

ÉDITORIAL

Les projets présentés depuis 2001 pour améliorer l'architecture financière internationale sont, en grande partie, dans l'impasse. Ainsi, la réforme des institutions de Bretton Woods n'a pas vraiment progressé. Pour surmonter les blocages actuels, le rapport Cohen-Portes fait deux recommandations centrales : définir un nouveau « régime d'endettement » dans lequel les pays endettés s'engageraient à ne pas dépasser un niveau de spread de signature, fixé à l'avance ; développer les clauses d'action collective (CAC) dans les émissions obligataires, afin d'introduire un peu d'ordre et de solidarité entre les créanciers. Et le FMI jouerait un rôle préventif accru dans le contexte de ce « régime d'endettement », intervenant comme « prêteur de premier ressort » plutôt que comme prêteur de dernier ressort.

Ces recommandations sont largement discutées et complétées dans les commentaires et compléments joints. On s'en doute, l'Europe aura d'autant plus de chance de peser sur ce dossier qu'elle aura réussi à surmonter ses clivages internes à propos de l'architecture internationale.

Christian de Boissieu

n° 5/2003

SEPTEMBRE 2003

Crises de la dette : prévention et résolution

Rapport de Daniel Cohen et Richard Portes

Les crises financières se sont succédé dans les pays émergents, de la décennie perdue en Amérique latine à la crise récente en Argentine, avec des effets souvent dévastateurs. La communauté internationale n'est-elle pas mieux armée pour les prévenir et les résoudre ? Confrontée à la globalisation des marchés, la réflexion sur l'architecture financière internationale n'a-t-elle pas progressé ?

Daniel Cohen et Richard Portes, auteurs du rapport, concentrent leur attention sur les crises de la dette souveraine. Pour prévenir un certain nombre de crises qui se révèlent être ex post des crises de dette souveraine mais qui sont initialement des crises de confiance, les auteurs font la proposition originale que le FMI devienne « prêteur en premier ressort ». Pour résoudre les crises de la dette souveraine, les auteurs élaborent la feuille de route d'une approche complète, dépassant les seules lois du marché.

Le rapport a été présenté à la séance plénière du 3 octobre 2002, puis, en présence du ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, le 2 avril 2003. Cette lettre, publiée sous la responsabilité de la cellule permanente du CAE, reprend les principales conclusions tirées par les auteurs.

L'architecture financière internationale : quoi de neuf ?

En sommeil depuis les crises latino-américaines des années quatre-vingt, la réflexion sur la réforme de l'architecture financière internationale a été relancée à la suite de la crise du Mexique de 1994-1995. Cette réflexion tire les leçons des différentes crises qui ont succédé à la crise mexicaine : la crise asiatique en 1997, la crise russe de 1998, les crises du Brésil et de l'Équateur en 1999, et plus récemment celles de Turquie et d'Argentine de 2001-2002. Elle tient aussi compte de la profonde transformation des marchés financiers internationaux au cours des vingt dernières années : la formidable explosion des flux de capitaux privés à destination des pays émergents et leur extrême volatilité; le rôle croissant et désormais prépondérant des titres obligataires détenus par de nombreux investisseurs dans les instruments de financement de la dette externe des pays émergents.

La réforme de l'architecture financière internationale distingue traditionnellement la prévention des crises, de leur gestion et résolution. Ces deux objectifs, qui

visent à réduire la fréquence des crises pour le premier et leur coût pour le second, sont loin d'être indépendants.

Sur le front de la gestion et de la résolution des crises, une grande confusion a régné jusqu'à l'automne 2001. Le rapport Rey, d'un groupe de travail du G10 mis en place juste après la crise du Mexique, ouvrait pourtant la voie dès 1996 : il mettait en garde contre un recours fréquent à de larges financements de la communauté internationale et préconisait un partage équitable du fardeau de la crise entre les pays débiteurs et le secteur privé créancier, autrement dit l'implication du secteur privé dans la résolution des crises. Le rapport Rey parvint notamment aux conclusions suivantes :

- lors de la résolution des crises de dette souveraine, la suspension temporaire des paiements et la restructuration de la dette doivent pouvoir être envisagées. Le rapport préconise l'inclusion de clauses d'action collective (CAC) dans les émissions obligataires, idée portée par Eichengreen et Portes (1995). Ces clauses usuellement incluses dans les émissions obligataires sous la loi britannique, mais non sous la loi

américaine, permettent en effet à une super majorité de créateurs, réunie en comité de porteurs, de changer les termes d'une obligation, ou dit plus simplement de la restructurer, et d'imposer ces changements à l'ensemble des porteurs ;

- le FMI, s'il le juge utile, doit pratiquer sa politique de « prêt en arriérés⁽¹⁾ » (*lending into arrears*) à l'égard d'un pays en crise pour répondre à ses besoins d'argent frais.

Si le Fonds suivit cette dernière recommandation, bien peu d'efforts furent déployés pour promouvoir l'inclusion de CAC. Le secteur privé prôna le laisser-faire complet, insistant sur le risque de tarissement des flux. Les pays émergents firent preuve d'une forte réticence, craignant une augmentation des coûts de financement. Quant aux pays du G7, seuls le Canada et le Royaume-Uni montrèrent l'exemple.

Lors de la crise asiatique, la communauté internationale ne s'engagea que timidement dans la voie tracée par le rapport Rey, sauf dans le cas de la Corée, en partie parce que la dette en cause était de la dette de court terme privée plutôt que de la dette publique. Le FMI adopta la stratégie de restaurer la confiance en conditionnant son assistance, sous la forme de financement catalytique, à une longue liste de réformes économiques et financières. Le financement officiel fut finalement bien plus élevé qu'initialement prévu en raison de la lenteur de la mise en place des réformes, ce qui fit dire à Stanley Fischer (1999) que le Fonds était devenu *de facto* prêteur en dernier ressort. À cette même période, le Fonds adapta ses instruments de financement pour créer deux facilités sans limite d'accès : la facilité de réserve supplémentaire (FRS) en décembre 1997 pour les pays déjà en difficulté et la ligne de crédit préventive (LCP) en avril 1999, pour les pays cherchant

(1) C'est-à-dire le FMI apporte des financements à un pays qui a arrêté les paiements de sa dette.

à éviter la contagion de crises de liquidité, jamais utilisée jusqu'à présent.

Préparé à la demande du Congrès américain, le rapport Meltzer (mars 2000) proposa une transformation profonde du fonctionnement des institutions de Bretton Woods. À l'égard du FMI, il recommanda notamment que le Fonds se dégage de ses activités courantes pour se limiter au rôle de prêteur en dernier ressort de pays ayant fait l'objet d'une préqualification, fondée sur des critères rigoureux d'endettement et transparence, n'agissant que dans les phases exceptionnelles où un risque majeur de liquidité surgit. Ne conservant pas le principe d'universalité du Fonds, la proposition Meltzer fut fortement critiquée. Enfin, en septembre 2000, au Comité monétaire et financier international de Prague, consciente de l'émergence d'un consensus hostile aux opérations de sauvetage de grande envergure (*large bail-outs*), la communauté officielle réaffirma la nécessité d'impliquer le secteur privé dans la résolution des crises, sans néanmoins proposer de mesures concrètes.

En novembre 2001, Anne Krueger, premier directeur général adjoint du FMI, s'est fait l'avocate d'un mécanisme juridictionnel de restructuration de la dette souveraine (MRDS), facilitant la mise en faillite de pays trop endettés, inspiré du chapitre 11 du Code américain des faillites. Cette proposition a eu le mérite de sortir le débat de son enlisement :

- elle a redonné vie à l'approche favorable à l'inclusion des CAC ;
- elle a aussi facilité l'émergence d'une position européenne au printemps 2002, entérinée par le G7 dans son plan d'action, recommandant la définition de limites d'accès présumées aux financements du Fonds, l'implication du secteur privé dans la résolution des crises, et affirmant la complémentarité des approches contractuelle et juridictionnelle et la volonté de progresser dans leur mise en œuvre.

La proposition d'un tribunal international de faillites fut aussi avancée, à la même période par Joseph Stiglitz, qui ne peut pas être soupçonné de concertation avec le Fonds, assortie de la recommandation d'une complète indépendance de ce tribunal du Fonds. La proposition Krueger fut par la suite raffinée pour donner naissance à une deuxième (avril 2002) puis une troisième version (janvier 2003), répondant aux critiques de l'administration américaine et du secteur privé, puis à une version opérationnelle présentée aux réunions du printemps 2003, avant d'être finalement enterrée. Dans le même temps, l'idée d'un code de conduite fit son chemin, sous l'impulsion de différents économistes et de la Banque de France, développant une approche complète non juridictionnelle de la résolution des crises de dette souveraine : inclusion de CAC, possibilité de suspension temporaire de paiements, possibilité de prêts en arriérés du FMI durant la période de suspension... Enfin, excellent signal pour l'avenir, le Mexique a émis dès février dernier des obligations, incluant des CAC proches de la loi britannique, sans aucun surcoût ; le Brésil et l'Afrique du Sud l'ont suivi.

Le FMI, prêteur en premier ressort : une stratégie préventive aux crises ?

Dans le jargon des économistes, les crises de confiance relèvent des modèles de crise de seconde génération, auto-réalisatrices, à plusieurs équilibres, introduits par Obstfeld (1985). Selon ces modèles, dans certaines circonstances, les croyances deviennent auto-réalisatrices car les fondamentaux sont eux-mêmes partiellement fonction des croyances elles-mêmes. Dit autrement, si les marchés croient que le pays ne fera pas défaut sur sa dette, il y parviendra (c'est le bon équilibre). En revanche, si les marchés n'y croient pas, il n'y

parviendra pas (c'est le mauvais équilibre). Cette possibilité d'équilibres multiples survient généralement lorsque les fondamentaux d'un pays (notamment le niveau de sa dette externe) sont dans une situation intermédiaire. Pour cette raison, alors même que les fondamentaux de l'économie brésilienne étaient dans une situation intermédiaire, que l'excédent primaire public atteignait 3,75 points de PIB, mais que les investisseurs doutaient du caractère soutenable des politiques du prochain gouvernement, l'économiste John Williamson s'est montré extrêmement favorable en août 2002 au soutien financier de 30 milliards de dollars du FMI au Brésil⁽²⁾. Celui-ci avait pour but de rassurer les marchés. Ce qu'il a fait effectivement : alors que les *spreads* de taux atteignaient alors 2 400 points de base, ils sont maintenant aux environs de 800.

Daniel Cohen et Richard Portes proposent pour leur part une typologie qui permette de décomposer l'origine des crises de la dette en trois composantes : crise de confiance, crise des fondamentaux et crise de politique économique. Ils font ainsi l'analyse qu'environ un tiers des crises enregistrées durant les années quatre-vingt-dix, qui se sont révélées être *ex post* des crises de dette, étaient prévisibles deux ans avant leur explosion du fait de l'existence de *spreads* de taux déjà larges et alors même que l'endettement n'était pas encore insoutenable et auraient pu être évitées si des mesures de politique économique avaient été engagées à temps afin de rétablir la confiance et réduire les taux d'intérêt. C'est probablement le cas des crises russe et turque.

Les auteurs font à ce stade la proposition originale de donner au FMI la fonction de « prêteur en premier ressort », à la jonction des fonctions de prévention et de résolution des

(2) Sous la forme d'un accord de confirmation et d'une facilité de réserve supplémentaire.

crises. Ils suggèrent que tout pays émergent s'engage *ex ante* à un « régime d'endettement » avec le FMI. Dès que les *spreads* de taux atteignent 300 ou 400 points de base, le pays s'engage à ne plus avoir recours à de nouveaux financements privés mais à ceux du Fonds, avec l'aide duquel il prendrait des mesures de redressement pour éviter la crise.

Vers un super code de conduite ?

La proposition Krueger, aujourd'hui mise en sommeil

La proposition Krueger, dans sa version initiale de novembre 2001, de créer un mécanisme ordonné de restructuration de la dette souveraine (MRDS, *Sovereign Debt Restructuring Mechanism*) listait un ensemble de points :

- un gouvernement anticipant un problème de soutenabilité de sa dette demande au FMI de confirmer son évaluation ;
- dans l'affirmative, le FMI autorise une cessation des paiements (*standstill*) et un gel des recours en justice (*stay of litigation*) ; il peut prolonger cette période si le pays débiteur

négocie en bonne intelligence avec ses créanciers privés ;

- durant cette période, le pays peut obtenir de nouveaux financements, à la fois de prêteurs privés en assignant la priorité aux nouvelles créances, et du FMI grâce à sa politique de « prêts en arriérés » ;
- le pays débiteur et ses créanciers privés négocieraient une restructuration de la dette du gouvernement ; l'endossement par le Fonds des termes de cette restructuration serait probablement nécessaire ;
- un tribunal indépendant sera créé pour arbitrer les différends entre pays débiteur et créanciers privés, et entre ces derniers, vérifier la valeur des créances et surveiller le traitement équitable des différentes classes de créanciers ;
- les créanciers dissidents seraient liés par le vote à la majorité.

Cherchant à répondre aux réserves de l'Administration américaine et des institutions financières, la seconde version Krueger (avril 2002) donne plus de pouvoirs à une super-majorité de tous les cré-

dateurs qui pourrait prolonger la cessation des paiements et approuver un accord final de restructuration. La troisième version Krueger (janvier 2003), qualifiée encore de version « *light* », ne prévoit plus l'automatisme de la cessation des paiements, ni de gel des recours en justice, mais propose néanmoins un substitut (calqué sur la *hotchpot rule* de la loi britannique⁽³⁾).

Outre les critiques, telle les limites de l'analogie entre la défaillance d'une entreprise et celle d'un État ou la question de la compétence ou non du Fonds pour décider du caractère insoutenable de la dette d'un État, les auteurs soulignent que la proposition Krueger, dans ses différentes versions, bute sur deux obstacles incontournables : elle

(3) Pour assurer l'égalité de traitement des créanciers et neutraliser les comportements de « passer clandestin » de ceux qui chercheraient à recouvrer leurs biens par voie contentieuse entre l'activation du SDRM et le vote des créanciers en faveur de la restructuration, il était prévu de déduire les montants obtenus par voie contentieuse des créances finalement recouvrées dans le cadre de l'accord de restructuration.

requiert un amendement des statuts du FMI qui doit être approuvé par le Congrès américain, et est probablement incompatible avec de nombreuses législations nationales relatives à la faillite. Elle ouvre ainsi la voie à de nombreuses difficultés politiques.

Pour une approche complète de la résolution de la crise de la dette, non uniquement fondée sur le marché : des CAC selon un modèle standard...

Les auteurs sont favorables à l'introduction d'un ensemble de CAC dans toutes les émissions obligataires et les instruments de dettes, selon un modèle standard, préconisé récemment par le Trésor américain et le G10, proche de la loi britannique. Il comprendrait notamment :

- une clause définissant les modalités de la restructuration ;
- une clause définissant la représentation des créanciers (avec de préférence un fiduciaire) ;
- une clause d'action majoritaire ; elle permet de modifier, à la majorité qualifiée, et avec des seuils différents, les sujets réservés et non réservés ; les

Compléments

Michel Aglietta et **Charles Wyplosz** soulignent que le FMI ne peut pas être un prêteur en dernier ressort international. Le prêteur en dernier ressort doit pouvoir disposer de ressources pour être mesure d'injecter des liquidités en quantité indéterminée, ou d'une parfaite information sur le caractère solvable ou non des intermédiaires financiers. Comme la dernière hypothèse est exclue, la première revient à donner au FMI la possibilité de créer de la liquidité *ex nihilo*. Alors même qu'il a déjà été extrêmement difficile de mettre en place la Banque centrale européenne, il paraît totalement irréaliste d'imaginer un tel transfert de souveraineté monétaire au FMI à l'échelle mondiale. Ces auteurs préconisent plutôt la coopération des banques centrales en réseau.

La diffusion des codes et standards communs est un élément central de la politique de prévention des crises. Conscient de la difficulté à transposer directement ces normes aux pays émergents **Helmut Reisen** souligne que leur mise en œuvre, comme l'ouverture du compte de capital, suppose le choix d'un bon « *sequencing* » fonction de l'évolution des institutions du pays.

Vincent Marcus met en perspective historique les différentes crises financières de 1980 à 2002. Les crises de la dette des pays latino-américains (1982) mettaient en jeu trois acteurs : syndicats de banques commerciales, bailleurs de fonds officiels et pays débiteurs ; les crises des années quatre-vingt-dix (Mexique 1994-1995, Asie 1997-1998) se caractérisaient par de larges mouvements de capitaux et une augmentation de la part des titres obligataires au détriment des prêts dans les instruments de dette ; les crises récentes, enfin, des années 1998-2002 (Russie, Brésil, Turquie, Argentine, Équateur...), à nouveau des crises de la dette souveraine, remettent à l'ordre du jour la volonté d'impliquer le secteur privé.

À l'instar du Prix Nobel Joseph Stiglitz, **Dominique Plihon** critique à la fois le fonctionnement des institutions financières internationales et la doctrine économique gouvernant l'action du Fonds : déficit démocratique interne et vis-à-vis des peuples souverains avec la prépondérance des États-Unis dans les prises de décisions ; doctrine fondée sur le consensus de Washington (libéralisation financière et commerciale, ouverture totale aux mouvements de capitaux...). Il plaide donc pour un rééquilibrage des pouvoirs entre les pays du Nord et ceux du Sud au sein du FMI, et un contrôle de chaque parlement national avec la collaboration de la société civile et recommande enfin une réglementation stricte des mouvements de capitaux. Cette recommandation vient à point nommé : de nombreux économistes, notamment ceux du FMI et de la Banque mondiale, reconnaissent désormais qu'il est difficile de mettre en évidence un effet positif de l'intégration financière internationale sur la croissance économique et que la libéralisation des mouvements de capitaux s'est accompagnée d'une instabilité macroéconomique accrue.

Enfin, proposant une relecture de la récente approche de Lerryck-Meltzer considérée comme l'argumentaire le plus élaboré en faveur des dons *versus* prêts aux pays pauvres, **Pierre Jacquet** souligne son intérêt pour le développement de partenariats publics-privés.

Les Rapports du Conseil d'Analyse Économique

- 20. Le cycle du millénaire
- 21. Retraites choisies et progressives
- 22. Formation tout au long de la vie
- 23. Réduction du chômage : les réussites en Europe
- 24. État et gestion publique
 - 25. Développement
 - 26. Politiques industrielles pour l'Europe
- 27. Questions européennes
 - 28. Nouvelle économie
- 29. Régulation des relations entre fournisseurs et distributeurs
 - 30. Plein emploi
 - 31. Aménagement du territoire
 - 32. Prix du pétrole
- 33. Inégalités économiques
 - 34. Echères et gestion publique
 - 35. Démographie et économie
- 36. Enjeux économiques de l'UMTS
- 37. Gouvernance mondiale
 - 38. La Banque centrale européenne
 - 39. Kyoto et l'économie de l'effet de serre
 - 40. Compétitivité
- 41. Propriété intellectuelle
- 42. Les normes comptables et le monde post-Enron
 - 43. Crises de la dette : prévention et résolution

Ces rapports sont disponibles à La Documentation Française
29, quai Voltaire
75344 Paris Cedex 07
Téléphone : 01 40 15 70 00
Télécopie : 01 40 15 72 30
et sur : www.cae.gouv.fr

La documentation Française



sujets réservés étant ceux relatifs aux termes de la dette – y compris les montants et les échéances – ;

- une clause permettant l'accélération des paiements à la suite d'un défaut de paiement, et aussi l'annulation à la majorité qualifiée de l'accélération afin d'éviter que le non-respect d'une échéance n'oblige le débiteur à un remboursement intégral et anticipé de sa dette ;
- une clause donnant le pouvoir d'initier un contentieux, uniquement au représentant des créanciers obligataires ;
- une clause de partage, qui impose une répartition au prorata, entre les créanciers obligataires, de tout paiement reçu par l'un d'entre eux ;
- une clause d'information (sur demande).

Deux problèmes, souvent mis en avant par les partisans du SDRM, ne devraient pas poser de difficultés insurmontables. Tout d'abord, la dette existante, qui n'inclut pas ces CAC, devrait pouvoir être échangée avec l'aide des autorités régulatrices et du FMI et disparaîtra naturellement au cours des dix prochaines années. Par ailleurs, le besoin d'un « méta-CAC », qui imposerait la restructuration à tous les créanciers obligataires en s'appliquant à l'ensemble des instruments de dettes d'un débiteur donné, ne paraît pas indispensable⁽⁴⁾. Enfin, pour inciter les pays débiteurs à introduire ces CAC dans leurs instruments de dette, les auteurs proposent que les autorités régulatrices les exigent aux motifs de bon fonctionnement des marchés et de protection des investisseurs.

... politique de prêts en arriérés du FMI, Club de New York...

Si l'introduction de CAC constitue un premier pas, elle ne peut être qu'un élément d'une approche complète non juridictionnelle de la résolu-

(4) La création d'un comité permanent regroupant les créanciers obligataires, dit Club de New York, regroupant les négociations obligataires lors de leurs négociations avec un débiteur donné contribuerait à résoudre le problème de l'agrégation des créances ; son pouvoir pourrait de plus être renforcé par la menace d'accords de sortie (*exit consents*).

tion des crises souveraines. Les auteurs sont favorables à une démarche proche de celle du code de conduite, mis en avant récemment notamment par la Banque de France et Roubini et Setser en 2003. Il comprendrait non seulement l'introduction des CAC dans tous les contrats de dettes publique et privée, les modalités de financement du pays débiteur lors des périodes de cessation de paiement – possibilité de prêts en arriérés du FMI, et ou introduction d'option de *rollover* dans les créances –, et la possibilité de réduire la dette d'un pays dont il est avéré qu'elle est excessive... Ce code de conduite, auquel adhèreraient volontairement les différentes parties prenantes – les pays débiteurs, les créanciers privés et publics, et notamment le FMI – constituerait un outil puissant à la fois de prévention et de résolution des crises : il devrait permettre à la fois de résoudre *ex post* les crises de dette, mais aussi par l'engagement *ex ante* qu'il représente, d'éviter les crises auto-réalisatrices ; à ce titre, il incorporerait le régime d'endettement proposé précédemment.

Les auteurs proposent enfin deux innovations simples. Premièrement, la création d'un club des créanciers obligataires, dit Club de New York, à l'instar des Clubs de Paris et de Londres ; il regrouperait les créanciers obligataires et faciliterait leurs négociations avec un débiteur donné. Une structure légère chargée de coordonner ces trois clubs et éventuellement de superviser la mise en œuvre du code de conduite pourrait aussi être mise en place.

Daniel Cohen et Richard Portes sont confiants dans l'avenir : même s'il persiste des réticences, des progrès immenses ont été enregistrés : le secteur financier privé, le Trésor américain et le G10 ont proposé un modèle de CAC standard ; des pays émergents, tels le Mexique et le Brésil, ont d'ores et déjà introduit des CAC dans leurs émissions obligataires. En conclusion, les « architectes » ont tracé les plans et établi la feuille de route. Aux « constructeurs » de s'y mettre, avec le soutien du secteur officiel.

Commentaires

Olivier Davanne et Sylviane Guillaumont-Jeanneney sont tous deux séduits par la proposition très innovante de régime d'endettement pour prévenir les crises. Ils estiment néanmoins qu'elle mériterait d'être approfondie et s'interrogent sur son applicabilité. Comment fixer le niveau de *spread* de taux à partir duquel le pays émergent renonce à emprunter sur les marchés et se tourne vers le FMI ? Doit-il être uniforme pour tous les pays ?

Ils s'inquiètent aussi des effets pervers de ces limites de *spreads*. Une limite de 300-400 points de base n'est-elle pas déjà trop élevée et n'implique-t-elle pas une dette souveraine déjà très importante, avec une probabilité forte de risque défaut ? Cette nouvelle fonction du FMI, de prêteur en premier ressort, ne risque-t-elle pas, à l'instar de celle de prêteur en dernier ressort, de mobiliser des ressources considérables dont le FMI ne dispose pas ? s'interroge Sylviane Guillaumont-Jeanneney.

Olivier Davanne fait enfin l'analogie entre *spreads* de crédit et taux de change. Fort de l'expérience des crises du SME, puis des crises mexicaine et asiatique, il se demande si le régime d'endettement proposé ne comporte pas les mêmes inconvénients que le régime de changes fixes : les marchés enverraient des signaux trop tardifs alors que la crise est inévitable.

Olivier Davanne regrette enfin la frilosité des auteurs dans leur approche de la résolution des crises de dette souveraine. Plutôt que de s'engager sur la voie tracée par le FMI et la communauté internationale (tribunal international de faillite, introduction de CAC...) ne serait-il pas préférable de proposer la suppression radicale de tout soutien du FMI sauf dans des cas strictement définis ?