt à restructurer leurs créances. En revanche, si le coût risque d'être très élevé, le FMI ne peut pas rester passif, car la crise menacerait sérieusement la stabilité financière internationale, sans parler de celle du pays concerné. Le refus d'intervention du FMI ne serait pas plus crédible que, par exemple, l'annonce par un gouvernement qu'il n'interviendra pas pour sauver les personnes qui ont construit leur maison dans une plaine inondable⁹. Ce dilemme est un argument très fort en faveur de règles explicites interdisant de construire dans les plaines inondables ou interdisant aux créanciers de « dépecer » le débiteur¹⁰.

Il semble donc qu'une stratégie crédible visant à faire participer le secteur privé au règlement des crises devrait combiner un moratoire temporaire et une limitation rigoureuse de l'accès aux ressources du Fonds. D'ailleurs, ces dernières années, un nombre croissant d'observateurs se sont prononcés en faveur d'une telle stratégie¹¹. Selon certains, on pourrait limiter l'accès aux ressources du Fonds en demandant des taux d'intérêt prohibitifs. Toutefois,

comme il est peu probable que cela suffise à limiter les emprunts d'urgence en cas de crise, il faudra compléter cette mesure par des limites quantitatives. Dans un rapport récent sur la réforme de l'architecture financière internationale, le Council on Foreign Relations (CFR) des Etats-Unis a soutenu que le FMI devrait appliquer systématiquement une limite d'accès égale à 100% de la quote-part par an et à 300% au total, et que les pays devraient pouvoir imposer un moratoire unilatéral lorsque ce financement ne suffit pas à stabiliser le marché financier et la balance des paiements. Les montants engagés dans de récentes interventions dans des pays émergents en crise, à commencer par celles menées en faveur du Mexique en 1995, ont largement dépassé ces limites, étant compris entre 500 et 1900% des quotes-parts.

Toutefois, si l'on fixe de telles limites, il faudra tenir compte du fait que les quotes-parts du FMI ont augmenté moins rapidement que la production et le commerce mondiaux et les flux financiers internationaux, et que leur niveau actuel n'est peut-être pas adapté pour déterminer le montant des opérations de sauvetage du FMI. D'après une estimation, si l'on voulait ajuster les quotes-parts en leur appliquant le taux de croissance de la production ou du commerce mondiaux depuis 1945, il faudrait les multiplier par trois ou par neuf respectivement (Fischer, 1999). Dans une proposition antérieure formulée par le FMI à la veille de la crise mexicaine, consistant à créer une facilité de financement à court terme pour les interventions en cas de crise financière, on avait évoqué la possibilité d'un plafonnement à 300% des quotes-parts (voir *Rapport sur le commerce et le développement 1998*, chap. IV, sect. B.4). Ces montants paraissent plus réalistes que les actuelles limites d'accès ordinaires.

Les ressources du FMI ne sont pas la seule possibilité de financement d'intervention en cas de crise et, dans de nombreux cas, les concours apportés par les grands pays créanciers ont été encore plus importants. Cela a souvent permis à ces pays de faire prévaloir leurs intérêts dans la conception des programmes de sauvetage, notamment en ce qui concerne les conditions dont les prêts sont assortis. Il est très probable que les grands pays créanciers continueront d'agir de la sorte dès que leurs intérêts leur paraissent être en jeu et il se peut même que certains pays débiteurs préfèrent conclure des accords bilatéraux avec eux plutôt que de passer par la voie multilatérale. Toutefois, le plafonnement de l'accès aux ressources du Fonds devrait être respecté abstraction faite des prêts bilatéraux accordés aux pays en crise. En outre, il est souhaitable de conserver une séparation entre ces arrangements

Une stratégie crédible visant à faire participer le secteur privé au règlement des crises devrait combiner un moratoire temporaire et une limitation rigoureuse de l'accès aux ressources du Fonds.

QUELQUES RÉCENTS ACCORDS DE RESTRUCTURATION DE LA DETTE OBLIGATAIRE

Plusieurs accords récents de restructuration de la dette obligataire de pays émergents ont été largement salués par la communauté internationale au motif qu'ils auraient amené certains investisseurs à abandonner l'idée fallacieuse que les obligations internationales émises par des Etats étaient à l'abri de toute restructuration (IMF, 2000a : 10). Toutefois, ils montrent aussi que le dispositif institutionnel actuel ne comporte pas de mécanisme permettant une restructuration concertée de la dette obligataire des Etats et que le processus peut être complexe et épuisant¹. Il n'est pas indispensable que les documents contractuels contiennent une clause d'action collective pour forcer les porteurs d'obligations à s'asseoir à la table des négociations. Une menace crédible de non-paiement peut être tout aussi efficace. Toutefois, même ainsi, il n'est pas sûr que les débiteurs obtiennent un allègement sensible de la dette, surtout par rapport à sa valeur au prix du marché.

Le **Pakistan** a restructuré sa dette obligataire internationale à la fin de 1999 sans invoquer les clauses d'action collective qui figuraient dans ses contrats, préférant une offre facultative d'échange de ses euro-obligations en circulation contre un nouvel instrument d'une durée de six ans, offre qui a été acceptée par la majorité des porteurs. Les problèmes de communication étaient limités car les obligations étaient détenues par une poignée d'investisseurs pakistanais. On pense que l'existence de clauses d'action collective et d'un trustee, ainsi que le fait que le Club de Paris a demandé au Pakistan d'appliquer aux euro-obligations un traitement comparable, s'ajoutant à la menace crédible d'une cessation de paiement, a beaucoup contribué à dissuader les porteurs d'obligations de refuser l'échange². Toutefois, les conditions de l'échange étaient plus favorables aux porteurs que le prix du marché du moment et les nouvelles obligations étaient plus liquides. D'après le FMI, les créanciers ont dû accepter une perte par rapport à la valeur nominale de leurs titres mais pas par rapport à leur valeur marchande, et même si l'impact initial de la restructuration sur le profil de l'endettement du Pakistan a été légèrement positif, en 2001, on estime que le niveau du service de la dette sera aussi élevé qu'avant la restructuration et il restera plus élevé jusqu'à l'échéance de la nouvelle obligation (IMF, 2000b : 137 et tableau 5.2).

L'**Ukraine** a invoqué les clauses d'action collective incluses dans quatre de ses contrats d'émission d'obligations pour une restructuration qui s'est conclue en avril 2000. Contrairement aux obligations émises par le Pakistan, les obligations ukrainiennes étaient largement réparties dans le public, notamment en Allemagne, mais l'Ukraine a néanmoins réussi à obtenir l'accord de plus de 95% des porteurs d'obligations encore en circulation. Comme au Pakistan, l'échange n'a entraîné qu'une prolongation de la durée de remboursement du principal et aucun allègement de la dette puisque le prix d'échange était en fait supérieur au cours du marché (IMF, 2000b, tableau 5.2).

L'**Equateur** a commencé à avoir de sérieuses difficultés à verser les intérêts sur ses obligations Brady à partir du milieu de 1999 et a suspendu ses paiements durant le deuxième semestre. Comme un report des échéances n'aurait pas suffi, il a cherché à obtenir une importante réduction du montant de la dette en offrant d'échanger les obligations en circulation contre des obligations internationales émises au cours du marché mais avec une durée de 20 ans. Les porteurs ont refusé cette offre et ont au contraire voté en faveur d'un remboursement anticipé. Après plusieurs tentatives infructueuses, l'Equateur a invité huit des principaux investisseurs institutionnels détenteurs d'obligations à former un groupe consultatif, chargé d'offrir un cadre officiel de communication avec les porteurs d'obligations mais pas de négocier les conditions d'un échange. A la mi-août, les porteurs ont accepté d'échanger les obligations Brady que l'Equateur avait cessé de rembourser contre des obligations à 30 ans, avec une réduction de 40% du principal, alors qu'à l'époque elles se traitaient sur le marché avec une décote supérieure à 60%. Par conséquent, sur la base de la valeur marchande, les créanciers ont réalisé un gain³.

¹ A propos de ces restructurations, voir de la Cruz (2000) ; Eichengreen and Ruhl (2000) ; Buchheit (1999) ; et IMF (2000b ; encadré 5.3).

² On trouvera dans Eichengreen and Ruhl (2000 : 26-28) un point de vue différent sur les effets de la demande du Club de Paris.

³ Pour une analyse de la restructuration de la dette équatorienne, voir Acosta (2000).

bilatéraux ad hoc et les crédits multilatéraux afin de limiter l'influence de quelques-uns des principaux actionnaires du Fonds sur la politique menée par celui-ci.

Une des questions fondamentales est de savoir s'il conviendrait de dépasser les limites d'accès dans certaines situations. Par exemple, tout en se prononçant en faveur de limites strictes, le CFR suggère dans son rapport que dans les rares cas dans lesquels la crise paraît systémique (c'est-à-dire lorsqu'il y a une crise qui concerne plusieurs pays et que la non-intervention pourrait être une menace pour l'économie mondiale, et qu'en outre les investisseurs et créanciers privés ne parviennent pas à faire la distinction entre les emprunteurs solvables et les autres), le FMI pourrait recourir à des mécanismes de sauvetage « systémiques » (CFRTF, 1999 : 63). Le CFR proposait de créer un mécanisme afin d'éviter la contagion, qui serait financé par une allocation exceptionnelle de droits de tirage spéciaux (DTS)¹² et remplacerait les mécanismes existants du FMI pour les crédits en cas de crise (voir encadré 6.3).

Les préoccupations qui motivent les différentes politiques de crédit en cas de crise systémique ou non

systémique peuvent être justifiées, mais dans la pratique le dépassement des limites de crédit ordinaires laisserait une marge de manœuvre considérable pour le montage de grandes opérations de sauvetage et donnerait au FMI un pouvoir discrétionnaire excessif. Cela impliquerait notamment que, dans le cas des crises qui ne sont pas considérées comme systémiques, l'accès des pays concernés aux ressources du Fonds serait strictement limité, mais ces pays auraient la possibilité d'imposer un moratoire unilatéral. Toutefois, dans les crises touchant de grands pays émergents, on continuerait de préférer les opérations de sauvetage multilatéral au moratoire. Cette hypothèse tendrait à être confirmée par quelques crises récentes : dans le cas du Pakistan et de l'Equateur, les pays en crise ont répudié leur dette (voir encadré 6.2), tandis que dans le cas de l'Argentine et de la Turquie le FMI a monté une opération de sauvetage (voir chapitre II). Dans ces différents cas, la crise était due essentiellement au régime de taux de change appliqué par les pays concernés et non à un effet de contagion internationale. Toutefois, on considère généralement qu'en l'absence d'interventions ces crises auraient pu se propager à d'autres pays émergents.

E. Arrangements facultatifs et dispositions contractuelles

Comme nous l'avons vu plus haut, on attache aujourd'hui beaucoup d'importance aux mécanismes incitatifs visant à amener le secteur privé à contribuer à la gestion et au règlement des crises. Toutefois, en raison de certaines caractéristiques de la dette extérieure des pays en développement, il est extrêmement difficile de faire fond sur de tels mécanismes, en particulier lorsqu'il s'agit d'obtenir rapidement une suspension des paiements et un renouvellement des créances. En particulier, les créanciers et les débiteurs sont très dispersés et il existe une multitude de contrats de crédit, qui prolifèrent en raison de l'intégration et du développement du marché international des capitaux ainsi que d'innovations dans les moyens d'obtenir des capitaux étrangers. De ce fait, l'efficacité de certains des mécanismes facultatifs employés par le passé a beaucoup diminué.

L'évolution la plus importante à cet égard est probablement le fait que les émissions d'obligations internationales ont supplanté les crédits bancaires consortiaux dans le financement des pays émergents; en effet, pour les raisons que nous verrons plus loin, il est beaucoup plus difficile de restructurer une dette obligataire qu'une dette bancaire. Dans l'entre-deux-guerres, époque durant laquelle les pays émergents pouvaient assez facilement accéder au marché obligataire, il était fréquent que les Etats émettent des obligations. Toutefois, la crise financière mondiale de la fin des années 20 et du début des années 30 a provoqué de nombreuses cessations de paiement et, par la suite, jusqu'aux années 90, les pays émergents n'ont plus guère eu recours au marché obligataire. La part des obligations dans la dette à long terme publique ou garantie par l'Etat des pays en développement était d'environ 6,5% en 1980, mais

Encadré 6.3

RÉCENTES INITIATIVES CONCERNANT LES PRÊTS DU FMI EN CAS DE CRISE

Le FMI a pris récemment des mesures pour renforcer sa capacité de financement des pays en crise, même si cette capacité reste inférieure à ce qu'on attendrait d'un véritable prêteur international en dernier recours¹. La Facilité de réserve supplémentaire (FRS), dont la création a été approuvée par le Conseil d'administration du FMI en réponse à l'aggravation de la crise d'Asie de l'Est en décembre 1997, est conçue pour apporter aux pays ayant des difficultés de paiement exceptionnelles des concours illimités, mais dans le cadre d'un accord de confirmation ou d'un accord élargi assorti de conditions très rigoureuses (IMF, 1998 : 7). Toutefois, les moyens de la FRS dépendront des ressources du Fonds qui, si l'on en juge d'après les cas récents, sont probablement insuffisantes pour des interventions de grande ampleur.

La Ligne de crédit préventive (LCP), créée au printemps 1999, est conçue comme une ligne de première défense sous forme de financements à court terme, qui seraient mis à la disposition des pays ayant des problèmes de balance des paiements dus à une contagion financière internationale (IMF, 1999). Ainsi, contrairement à la FRS, qui est conçue pour les pays en crise, la LCP est un mécanisme préventif. Les pays peuvent y accéder s'ils remplissent au préalable des conditions concernant différents indicateurs macroéconomiques et financiers et respectent des normes internationales dans des domaines comme la transparence, le contrôle bancaire, la qualité des relations bancaires et des mécanismes de financement du secteur privé. Il faut que les pressions subies par le compte de capital et les réserves internationales du pays demandeur résultent d'une perte soudaine de confiance parmi les investisseurs, déclenchée essentiellement par des facteurs externes. De plus, même s'il n'y a pas de limite expresse quant au montant des fonds disponibles, comme la FRS, la LCP dépend du niveau des ressources du Fonds. Au départ, on pensait que son caractère préventif limiterait le montant des tirages effectifs, et en fait jusqu'à présent aucun pays n'a demandé à en bénéficier. Selon certains observateurs, les conditions initiales n'incitaient pas les pays à demander la préqualification car les commissions et intérêts perçus par le FMI étaient les mêmes pour la LCP que pour la FRS. De plus, l'accès n'était pas automatique, mais subordonné à une évaluation des politiques appliquées par le pays et des risques de contagion faite par le Conseil d'administration. En septembre 2000, celui-ci a décidé de réduire les commissions et de permettre un accès automatique dans certains cas, afin d'accroître l'utilité potentielle de la LCP (IMF, 2000e), mais celle-ci semble souffrir de problèmes de conception plus sérieux. En particulier, les pays semblent vouloir éviter d'y recourir de crainte que les marchés financiers internationaux n'interprètent cela comme un signal d'alerte et ne ferment le robinet du crédit².

¹ Pour une analyse de ces mesures, voir IMF (2000d). Pour une analyse des questions que soulève la mise en place d'un prêteur international en dernier recours, voir *Rapport sur le commerce et le développement 1998* (chap. IV, sect. B.4), et Akyüz and Cornford (1999).

² Pour une évaluation antérieure qui va dans le même sens, voir Akyüz and Cornford (1999 : 36). Pour une évaluation plus récente, voir Goldstein (2000 : 12-13).

par la suite elle a rapidement augmenté pour atteindre quelque 21% en 1990 et près de 50% en 1999 (World Bank, 2000). Dans le cas de la dette privée non garantie par l'Etat, la proportion est moins élevée, mais elle a aussi beaucoup augmenté, passant d'environ 1% en 1990 à quelque 24% en 1999. D'après l'Institute of International Finance (IIF), entre 1992 et 1998, sur un total d'environ 1 400

milliards de flux de capitaux nets dans 29 grands pays émergents, 23% provenaient de banques commerciales et 27% d'autres créanciers privés, essentiellement sous forme d'obligations (IIF, 1999, tableau 1).

Autre évolution importante, les prêts au secteur privé représentent une proportion croissante des prêts internationaux aux pays émergents. Dans les années

80, la part des dettes publiques ou garanties par l'Etat dans le total de la dette à long terme des pays en développement dépassait 75%, mais elle était tombée à moins de 60% en 1999. En conséquence, les débiteurs sont aujourd'hui beaucoup plus dispersés qu'autrefois. Une grande partie des emprunts du secteur privé sont des crédits interbancaires, mais dans certains pays émergents les prêts directs aux entreprises ne sont pas négligeables. En Indonésie par exemple, ces prêts représentaient plus de trois quarts de la dette privée. De plus, dans les pays en développement, les crédits bilatéraux représentent une proportion croissante de la dette extérieure du secteur privé, tandis que la proportion des crédits consortiaux a diminué, ce qui implique aussi une plus grande dispersion des créanciers. L'univers des créanciers est encore élargi par les mécanismes de refinancement et les produits dérivés, qui permettent de céder l'intérêt économique correspondant à la créance initiale à un tiers (Yianni, 1999 : 81-84).

D'autres caractéristiques de la dette des pays émergents ont tendance à faciliter la désertion rapide des créanciers, ce qui réduit les possibilités de solutions concertées. La plus importante est sans doute le raccourcissement de la durée des crédits bancaires. Au milieu des années 80, les crédits d'une durée inférieure à un an représentaient quelque 43% du total des crédits bancaires, mais cette proportion est montée jusqu'à près de 60% à la veille de la crise asiatique, avant de retomber ensuite à 50% environ. De même, la multiplication de clauses de défaillance croisée et de remboursement anticipé, ainsi que les options de remboursement intégrées dans les contrats de prêt permettent à un nombre croissant de créanciers de refuser de participer au règlement d'une crise, si bien qu'il est plus difficile aux débiteurs et aux créanciers de se mettre d'accord sur un moratoire et une restructuration volontaires¹³.

Plusieurs propositions visent à faciliter la participation volontaire du secteur privé au règlement des crises. Pour les analyser, il est utile de faire une distinction entre les clauses des contrats d'émission d'obligations et les autres arrangements contractuels ou concertés conçus pour faire contribuer le secteur privé au règlement des crises.

1. Restructuration des dettes obligataires et clauses d'action collective

Comme nous l'avons déjà signalé, ce n'est que depuis peu que la communauté internationale (mais pas nécessairement tous les acteurs des marchés financiers) accepte l'idée qu'il pourrait être nécessaire de restructurer non seulement les crédits bancaires mais aussi les obligations émises par les Etats. Les pays émergents qui avaient émis des obligations dans les années 70 et 80 ont généralement

continué de payer les intérêts et de rembourser le principal durant la crise de la dette des années 80, tout en restructurant leur dette envers les banques commerciales, et ce facteur semble avoir beaucoup contribué à l'expansion rapide des émissions d'obligations dans les années 90, qui ont souvent été préférées au crédit bancaire. En raison de cette expansion et de la multiplication de crises financières aiguës, la restructuration de la dette obligataire est amenée à jouer un rôle plus important, en particulier dans le cas des obligations émises par les Etats.

Toutefois, la restructuration d'obligations soulève de sérieuses difficultés qu'on ne rencontre pas lorsqu'il s'agit de restructurer ou de rééchelonner des crédits consortiaux. Premièrement, il y a un problème de représentation collective qui est beaucoup plus délicat dans le cas des obligations que dans celui des prêts bancaires. Ce problème est lié aux difficultés de communication entre l'émetteur et les porteurs; en général, les porteurs d'obligations sont anonymes et très diversifiés, et l'on trouve parmi eux aussi bien des investisseurs institutionnels que des particuliers. Cette difficulté de communication est aggravée par le fait que les obligations sont échangées sur le marché secondaire. De plus, il y a les obstacles légaux à la création de circuits de communication entre émetteurs et porteurs, et le traitement des porteurs d'obligations qui ne participent pas à la restructuration pose des problèmes délicats, qui varient selon le droit appliqué. Comme les contrats d'émissions d'obligations sont régis par des législations différentes, il est difficile d'appliquer une procédure de restructuration uniforme. De plus, les dispositions actuelles encouragent les porteurs à refuser de participer au règlement et à engager des poursuites car, contrairement à ce qui se pratiquait dans l'entre-deux-guerres, les Etats qui émettent des obligations sont souvent tenus de renoncer à l'immunité souveraine. Les Etats débiteurs ne jouissent pas de la protection accordée aux débiteurs privés par les procédures nationales de faillite, qui interdisent souvent la dissidence des créanciers.

Quelles que soient les dispositions contractuelles et légales qui régissent une obligation, l'Etat émetteur, lorsqu'il a de graves difficultés financières, peut toujours offrir d'échanger les obligations déjà émises contre de nouvelles obligations assorties de conditions différentes. Toutefois, en raison des problèmes de communication et du refus de coopération de certains créanciers, il est difficile de mettre en œuvre de telles solutions. C'est pourquoi, depuis la crise mexicaine, on incite de plus en plus les pays émergents qui émettent des obligations internationales à inclure dans le contrat une clause dite d'action collective, pour améliorer la communication avec les porteurs et faciliter la restructuration¹⁴. Ces clauses paraissent particulièrement souhaitables dans le cas des Etats,

qui ne bénéficient pas de la protection du code des faillites. On peut distinguer trois grands types de clauses d'action collective :

- Les *clauses de représentation collective*, pour désigner un représentant des créanciers chargé de coordonner les négociations entre l'émetteur et les porteurs;

- Les *clauses de décision à la majorité*, qui permettent à une majorité qualifiée (souvent 75%) des porteurs d'approuver une modification des conditions de remboursement contraignante pour tous les porteurs, ce qui empêche qu'une minorité bloque la situation; et

- Les *clauses de partage*, qui visent à faire en sorte que tous les paiements effectués par le débiteur sont répartis entre les porteurs d'obligations au prorata, et doivent éviter des actions en justice isolées.

Il convient de signaler que l'inclusion de telles clauses dans les contrats d'émissions d'obligations, là où elles sont autorisées par la loi, est facultative et dépend souvent des usages. En général, les émetteurs adoptent les usages en vigueur dans le pays du for. Les émissions d'obligations régies par le droit anglais ou le droit de New York ne comportent généralement pas de clauses de représentation collective. Les émissions régies par le droit anglais contiennent systématiquement une clause de décision à la majorité, mais pas celles qui sont régies par le droit de New York, même si celui-ci ne les interdit pas dans le cas des obligations d'Etat. De même, les émissions régies par le droit allemand ou japonais ne contiennent en général pas de clauses de décision à la majorité. En pareil cas, toute modification des conditions de remboursement exige une décision unanime des porteurs. Cela vaut aussi pour les obligations Brady, même lorsqu'elles sont régies par le droit anglais. Apparemment, l'inclusion d'une règle d'unanimité est la principale raison pour laquelle le plan Brady a dû être mis en œuvre sous forme d'un échange de créances contre des obligations, plutôt qu'au moyen d'une modification des contrats de prêt existants (Buchheit, 1999 : 9). Les contrats de prêts bancaires consortiaux contiennent presque toujours des clauses de partage, mais celles-ci sont rares dans les émissions d'obligations car les investisseurs considèrent souvent qu'elles empêchent le créancier de faire valoir sa créance¹⁵. En raison de l'absence de clause de partage et de la renonciation à l'immunité souveraine, les porteurs d'obligations ont d'amples possibilités de résister à une restructuration et d'engager des actions en justice pour obtenir un recouvrement individuel.

D'après les données disponibles, le tiers environ des obligations émises par les pays émergents dans les années 90 étaient régies par le droit anglais; la proportion d'obligations régies par le droit de New York était moins élevée, mais supérieure à 25%, et venaient ensuite le droit allemand (un peu moins d'un cinquième) puis le droit japonais (environ 13%). Il semble que les pays émergents d'Asie et surtout d'Amérique latine ont généralement préféré le droit de New York à celui de l'Angleterre. Le droit japonais régit rarement les émissions d'obligations des pays d'Amérique latine, mais il régit environ le quart des émissions de pays asiatiques, et c'est le contraire pour le droit allemand. Entre 1995 et 2000, la proportion d'obligations régies par le droit de New York a augmenté, mais il est difficile de savoir si cela est lié à la multiplication des crises financières dans les pays émergents (Dixon and Wall, 2000 : 145-146; Eichengreen and Mody, 2000a, tableau 1).

On estime que la moitié environ des obligations internationales en circulation, y compris celles des pays industriels, ne comportent pas de clauses d'action collective, et la proportion est encore plus grande dans le cas des obligations émises par des pays émergents. Les pays émergents craignent que ces clauses limitent leur accès au marché et renchérissent leurs emprunts car elles impliqueraient une plus grande probabilité de défaillance, et insistent donc pour qu'elles soient introduites d'abord dans les émissions des pays industriels. Certains pays industriels, comme le Canada et le Royaume-Uni, ont récemment décidé d'inclure ou d'élargir les clauses d'action collective dans leurs émissions d'obligations internationales, pour encourager les autres pays et en particulier les pays émergents à y recourir plus largement. Les organismes représentant les investisseurs internationaux du secteur privé considèrent que les clauses de décision à la majorité sont acceptables, à condition que le seuil soit fixé entre 90 et 95%, mais préfèrent les offres d'échange facultatives, et ils sont opposés à ce que l'on impose l'inclusion d'une clause d'action collective dans les contrats d'émissions d'obligations (IMF, 2000b : tableau 5.2; Dixon and Wall, 2000 : tableau 2).

L'analyse des données ne permet pas de tirer une conclusion quant à l'incidence des clauses d'action collective sur le coût des obligations internationales (BIS, 1999; Eichengreen and Mody, 2000b; Dixon and Wall, 2000). En fait, ces clauses pourraient avoir deux effets contraires. D'une part, elles peuvent accroître la probabilité de défaillance aux yeux des investisseurs, puisqu'elles peuvent créer

Les pays émergents craignent que les clauses d'action collective ne limitent leur accès au marché et renchérissent leurs emprunts, car elles impliqueraient une plus grande probabilité de défaillance, mais l'analyse des données ne permet pas de tirer une conclusion sur le coût des obligations internationales.

un risque moral, ce qui impliquerait une augmentation de la prime. D'autre part, en cas de défaillance, elles aident les investisseurs à recouvrer leurs créances en facilitant la restructuration. L'effet global dépend du poids que les investisseurs accordent à ces deux facteurs. Dans le cas des pays ayant une bonne note de crédit, l'effet positif pourrait être prépondérant si bien que l'inclusion d'une clause d'action collective pourrait en fait réduire le coût du financement. En revanche, pour les pays jugés peu solvables, ces clauses pourraient bien accroître considérablement la prime de risque sur les nouvelles émissions d'obligations.

Faute d'une expérience suffisante, il est difficile de dire si l'introduction de clauses d'action collective dans les contrats d'émissions d'obligations aurait une grande influence sur la restructuration de la dette¹⁶. Quoiqu'il en soit, même si les pays émergents introduisaient rapidement de telles clauses dans leurs nouvelles émissions d'obligations, cela n'aurait dans un premier temps qu'une incidence limitée étant donné qu'il existe un stock considérable d'obligations déjà émises qui ne comportent pas de telles clauses. En outre, les pays émergents ont rarement invoqué ces clauses, même lorsqu'elles figuraient dans les contrats d'émissions, en partie de peur que les assemblées de porteurs d'obligations puissent être employées pour mobiliser une opposition contre les tentatives de restructuration de la dette et pour exiger le remboursement immédiat (lequel nécessite en général l'approbation de 25% des porteurs). Il est clair que ces risques ne sont pas négligeables, car la décision définitive concernant la restructuration appartient aux porteurs d'obligations et l'Etat emprunteur ne peut pas demander aux tribunaux d'approuver le plan de restructuration, comme peuvent le faire par exemple les entreprises qui ont émis des obligations en vertu de certaines dispositions du Code des faillites des Etats-Unis.

Pour évaluer le rôle que pourraient jouer les clauses d'action collective dans la mise à contribution du secteur privé au règlement des crises, il importe de faire une distinction entre les moratoires et la restructuration de la dette. En ce qui concerne les émissions d'obligations, la pratique actuelle ne laisse guère de possibilités d'obtenir rapidement un moratoire volontaire¹⁷. Pour pouvoir obtenir une telle décision, il faut avoir un interlocuteur représentatif, tel qu'un trustee ou un comité de représentants des porteurs, ainsi que des clauses qui interdisent aux porteurs d'engager des poursuites individuelles et/ou des clauses de partage. Comme on l'a déjà vu, les investisseurs privés sont très opposés à l'inclusion de telles clauses dans presque tous les pays et il est peu probable qu'elles puissent être introduites sur la base

du volontariat. Les clauses de décision à la majorité à elles seules ne permettent pas d'obtenir un moratoire volontaire dans des délais relativement brefs ni d'imposer cette décision aux porteurs dissidents, car leur application implique une procédure lourde qui laisse aux dissidents largement le temps d'étrangler le débiteur.

Les investisseurs privés font souvent observer que les grandes crises financières dans les pays émergents n'ont pas été déclenchées par des initiatives telles que poursuites en justice ou par des tentatives de dépeçage émanant des porteurs d'obligations de l'Etat, mais par la fuite de capitaux fébriles (Buchheit, 1999 : 7). Cela est certainement vrai dans le cas de l'Asie de l'Est, où la dette

obligataire publique était généralement négligeable. Toutefois, en raison de l'expansion rapide du marché obligataire, le fait d'accorder aux porteurs d'obligations une possibilité illimitée d'engager des poursuites ou d'obtenir la saisie des actifs pourrait être une source d'instabilité considérable. Comme nous l'avons déjà vu, la volonté actuelle des créanciers officiels de faire participer le secteur privé au règlement des crises ne suffira probablement pas à inciter les créanciers privés à accepter un moratoire volontaire et un report des échéances en temps de crise.

Les conséquences d'une suspension unilatérale du remboursement des obligations pourraient être plus sérieuses que le fait de ne pas rembourser la dette bancaire, car elles se répercuteraient immédiatement sur les marchés secondaires. Une forte hausse de la prime de risque et une chute brutale du cours des obligations offriraient alors des occasions extrêmement profitables aux investisseurs dits « vautours », qui pourraient acheter les obligations avec une décote importante et engager des poursuites pour s'approprier des actifs¹⁸. D'autre part, comme l'ont montré certaines opérations récentes de restructuration de la dette obligataire, même lorsqu'un moratoire unilatéral débouche sur un accord de restructuration, le processus est généralement chaotique et il n'apporte pas toujours un soulagement notable au débiteur (voir encadré 6.2).

Par conséquent, une solution pourrait être de combiner un moratoire contraignant, approuvé à l'échelon international, et des clauses de décision à la majorité pour empêcher le dépeçage du débiteur et faciliter la restructuration volontaire. Buitert et Silbert (Buitert and Silbert, 1999) préconisent une approche contractuelle du moratoire, laquelle exigerait que tous les accords de prêts internationaux comportent une option de renouvellement automatique et universel de la dette, moyennant une pénalité. Toutefois, il est peu

En ce qui concerne les émissions d'obligations, la pratique actuelle ne laisse guère de possibilités d'obtenir rapidement un moratoire volontaire.

probable qu'une telle clause puisse être introduite sur la base du volontariat et cela exigerait donc un instrument international contraignant. Une autre possibilité consisterait à habiliter le FMI à imposer ou à approuver une suspension du remboursement des obligations dès le début d'une crise (voir par exemple Miller and Zhang, 1998). Le Fonds pourrait compléter cette mesure en continuant d'accorder des crédits, si nécessaire, pour éviter que les pays débiteurs soient étranglés par le manque de liquidités et pour encourager une restructuration rapide. La restructuration elle-même devrait être régie par un accord volontaire entre les porteurs et l'émetteur, sous réserve des obligations figurant dans le contrat d'émission. Il n'est ni possible ni souhaitable d'habiliter le FMI ou tout autre organisme international à imposer une restructuration de la dette des Etats, de façon analogue à ce qui se pratique dans le cas des créanciers privés en vertu des dispositions du chapitre 11 du Code des faillites des Etats-Unis. Néanmoins, le Fonds pourrait exercer une influence considérable sur le processus par le biais des conditions auxquelles il subordonne ses prêts.

Selon certains observateurs, des propositions telles que l'inclusion de clauses d'action collective et la création de comités de porteurs d'obligations sont judicieuses si la plupart des pays qui subissent une crise ont des problèmes de fond qui exigent une restructuration de la dette même en l'absence d'une opération de sauvetage, tandis que des options automatiques de renouvellement universel de la dette avec pénalités et des moratoires sanctionnés à l'échelon international seraient préférables si au contraire la plupart des crises sont dues à la fuite des capitaux, ce qui impliquerait pour rétablir l'ordre sur le marché financier il suffit de calmer le jeu pendant un certain temps (Eichengreen and Ruhl, 2000 : 4, note 4). Toutefois, les considérations ci-dessus donnent à penser qu'il faut disposer de ces deux types d'instruments car le règlement des crises exige à la fois une période de refroidissement et une restructuration de la dette. Même lorsque la crise est due à des facteurs fondamentaux, les débiteurs ont besoin de pouvoir respirer un moment, car les marchés ont tendance à réagir de façon excessive, si bien que la dévalorisation des actifs et la baisse du taux de change vont plus loin que ce qui est justifié, ce qui aggrave les difficultés financières des débiteurs. Dans ces conditions, un moratoire permettrait de disposer du temps nécessaire pour concevoir et mettre en œuvre une solution concertée.

2. Restructuration des prêts bancaires

Pour les raisons que nous avons déjà évoquées, on considère généralement qu'il est plus facile de restructurer la dette bancaire internationale que la dette obligataire publique des pays émergents, étant donné que dans ce cas il y a plus de possibilités de concertation et de volontariat. De plus, la restructuration des crédits consortiaux dans les années 80 et le renouvellement des crédits bancaires lors des crises récentes de la République de Corée et du Brésil sont souvent mentionnés comme exemples de succès de la restructuration de la dette bancaire¹⁹. Toutefois, une analyse plus fouillée de ces cas montre que les procédures présentaient de nombreuses lacunes et qu'en définitive le secteur privé, loin d'être mis à contribution, a pu s'en tirer à bon compte.

Un des principaux facteurs qui a facilité les négociations avec les banques commerciales dans les années 80 est qu'il existait des comités de représentants des banques, choisis principalement en fonction de l'importance de leurs créances sur le pays concerné. A l'évidence, cela a aidé à régler le problème de la représentation en fournissant un cadre de négociation. De plus, le fait que les contrats de crédits consortiaux comportaient des clauses de partage et l'immunité des Etats ont dissuadé les créanciers d'engager des poursuites contre les pays débiteurs. Toutefois, les décisions devaient se prendre à l'unanimité des membres du comité, qui en outre était censé conclure un accord acceptable pour les banques qui n'en faisaient pas partie. Cela laissait en fait aux banques dissidentes une grande marge de manœuvre, un peu de la même façon que dans le cas d'une émission d'obligations ne comportant pas de clause de décision à la majorité. Cette dissidence a prolongé les négociations et créé des tensions non seulement entre les débiteurs et les créanciers mais aussi parmi les créanciers eux-mêmes. Comme l'a dit un des observateurs de la restructuration des dettes publiques dans les années 80, du point de vue de l'emprunteur, le principe de l'unanimité entraîne toujours l'adoption du plus petit commun dénominateur, c'est-à-dire d'une solution acceptable pour tous les membres du comité, après consultation de leurs mandants. En d'autres termes, chaque banque participante pouvait empêcher l'adoption d'un règlement global si elle désapprouvait un seul de ses aspects (de la Cruz, 2000 : 12).

Une solution pourrait être de combiner un moratoire contraignant, approuvé à l'échelon international, et des clauses de décision à la majorité pour empêcher le dépeçage du débiteur et faciliter la restructuration volontaire.

L'objectif essentiel de ces négociations était d'éviter la cessation de paiement et de faire en sorte que le débiteur ait suffisamment de liquidités pour continuer d'assurer le service de sa dette. L'argent nécessaire était fourni par les banques créancières dans le cadre du processus de rééchelonnement, ainsi que par des créanciers officiels. Cela permettait aux banques de conserver les actifs dans leur bilan sans violer la réglementation relative à la valeur des créances. Les prêts étaient renouvelés lorsqu'ils arrivaient à échéance, mais il n'y avait ni bonification des taux d'intérêt ni allègement de la dette envers les banques commerciales.

Comme nous l'avons indiqué dans le *Rapport sur le commerce et le développement 1988*, il s'agissait d'un processus concerté, dans le cadre duquel chaque banque rééchelonnait sa créance et apportait des fonds additionnels au prorata de son exposition, le montant global étant égal à ce qui était jugé nécessaire pour éviter l'accumulation d'arriérés. En outre, le FMI subordonnait l'octroi de ressources aux pays débiteurs (pour leur permettre de continuer de verser les intérêts dus aux banques commerciales) à une mise à contribution des banques commerciales. En somme, l'intervention officielle consistait à employer de l'argent public pour payer les banques créancières, même si elle était en théorie conçue pour les faire participer au règlement de la crise. A l'issue du processus de restructuration, la dette des pays en développement envers les banques commerciales et les créanciers officiels augmentait, car ils devaient emprunter pour pouvoir continuer de payer des intérêts (*Rapport sur le commerce et le développement 1988*, première partie, chap. V).

Ces règlements négociés ont aussi entraîné une nationalisation de la dette privée dans les pays en développement lorsque l'Etat a été forcé à assumer les pertes, si bien qu'en définitive c'est le contribuable qui a payé. Par exemple, dans le cas du Chili, on a fait observer que les dettes privées ont été incluses dans le rééchelonnement négocié entre l'Etat et le comité des banques créancières étrangères. Apparemment, le gouvernement a cédé à la pression du comité. Pour que leurs intentions soient absolument claires, les banques étrangères ont apparemment limité l'octroi de crédits commerciaux à très court terme au Chili durant le premier trimestre de 1983, comme elles l'avaient déjà fait avec un certain succès une dizaine d'années auparavant. Le Fonds monétaire international, qui a participé au processus de rééchelonnement de la dette, n'a pas critiqué en public cette menace (Diaz Alejandro, 1985 : 12). Pour l'ensemble de l'Amérique latine,

avant la crise de 1982, les deux tiers environ des prêts accordés par des banques des Etats-Unis l'avaient été à des emprunteurs du secteur privé. En 1983, première année de la restructuration, la proportion de la dette garantie par l'Etat des pays emprunteurs est montée jusqu'à deux tiers et en 1985 elle a atteint 85% (UNCTC, 1991).

Ce processus de négociation interminable entre banques et débiteurs, avec la médiation des institutions internationales de financement, a duré plusieurs années sans parvenir à résoudre même partiellement le problème et à éliminer le surendettement. Les pays en développement très endettés contestaient de plus en plus ces acrobaties financières qui les obligeaient à continuer d'emprunter pour assurer le service de leur dette, et qui ont fini par contraindre certains d'entre eux à cesser de verser les intérêts et à engager une bataille judiciaire avec les banques. De leur côté, les créanciers aussi commençaient à douter de l'intérêt de jeter de l'argent dans un puits sans fond et se sont mis à revendre leurs créances sur le marché secondaire dès qu'ils avaient accumulé des provisions suffisantes. Le Plan Brady a fini par associer le secteur privé au règlement de la crise, mais le développement des pays débiteurs avait pris dix ans de retard.

Dans les crises financières plus récentes qui ont touché des pays émergents, les banques créancières ont de nouveau pu s'organiser et se regrouper pour négocier avec les débiteurs (avec la République de Corée en janvier 1998 et le Brésil en mars 1999). Là encore, dans les deux cas, la négociation n'a avancé et des accords n'ont pu être conclus qu'après une aggravation de la crise. Au Brésil, les banques ne voulaient pas reporter les échéances à la fin de 1998 et n'ont fini par y consentir qu'après l'effondrement de la monnaie. En République de Corée, le gouvernement avait déjà suspendu les paiements à la fin de 1997 et, comme le reconnaît le FMI, l'accord visant à stabiliser les créances interbancaires sur la Corée a été conclu lorsque la plupart des participants ont compris que les réserves étaient presque épuisées et que sans accord la cessation de paiement serait inévitable (IMF, 2000a : note 26). Plusieurs banques avaient déjà déserté, ce qui a aggravé la panique sur le marché des changes.

Dans ces deux cas, la restructuration de la dette a permis de souffler un peu, mais le résultat obtenu est beaucoup moins satisfaisant que si l'on avait appliqué un moratoire plus tôt. Comme l'a indiqué le Gouvernement de la République de Corée dans un rapport ultérieur au G-20, bon nombre des observateurs qui ont analysé la crise en 1997 et 1998

"Bon nombre des observateurs qui ont analysé la crise en 1997 et 1998 soutiennent que la Corée aurait pu régler ses problèmes de liquidités plus tôt si l'on avait imposé un moratoire au moment où elle a demandé l'aide du FMI."

soutiennent que la Corée aurait pu régler ses problèmes de liquidités plus tôt si l'on avait imposé un moratoire au moment où elle a demandé l'aide du FMI (Ministry of Finance and Economy, Republic of Korea, 1999 : 13), c'est-à-dire à la fin de novembre 1997²⁰. En Indonésie, la restructuration s'est faite encore plus tard qu'en République de Corée (près de huit mois après le premier programme du FMI) et n'a guère contribué à stabiliser l'économie²¹.

Il convient surtout de souligner que ces restructurations n'ont pas contraint le secteur privé à assumer les risques qu'il avait pris. Dans le cas de la République de Corée, les dettes privées ont été nationalisées par le biais d'une garantie de l'Etat. Ce procédé a également été employé plus tard pour la restructuration de la dette en Thaïlande et en Indonésie. De plus, les créanciers se sont retrouvés en meilleure posture après le rééchelonnement : il n'y a pas eu d'annulation de créances mais simplement une prolongation de leur durée, avec une augmentation de la marge d'intérêts. La marge supplémentaire était considérée comme relativement modeste, notamment en comparaison avec les intérêts demandés par la Facilité de réserve supplémentaire du FMI, mais il ne faut pas oublier que les prêts initialement consentis comportaient déjà une prime de risque²².

Malgré tous leurs défauts, on s'est aperçu que ces opérations de rééchelonnement ne pouvaient pas être reproduites dans d'autres pays. D'après le FMI, le succès du rééchelonnement de la dette coréenne a été dû à deux caractéristiques qu'on n'a guère de chances de retrouver dans d'autres cas. Premièrement, la Corée appliquait un régime assez restrictif au compte de capital, ce qui forçait une grande partie de l'épargne étrangère importée à passer par l'intermédiaire des banques coréennes. Deuxièmement, au moment où la crise a éclaté, la dette extérieure de l'Etat coréen était très faible, si bien qu'il a pu se permettre de garantir les dettes privées (IMF, 1999 : 41-42). Il est donc admis que la restructuration de la dette envers des banques étrangères peut devenir très difficile lorsque les débiteurs sont très dispersés et que les mouvements de capitaux sont libres. Cette dernière caractéristique pourrait même dissuader les banques créancières de participer à la restructuration, car cela permettrait à

d'autres investisseurs de désertir à leur détriment. Il est aussi admis qu'une restructuration concertée de la dette privée envers les banques internationales dans les pays émergents exige une garantie de l'Etat (pratique héritée des années 80, comme on l'a vu plus haut), alors que cela ne fait pas partie des principes établis pour le rééchelonnement concerté des dettes privées.

Le rééchelonnement concerté pose une autre difficulté : il faut que les organes de contrôle des banques créancières exercent une certaine pression morale. En conséquence, les grands pays industriels ont une influence considérable qu'ils n'appliqueront pas toujours de façon prévisible et équitable dans les différentes crises. Comme le reconnaît le FMI, il est probable que les organes de contrôle bancaire hésiteront beaucoup à exercer une pression morale sur les banques qui sont placées sous leur tutelle, sauf dans les circonstances extrêmes, en particulier si la crise du débiteur ne constitue pas une menace systémique pour le système bancaire national ou international (IMF, 1999 : 41-42). Une fois de plus, cela signifie que les pays dont les crises n'ont pas de caractère systémique n'auraient pas d'autre choix que d'imposer un moratoire unilatéral.

On voit donc que, dans le cas des crédits bancaires internationaux aussi, il est très difficile de réaliser une restructuration concertée et rapide pour empêcher que la désertion des créanciers n'entraîne une crise et pour faire en sorte que les créanciers assument les risques qu'ils prennent. Comme dans le cas des dettes obligataires, certaines clauses contractuelles ex ante pourraient faciliter le rééchelonnement. Une des possibilités consisterait à introduire dans les contrats de crédit interbancaires des options qui permettraient un renouvellement automatique dans certaines conditions, par exemple si le pays débiteur demande l'aide du FMI. Toutefois, à moins que tous les contrats de crédit comportent une telle clause, le fait de l'inscrire dans les seuls contrats interbancaires pourrait avoir des effets pervers en déclenchant une fuite des capitaux dès que le pays débiteur a des difficultés financières et engage des négociations avec le FMI. Quoi qu'il en soit, il est peu probable que de telles clauses soient adoptées volontairement.

F. Conclusions

En conséquence, on peut dire que le seul moyen efficace et viable de faire contribuer le secteur privé au règlement des crises dans les pays émergents serait de combiner des mécanismes volontaires conçus pour faciliter la restructuration de la dette et des moratoires temporaires, sous réserve d'approbation internationale, auxquels le pays débiteur pourrait recourir en cas de besoin. Ces mécanismes devraient être complétés par la fourniture de liquidités internationales visant essentiellement à aider les pays débiteurs à continuer d'importer et à maintenir leur activité économique, et non à leur permettre de préserver la liberté des mouvements de capitaux pour que les créanciers et les investisseurs privés puissent retirer leurs billes sans subir de pertes. En principe, l'accès ordinaire aux mécanismes de financement du FMI, à condition que les montants pouvant être mobilisés soient ajustés pour tenir compte de l'expansion de la production et du commerce mondiaux, devrait suffire à répondre à ces besoins. Dans certains cas des financements additionnels pourraient être nécessaires, mais il ne faut pas oublier que, dès lors qu'on admet des exceptions pour éviter les répercussions à l'échelle mondiale et l'instabilité systémique, ces exceptions peuvent facilement devenir la règle, ce qui aggraverait le problème du risque moral. En conséquence, il faudrait au minimum exiger une participation du secteur privé, à partir du moment où les financements officiels dépassent les limites de prêt normales ou un certain seuil, comme l'ont suggéré certains des administrateurs au Conseil d'administration du FMI.

On a écrit beaucoup de choses à propos des avantages et des inconvénients d'une suspension officiellement approuvée des paiements pour le règlement des crises financières dans les pays émergents. Certains grands pays créanciers ainsi que des investisseurs privés sont très opposés à une suspension temporaire des poursuites au motif que cela créerait un risque moral et affaiblirait la discipline exercée par le marché. Toutefois, ces objections ont été réfutées de façon convaincante par le Gouverneur adjoint de la Banque d'Angleterre:

Selon certains observateurs, le fait de prévoir expressément un moratoire pourrait avoir des effets pervers en affaiblissant le principe selon lequel les débiteurs doivent s'acquitter ponctuellement de l'intégralité de leurs obligations. Toutefois, un moratoire bien organisé devrait compléter et non remplacer les forces et la discipline du marché. Le droit des faillites des entreprises privées s'est développé lorsqu'il est devenu évident que les forces du marché ne faisaient pas que des gagnants et qu'il fallait régler rationnellement la situation des perdants. C'est ainsi que le droit des faillites soutient les mécanismes du marché.

Lorsque les débiteurs sont des Etats, la situation n'est pas différente. Un cadre bien défini pour régler les problèmes de liquidités des Etats devrait réduire l'inefficacité et l'inéquité dues au fait que les moratoires et les suspensions de poursuites se font dans le désordre. Il renforcerait le marché international des capitaux. Il n'inciterait pas plus les débiteurs à répudier leur dette que le droit des faillites n'incite les entreprises à se mettre en faillite. (Clementi, 2000)

On craint aussi que la menace d'un moratoire accélère la fuite des capitaux et aggrave donc la crise. En fait, c'est justement la raison pour laquelle les moratoires et les mesures de contrôle des changes doivent être imposés très rapidement, ce qui implique que la décision doive appartenir au pays concerné. De plus, comme nous l'avons vu plus haut, la menace d'une suspension des paiements devrait inciter les créanciers à rechercher des solutions concertées, en particulier pour la dette des Etats, ce qui éviterait justement la nécessité d'imposer un moratoire.

Certains soutiennent que les moratoires empêcheraient les pays débiteurs de retrouver rapidement le chemin des marchés financiers internationaux et les forceraient à une réduction draconienne de leurs importations, les forçant à compter uniquement sur les financements officiels, mais c'est justement pour cela qu'on peut s'attendre à ce qu'ils ne recourent à un tel expédient qu'avec prudence. Après tout, les pays qui pourraient avoir besoin d'imposer un moratoire temporaire sont probablement ceux qui sont les plus intégrés dans le marché financier mondial et qui auraient le plus à perdre s'ils prenaient une telle décision à la légère. A

La menace d'une suspension des paiements devrait inciter les créanciers à rechercher des solutions concertées, en particulier pour la dette des Etats, ce qui éviterait justement la nécessité d'imposer un moratoire.

cet égard, le cas récent de la Malaisie est instructif. La Malaisie a notamment décidé une suspension temporaire et sélective des paiements, afin d'éviter une aggravation de la crise monétaire et une multiplication des faillites. Il n'y a pas eu de sorties massives de capitaux lorsque les restrictions ont été levées en septembre 1999, et en décembre de la même année la note de crédit de la Malaisie pour sa dette en devises a été revue à la hausse et ses relations avec le marché international des capitaux se sont normalisées²³.

Les responsables de certains pays émergents craignent qu'en incluant dans l'arsenal des mesures prévues pour régler les crises financières des moratoires approuvés par la communauté internationale, et en subordonnant la fourniture de financements d'urgence à grande échelle à une plus grande mise à contribution du secteur privé, on limiterait leur accès au marché international des capitaux. Cette préoccupation est particulièrement courante dans les pays à revenus moyens dont le taux d'épargne et le taux d'investissement sont faibles et dont la croissance est irrégulière, et qui ont du mal à attirer des investissements étrangers de création dans le secteur exportateur et à renforcer ce secteur. Ces pays sont très tributaires des flux de capitaux étrangers pour couvrir le déficit de leurs opérations courantes, qui a tendance à se creuser rapidement dès que la demande intérieure augmente.

Les mesures préconisées ici auraient presque certainement pour effet de réduire quelque peu le montant global des flux financiers vers les pays émergents en dissuadant les placements spéculatifs à court terme. Toutefois, cela serait plutôt bénéfique, car ces capitaux spéculatifs ne contribuent guère au financement du développement, peuvent être très déstabilisateurs et provoquent des à-coups dans la croissance (voir *Rapport sur le commerce et le développement 1999*, chap. V, et *Rapport sur le commerce et le développement 2000*, chap. IV). Ces mesures se justifient pour des motifs similaires à ceux qui justifieraient la réglementation et le contrôle des flux de capitaux spéculatifs. Il est souvent tentant pour un pays de s'appuyer sur une vague de capitaux étrangers sans tenir suffisamment compte de ses effets à long terme. Toutefois, il est difficile d'obtenir une croissance soutenue et durable sans faire les réformes nécessaires pour remédier aux obstacles structurels et

institutionnels qui s'opposent à l'accumulation de capital et aux gains de production, réformes qui aideraient aussi à réduire la dépendance à l'égard des capitaux étrangers.

Comme nous l'avons vu plus haut, les risques de contagion touchant d'autres pays émergents semblent être la principale raison pour laquelle les institutions internationales de financement ne veulent

pas encourager les pays qu'elles pensent être d'une importance systémique à imposer des moratoires. Les effets de contagion mentionnés à cet égard sont notamment la réduction des créances sur d'autres pays, la liquidation d'actifs sur d'autres marchés pour couvrir les appels de marge ou un reflux général des fonds placés dans les pays émergents (IMF, 2000a : 22). Toutefois, en faisant du moratoire un outil normal de règlement des crises, on

influerait sur le comportement des créanciers et des investisseurs et la composition des portefeuilles, ce qui pourrait réduire ces interactions déstabilisatrices. Surtout, comme nous l'avons déjà indiqué, un tel mécanisme de restructuration concertée de la dette perturbe beaucoup moins le fonctionnement du marché financier international qu'un moratoire unilatéral sauvage.

L'un des plus importants avantages que pourrait apporter la mise à contribution du secteur privé est que cela pourrait influencer les politiques appliquées par les grands pays créanciers. La politique de taux d'intérêt et la politique de taux de change de ces pays a un impact considérable sur la compétitivité, la balance des paiements et les mouvements de capitaux dans les pays en développement débiteurs, qu'il n'est pas toujours possible de compenser par des mesures d'ajustement intérieur. D'ailleurs, la plupart des

grandes crises financières des pays émergents ont été associées à de brutales variations des taux de change, des taux d'intérêt ou de la liquidité dans les grands pays industriels. Ces derniers ne s'inquiètent pas toujours des répercussions mondiales de leurs politiques, principalement parce que les effets négatifs des crises des pays émergents sur leur marché financier ont pu être contenus, grâce en grande partie aux opérations de sauvetage. De même, le FMI n'a pas été

capable d'atténuer les effets des brutales variations de la politique monétaire ou de taux de change des Etats-Unis et des autres grands pays de l'OCDE, ce

Les mesures préconisées ici auraient presque certainement pour effet de réduire quelque peu le montant global des flux financiers vers les pays émergents en dissuadant les placements spéculatifs à court terme. Toutefois, cela serait plutôt bénéfique.

Des mécanismes efficaces permettant d'associer le secteur privé au règlement des crises dans les pays émergents inciteraient les grands pays industriels à mieux tenir compte des répercussions de leurs politiques, ce que la surveillance multilatérale n'a pas permis d'obtenir jusqu'à présent.

qui est dû principalement à l'insuffisance des modalités actuelles de la surveillance multilatérale (Akyüz and Cornford, 1999 : 31-33). Par conséquent, une meilleure répartition entre les créanciers du coût des crises des pays émergents pourrait inciter les responsables des grands pays industriels à tenir compte de l'impact que pourraient avoir leurs décisions sur ces pays. D'ailleurs, il apparaît que le risque de retombées de la crise en Fédération de Russie a joué un rôle essentiel dans la décision prise par la Réserve fédérale des Etats-Unis à la fin de 1998 de réduire les taux d'intérêt, alors qu'avant la crise on

s'attendait généralement à ce qu'elle les augmente. Comme chacun sait, le moratoire imposé par la Russie a fait subir des pertes considérables aux créanciers et aux investisseurs occidentaux et a menacé de créer un précédent incitant les pays émergents à répudier leurs obligations extérieures. On peut donc s'attendre que des mécanismes efficaces permettant d'associer le secteur privé au règlement des crises dans les pays émergents incitent les grands pays industriels à mieux tenir compte des répercussions de leurs politiques, ce que la surveillance multilatérale n'a pas permis d'obtenir jusqu'à présent.

Notes

1. Pour une analyse de la réponse à la crise asiatique, voir *Rapport sur le commerce et le développement 1998* (chap. III); et *Rapport sur le commerce et le développement 2000* (chap. IV).
2. Dans un sens plus large, il s'agit aussi d'accroître la transparence des politiques et d'améliorer la diffusion des données, car ces mesures semblent essentielles pour que les créanciers et investisseurs puissent évaluer convenablement les risques et se faire rémunérer en conséquence (voir IMF, 2000b, chap. V).
3. D'après l'Institute of International Finance, les pertes subies par les investisseurs privés depuis 1997 dans les crises des pays émergents ont atteint 240 milliards de dollars pour les actionnaires, 60 milliards de dollars pour les banques internationales et 50 milliards de dollars pour les autres créanciers privés, si l'on se fonde sur la valeur marchande des actifs (Haldane, 1999: 190). Les pertes subies par les banques étrangères dans la crise asiatique sont estimées à quelque 20 milliards de dollars (Zonis et Wilkin, 2000 : 96).
4. Il s'agit des pertes correspondant à l'ajustement au jour le jour en fonction du prix des actifs sur le marché, par opposition à la valeur comptable ou historique.
5. Au sujet de la position du secteur privé, voir IIF (1999), et IMF (2000b).
6. Sauf indication contraire, toutes les citations suivantes proviennent de la même source (IMF, 2000c). Pour une analyse plus détaillée, voir IMF (2000a). Dans un rapport antérieur du G-10, la solution de la suspension temporaire avait été envisagée : « ... Dans certains cas exceptionnels, la suspension du paiement de la dette peut être un élément indispensable du processus de règlement de la crise » (Group of Ten, 1996 : 3). Cette proposition a ensuite été appuyée par le Council on Foreign Relations Task Force (CFRTF); voir CFRTF (1999).
7. Cette mesure avait aussi été proposée antérieurement par le Groupe de travail du G-10 : « De tels prêts peuvent à la fois être un signe de confiance envers la politique appliquée par le pays débiteur et ses perspectives à long terme et un message indiquant aux créanciers non remboursés qu'ils ont tout intérêt à conclure rapidement un accord avec le débiteur » (Group of Ten, 1996 : 3).
8. A propos de ce principe et de son application récente, voir Buchheit (1999); de la Cruz (2000); et IMF (2000b).
9. Pour une analyse de ce problème, voir Kydland and Prescott (1977).
10. Voir Miller and Zhang (1998). Des arguments similaires à propos de l'inefficacité des politiques d'aide officielle pour faire contribuer le secteur privé au règlement des crises ont été employés pour préconiser l'introduction de clauses d'action collective dans les contrats d'émission d'obligations, de manière à faciliter les restructurations (voir Eichengreen and Ruhl, 2000).
11. Exception notable, le rapport Meltzer (voir International Financial Institutions Advisory Commission, 2000) préconise une réduction des concours du FMI. Pour une analyse du débat sur les prêts du FMI en période de crise, voir Goldstein (2000).
12. En créant ce mécanisme, tous les membres du Fonds accepteraient de céder leur part de l'allocation de DTS et se mettraient d'accord sur le fait que seuls les pays en développement auraient droit à y recourir. A cet égard, cette proposition se distingue nettement d'une autre consistant à autoriser le Fonds à émettre des DTS annulables en sa propre faveur, pour financer des opérations de prêt en dernier recours (en d'autres termes les DTS alloués seraient rachetés une fois la crise passée). Voir Ezekiel (1998); United Nations (1999); et Ahluwalia (1999).

13. Les clauses de remboursement anticipé permettent aux créanciers d'exiger le remboursement immédiat du principal en cas d'arriéré. Les clauses de défaillance croisée leur permettent de réclamer un remboursement anticipé si le débiteur n'a pas honoré d'autres dettes. Les options de remboursement leur permettent d'exiger le remboursement avant la date contractuelle sous certaines conditions.
14. Voir par exemple Group of Ten (1996). Cette recommandation a été répétée après la crise asiatique (voir Group of Twenty-Two, 1998). Pour une analyse des problèmes de restructuration des dettes obligataires et des clauses d'action collective, voir Eichengreen and Portes (1995); Sixon and Wall (2000); et Buchheit (1999).
15. Dans le cas des obligations régies par le droit anglais et émises en vertu d'une convention de fiducie, le "trustee" représente les intérêts de tous les porteurs et partage tous les fonds recouverts au prorata. Toutefois, ce dispositif est rarement employé pour les émissions d'obligations d'Etat (voir Yianni, 1999 : 79-81; Dixon and Wall, 2000, encadré 1).
16. Au sujet de certains cas récents de restructuration d'obligations émises par des pays émergents, voir encadré 6.2.
17. Ce constat est aussi fait dans IMF (2000a: 16).
18. La crise bulgare de 1996-1997 est souvent citée en exemple de telles situations (Miller and Zhang, 1998 : 16).
19. Voir par exemple IMF (1999: 41-42; et 2000b, chap. V) ; et Eichengreen and Ruhl (2000 : 5, note 7).
20. Pour des arguments en faveur de cette position, fondés sur l'analyse du régime de contrôle des mouvements de capitaux appliqué en Malaisie, voir Kaplan and Rodrik (2000, en particulier p. 27 et 28).
21. Pour une description de la restructuration de la dette en Asie de l'Est, voir Radelet (1999: 66-67).
22. L'accord a porté sur un total de 21 740 millions de dollars de prêts dus à 13 banques, dont la durée a été prolongée de un à trois ans, avec une majoration du taux d'intérêt comprise entre 225 et 275 points de base. La marge d'intérêt sur les prêts de la Facilité de réserve supplémentaire était de 300 points de base, soit moins que la marge maximale sur les prêts renouvelés mentionnés dans la précédente note (Ministry of Finance and Economy, Republic of Korea, 1999 : 14).
23. Voir *Rapport sur le commerce et le développement 2000*, encadré 4.1. Le FMI a reconnu qu'en effet les restrictions imposées par la Malaisie ne paraissent pas avoir eu d'incidence notable à long terme sur le comportement des investisseurs (IMF, 2000f, note 28). Il suggère que le contrôle des mouvements de capitaux a peut-être entraîné un déclin de l'IED en Malaisie, alors que l'IED a augmenté en République de Corée et en Thaïlande (ibid. : 24), mais il est très probable que le net redressement de l'IED dans ces derniers pays en 1999 a été dû à une vague d'investissements et de rachats d'entreprises déclenchée par l'effondrement du prix des actifs et du taux de change.