



# LE RÔLE DU SECTEUR PRIVÉ DANS LA RÉOLUTION DES CRISES FINANCIÈRES : OÙ EN SOMMES-NOUS ?

WILLIAM R. CLINE \*

L'année 2003 s'annonce comme une année charnière pour l'avenir de l'architecture financière internationale et des marchés émergents. Le secteur public pourrait devoir assumer ses responsabilités, face à la décision d'instaurer ou non un Mécanisme de restructuration de la dette souveraine (MRDS). Au cours de l'année à venir, l'Argentine et ses créanciers doivent commencer à réparer les défaillances de l'État, défaillances dont les conséquences auront marqué l'histoire. Ayant récemment échappé de peu à une crise financière, le Brésil devra, quant à lui, poursuivre ses efforts. Enfin la Turquie va devoir continuer à gérer efficacement son plan d'ajustement, malgré une dette publique très élevée et un risque prochain de conflit armé sur l'une de ses frontières. Les actions entreprises par le secteur privé, ciblées tant vers les agents individuels que les entités représentant les investisseurs et les institutions financières, influenceront à la fois les résultats économiques de chaque pays et l'évolution de l'architecture financière internationale.

Le présent article a pour objectif de faire le point sur un thème d'actualité en matière de gouvernance financière internationale : le rôle du secteur privé dans la résolution des crises financières au sein des marchés émergents. Dans un premier temps sera exposé le cadre conceptuel relatif à l'interaction entre les bailleurs de fonds privés, les emprunteurs souverains et les Institutions financières internationales. La participation du secteur privé (PSP) dans la résolution des crises majeures de ces dernières années sera ensuite examinée avant

\* Center for Global Development et Institute for International Economics.  
Achévé de rédiger en janvier 2003.



d'étudier l'évolution de la politique mise en place en la matière ainsi que le statut des concepts de MRDS et de clauses d'action collective (CAC) concernant les obligations. On considérera ensuite l'ébauche de réponse du secteur privé à ces questions. Enfin, prenant en compte l'importance des leçons à tirer du cas argentin, on tentera de dégager les principaux éléments d'une politique équilibrée permettant d'aller de l'avant.

Un mot d'introduction sur le contexte économique international est nécessaire. Les marchés des capitaux des pays émergents sont actuellement engagés dans une phase de dépression du cycle économique après avoir connu une forte croissance au milieu des années 1990, faisant suite aux graves problèmes d'endettement des années 1980. La nature nouvelle des marchés des capitaux dans les années 1990, caractérisés par des capitaux d'origines plus diversifiées (consistant plus particulièrement en obligations et investissements directs, situation s'opposant à celle des années 1980, où les banques commerciales dominaient), et le net accroissement de la mobilité des capitaux internationaux, se sont traduits par une succession de crises majeures, gérées d'une manière tout à fait différente de celles des années 1980. À commencer par le Mexique en 1995, de vastes opérations de prêt en dernier ressort (PDR) ont été montées par le FMI et le G7 pour aider les pays considérés comme fondamentalement solvables. Cette politique se différencie des restructurations concertées et des nouvelles solutions financières du début des années 1980 puis de l'effacement de la dette Brady au cours de ces mêmes années 1980. Malgré le succès frappant de cette approche pour ce qui est du Mexique, de la Corée du Sud (1998) et du Brésil (1999), des préoccupations à propos des risques d'aléa moral issus de ces renflouements ont conduit à une demande croissante de la sphère politique pour une nouvelle approche, davantage fondée sur une participation forcée des créanciers privés que sur une intervention massive des acteurs publics. Le MRDS en est l'exemple le plus évident, même si, comme nous le verrons ci-dessous, ce concept n'a rien à voir avec le cas du soutien de type PDR au bénéfice des pays solvables rencontrant des problèmes de liquidités. Les enjeux sont d'ailleurs élevés et mettent en jeu la contribution que l'épargne privée pourra apporter au progrès économique dans les pays en voie de développement.

*EMPRUNTEURS SOUVERAINS,  
PRÊTEUR EN DERNIER RESSORT  
ET RISQUE D'ALÉA MORAL*

C'est en 1873 que Bagehot a énoncé la théorie du prêteur en dernier ressort, notamment en précisant ce qu'une Banque centrale devrait faire



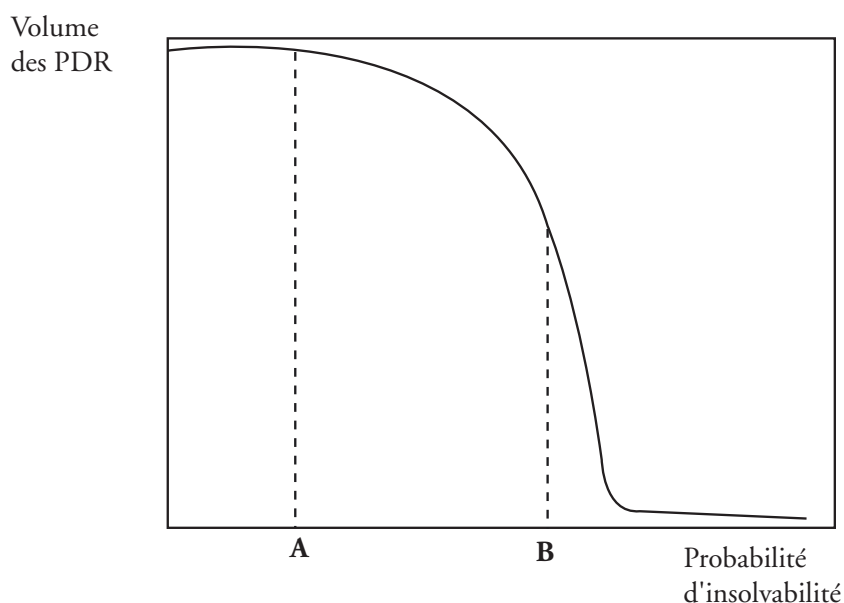
en cas de panique financière : elle devrait prêter sans limite aux banques solvables et ne rien prêter à celles qui sont insolvables. Si, au contraire, la Banque centrale n'assure pas cette fonction de prêteur en dernier ressort, des préjudices considérables adviendront lorsqu'apparaîtront des phénomènes de panique temporaire. Cette dichotomie entre les concepts de solvabilité et d'illiquidité souveraine a joué un grand rôle dans le traitement des crises financières, tant dans les années 1980 que dans les années 1990. La reconnaissance implicite de l'existence d'une fonction de prêteur en dernier ressort au niveau international, semblable à celle de la Banque centrale au niveau national, était au cœur des importantes injections de moyens financiers supervisées par le FMI lors des tentatives de sauvetage, inaugurées avec le Mexique en 1995, et sous-tendait la création en 1997 de la « Facilité de réserve supplémentaire » au sein du FMI, qui a permis d'octroyer des prêts nettement plus importants que par le passé, où ceux-ci étaient limités par des quotas. De manière similaire, cette reconnaissance de la dichotomie insolvabilité/illiquidité a incité le FMI à s'abstenir de prêter de grandes quantités d'argent à l'Équateur, pour lequel un cas d'insolvabilité avait été diagnostiqué, nécessitant plutôt des efforts de réduction de l'endettement.

Les travaux majeurs ayant inspiré la politique de prêts octroyés aux emprunteurs souverains demeurent ceux de Eaton et Gersovitz (1981). Pour l'essentiel, leur point de vue consiste à dire que, puisqu'il n'existe aucune garantie réelle dans le cadre d'un prêt à un État souverain, un collatéral de remplacement doit être trouvé sans laquelle le prêt ne pourra avoir lieu. C'est le désir de l'État souverain de maintenir sa crédibilité en vue de son accès futur aux marchés des capitaux qui fait office de garantie. En conséquence, si les créanciers estiment que l'État souverain envisage de ne pas respecter ses engagements tout en minimisant les risques d'éviction sur les marchés des capitaux, tout nouvel octroi de prêt sera suspendu. La pertinence de ce concept de « perception du préjudice issu d'une défaillance, agissant comme collatéral » dans le cadre du débat sur l'architecture financière est relativement claire : si des changements intervenus dans l'architecture financière internationale conduisent les créanciers privés à estimer que les États souverains vont avoir de plus en plus tendance à envisager de tels défauts, ces changements conduiront à tarir les flux de capitaux et à accroître les primes risque.

Le risque d'aléa moral a constitué le cri de ralliement des opposants à une politique d'intervention de type PDR dans les marchés émergents. Selon cette optique, un tel soutien conduit le secteur privé à prendre trop de risques en prêtant aux économies émergentes, avec la certitude que le secteur public leur viendra en aide. Cet

argument, même s'il contient une part de vérité, est utilisé de manière exagérée dans le but de récuser la nécessité du PDR (de la même manière, il serait mal venu d'interdire les assurances contre les incendies sous prétexte qu'elles risquent d'inciter au déclenchement d'incendies criminels). Dans les faits, les prêts d'origine privée à destination des marchés émergents se sont effondrés au cours de ces dernières années, au lieu d'augmenter fortement en réaction au risque d'aléa moral<sup>1</sup>.

**Graphique n° 1**  
**Prêt en dernier ressort et solvabilité d'un pays**



Ces considérations d'ordre conceptuel laissent à penser que la politique financière internationale dans ce domaine devrait consister à continuer d'offrir un soutien sous forme de PDR aux pays solvables confrontés à des problèmes temporaires d'illiquidité. Le graphique n° 1 illustre cette approche, les deux axes mettant en relation la quantité appropriée de prêts publics (axe des ordonnées) avec la probabilité d'insolvabilité (axe des abscisses). Comme le suggère la courbe, le soutien sous forme de PDR peut être tout à fait conséquent lorsque la probabilité d'insolvabilité du pays est faible (côté gauche du graphique). Si la probabilité d'insolvabilité est élevée, alors le soutien sous forme de PDR devrait être inexistant et les prêts publics limités aux volumes traditionnellement octroyés par le FMI et soumis



à des quotas (côté droit du schéma). J'ai soutenu dans une autre étude (Cline, 2002) qu'entre ces deux extrêmes, la communauté internationale devrait se préparer à commettre des erreurs de type I, consistant à apporter un soutien sous forme de PDR même lorsqu'il apparaît que le pays est insolvable (plutôt que de commettre des erreurs de type II, consistant à refuser tout soutien sous forme de PDR à un pays potentiellement solvable). En effet, le préjudice économique issu d'une telle défaillance est d'une gravité extrême et le FMI, en tant que créancier privilégié, s'expose à un risque minime de non-remboursement. En conséquence, le point d'inflexion de la courbe correspondant au volume des prêts, tel que l'illustre le graphique n° 1, devrait se situer quelque part à droite du point situé à mi-chemin (probabilité de 50 % d'insolvabilité), les points A et B étant discutés ci-contre.

Lorsque la probabilité que le pays soit insolvable est élevée et ne puisse faire face à son endettement, une certaine forme de restructuration de la dette et de réduction de l'endettement constitue la solution adéquate. En principe, la proposition d'application du MRDS devient pertinente dans ce cas précis. En pratique, toutefois, l'utilisation du MRDS face à ce type de situation suscite des questions majeures.

### LA PARTICIPATION DU SECTEUR PRIVÉ

La prééminence du risque d'aléa moral a favorisé la solution d'une plus grande participation du secteur privé (PSP) dans la résolution des crises. Ceci incluait implicitement les cas classiques d'illiquidités susceptibles d'induire une intervention sous forme de PDR. Lorsque le problème se transforme en une situation d'insolvabilité et de défaillance, il est évident qu'une PSP de grande envergure doit être assurée *de facto*, car les créanciers doivent engager de nouvelles négociations pour recouvrer au moins une partie de leur capital. Mais, lorsqu'une crise de liquidité intervient, des formes volontaires et quasi-volontaires de PSP peuvent encourager de manière importante les chances de résoudre la crise avec succès, non seulement en raison de l'apport financier, mais aussi à cause du déclenchement d'un signal fort indiquant que le marché soutient le pays concerné et est persuadé que ses chances de retour à un accès normal au marché de capitaux sont bonnes.

Le tableau n° 1 (Cline, 2002) présente une liste d'exemples de participations du secteur privé à la résolution de crises financières depuis le milieu des années 1990. Il est à noter que le Mexique en est absent, puisque la crise qu'il a traversée en 1994-1995 a été traitée sans avoir recours à une PSP. Dans ce cas également, les entrées de capitaux privés ont été rétablies rapidement dès que la crise a été surmontée.

**Tableau n° 1**  
**Estimations des PSP dans les cas principaux de crise**  
 (en Md\$)

Lieu et date de la crise	Montant	Type	Commentaires
Thaïlande, 1997	4	IV1	Restructuration de la dette de 56 sociétés financières
Indonésie, 1997-1998	25	IV2	Arriérés, restructurations des dettes extérieures de sociétés privées (estimation)
Corée du Sud, 1998	22	QV2	Titres interbancaires à court terme convertis en effets à trois ans
Russie, 1998	14	IV3	Restructuration des GKO et des OZF avec une importante perte de valeur actualisée (novembre 1998)
	32	IV2	Restructuration de la dette datant de l'époque soviétique auprès des banques du Club de Londres, perte significative de valeur actualisée (février 2000)
Brésil, 1999	25	QV1	Maintien volontaire de lignes de crédit bancaire
Équateur, 1999	6	IV3	Restructuration de la dette Brady et des euro-obligations en août 2000 ; perte de valeur actualisée d'environ 50 %
Turquie, 2000-2001	8	V	Swap de la dette à court terme en livres turques transformée en dette à long terme en dollar et livres turques, juin 2001
Argentine, 2001-2002	30	V	Méga-swap d'obligations d'État avec échéances plus longues, juin 2001
	33	QV3	Restructuration des créances des porteurs locaux, novembre 2001 (a)
	39	IV2	Suspension de paiement des dettes extérieures aux créanciers privés, décembre 2001 (b)
TOTAL	238		Avec la suspension de paiement en Argentine
	199		Sans la suspension de paiement en Argentine

a. Ne comprend pas les 22 Md\$ en titres locaux lors du méga-swap de juin 2001

b. Ne comprend pas les 8 Md\$ échangés par les porteurs étrangers lors du méga-swap de juin 2001

V : volontaire

IV : involontaire

QV : quasi volontaire

Gravité : de 1 (bénin) à 3 (grave)

Sources : IIF (1999b) ; Cline (2000) ; FMI (2001) ; Banque mondiale (2002) ; estimations réalisées par l'auteur.

Comme le tableau n° 1 le suggère, on a déjà observé d'importantes PSP, même en adoptant une définition restreinte au cours des périodes de crise aiguë. Fait peut-être surprenant, une grande partie de celles-ci a été du type le plus adapté : volontaire ou quasi-volontaire. Ainsi, la conversion de 22 Md\$ de prêts bancaires à court terme auprès de la Corée en créances échelonnées sur 3 ans, le maintien en 1999 de lignes de crédit commerciales à destination du Brésil pour une somme de



quelque 25 Md\$, les 8 Md\$ correspondant à un swap portant sur la dette en livres turques en 2001, et le méga-swap de 30 Md\$ en Argentine entre la fin du printemps et le début de l'été 2001 relevaient ou étaient très proches de la participation volontaire. Et si l'on inclut à la fin de l'année 2001 la restructuration quasi-volontaire des créances des porteurs locaux en Argentine pour un montant de 33 Md\$, l'ensemble des actions de PSP entreprises depuis 1997 s'élève à 118 Md\$. Même s'il s'agit d'une somme élevée, elle constitue malheureusement seulement la moitié des 238 Md\$ correspondant à l'ensemble des PSP, telles qu'elles sont mentionnées dans le tableau pour cette période. L'autre moitié consiste en des actions de PSP réalisées de manière forcée en présence de défaillances à part entière, les exemples les plus significatifs étant les cas de la Russie, de l'Équateur, et plus particulièrement de l'Argentine en décembre 2001. Ces faits semblent suggérer qu'à l'heure actuelle, la question principale ne serait pas de savoir si un nombre suffisamment important de PSP ont été entreprises, mais plutôt de quelle manière le système doit être conçu afin de favoriser les meilleures PSP, c'est-à-dire les participations relativement volontaires, pour que le pays concerné ait toutes les chances de pouvoir accéder à nouveau aux marchés de capitaux.

### *ÉVOLUTION DU DÉBAT POLITIQUE*

En août 2001, lorsque l'Argentine a recherché un soutien supplémentaire du FMI, Paul O'Neill, alors secrétaire américain du Trésor, réfléchissait aux moyens de réduire les charges d'endettement, et les 8 Md\$ du FMI, mis à disposition à ce moment-là, contenaient une tranche de 3 Md\$ disponibles rapidement, à la condition qu'une politique de réduction des taux d'intérêt ou de la dette soit mise en place. C'est dans ce contexte qu'Anne Krueger, première directrice adjointe du FMI, a mis en avant une proposition de création d'un Mécanisme de restructuration de la dette souveraine (Krueger, 2001). Suite à la réaction de nombreux acteurs du secteur financier, jugeant que cette proposition plaçait le FMI dans une situation de juge et partie difficile à assumer face au problème de la faillite des États souverains, le printemps suivant Anne Krueger fit une autre proposition (que d'aucuns caricaturèrent sous le nom de MRDS allégé) qui cherchait à réduire le rôle du FMI dans la procédure de faillite et proposait à la place de recentrer le mécanisme sur un processus facilitant les négociations entre créanciers et débiteurs afin d'épurer la dette (Krueger, 2002).

Le débat évolua alors en opposant une approche « officielle » du MRDS et une approche « officieuse » consistant à intégrer des clauses de restructuration à la majorité qualifiée dans les contrats d'obligations. Ces clauses d'action collective (CAC) avaient déjà été recommandées



par le G7 lors des discussions sur l'architecture financière dans le cadre des sommets économiques et en d'autres occasions. Cependant, elles n'avaient pas été approuvées par les principaux pays en développement qui redoutaient que ce projet soit perçu comme un signal indiquant que la restructuration était considérée comme une exigence par les emprunteurs, ce qui aurait pu décourager les investisseurs potentiels.

La position du Trésor américain sur cette question semblait contradictoire. Tandis que Paul O'Neill se penchait avec enthousiasme sur la question de la procédure de faillite, le sous-secrétaire John Taylor semblait exprimer une préférence pour les CAC, et lors de l'un de ses discours il suggéra d'accélérer leur adoption, en l'envisageant comme une condition préalable à l'apport d'une aide du FMI à tout pays concerné (Taylor, 2002). Par la suite cependant, le Trésor américain semble avoir considéré les CAC comme une solution provisoire et le mécanisme de faillite des États souverains comme une perspective de travail à long terme.

Pour leur part, les institutions représentant le secteur privé prônaient avec détermination l'intégration des CAC aux normes du marché. Bien que certains y virent une volte-face, les milieux financiers reconnurent que de telles clauses pourraient s'avérer utiles si elles étaient adoptées sur la base du volontariat plutôt qu'à titre obligatoire<sup>2</sup>. Le secteur privé des émergents était toutefois favorable à l'approche officieuse des CAC plutôt qu'à l'approche officielle du MRDS. Lorsque, au contraire, en septembre 2002 le Comité monétaire et financier international du FMI approuva les travaux du FMI sur le MRDS et sollicita la remise d'une proposition concrète pour le mois d'avril 2003, un groupe de coordination des institutions représentant le secteur financier privé répondit en critiquant l'approche du MRDS, et en appelant au contraire à l'adoption des CAC, tout en avertissant que le secteur privé pourrait entreprendre des actions défensives si le MRDS devait être adopté (Association des créanciers des marchés émergents - EMCA et *al.*, 2002). La première de cette liste d'actions consistait à reconsidérer les règles d'unanimité au profit d'une modification des termes de paiement. En d'autres termes, il s'agissait d'abandonner l'initiative prônant l'intégration des CAC dans les normes du marché<sup>3</sup>.

### *LE MÉCANISME DE RESTRUCTURATION DE LA DETTE SOUVERAINE : INTENTIONS ET RISQUES ENCOURUS*

L'objectif du MRDS est le suivant :

... instaurer un cadre visant à inciter un État souverain et ses créanciers à parvenir à un accord de collaboration rapide sur la restructuration d'une dette non soutenable...



[Il doit] aborder les problèmes d'action collective propres aux créanciers mais aussi dynamiser dès le début et de manière efficace le dialogue entre le débiteur et ses créanciers. [Ceci est nécessaire car] les pays concernés ont différé pendant trop longtemps cette négociation afin d'éviter une restructuration, avant de reconnaître finalement la nécessité d'un ajustement de leur dette. L'expérience montre pourtant que les retards ne font qu'augmenter ces coûts...[De plus, le secteur privé devrait se réjouir de la création du MRDS car] les intérêts de la plupart des créanciers subissent également un préjudice à cause de ces retards. Le poids de leurs revendications serait mieux préservé si le débiteur agissait efficacement en début de processus... (FMI, 2002).

Les créateurs du MRDS au sein du FMI sont dans la position classique de représentants gouvernementaux qui entrent en scène en disant : « nous sommes là pour prêter main forte ». Mais le public, en l'occurrence le secteur privé, ne paraît pas convaincu et estime que le « MRDS est à la fois inutile et contre-productif » (EMCA et *al.*, 2002, p. 1).

Plus fondamentalement, la question est de savoir si le MRDS enfreint les principes économiques du prêt à un État souverain en facilitant de manière injustifiée les défaillances, en modifiant les incitations du débiteur, c'est-à-dire en l'incitant à faire défaut. Il serait vraiment surprenant que tel ne soit pas le cas, étant donné que l'intention clairement exprimée est d'encourager les pays dont la dette ne peut être honorée à faire défaut plus tôt. Ainsi le besoin de recourir au MRDS supposerait que le préjudice sur le quasi-collatéral issu de la défaillance constitue un phénomène négligeable. Il nécessiterait d'accepter que la corrélation entre la défaillance d'un pays et le préjudice subi, si minime soit-elle, suffise à procurer une incitation suffisante pour faciliter les prêts du secteur privé aux États souverains. Il faudrait également que le MRDS élimine exactement le préjudice lié à la défaillance, sans aller trop loin, tout en permettant au prêt d'être utilisé de manière efficiente.

Le problème crucial de l'identification du degré systémique optimal de défaillance-préjudice tient au fait que le montant « soutenable » de l'endettement est une question extrêmement subjective. Il s'agit d'ailleurs davantage d'un problème politique qu'économique, fortement soumis aux équilibres multiples en raison de la possibilité d'apparition de spirales vicieuses ou vertueuses dans les *spreads*. À l'origine d'une réaction défavorable du marché à ce mécanisme se trouve le fait que dans le cadre du MRDS, il appartiendra inévitablement au FMI de décider si la dette n'est pas soutenable, et le FMI est par essence un organisme politique.

Les caractéristiques les plus importantes du MRDS, dans sa formulation la plus récente, sont les suivantes. En premier lieu, l'État souverain déclenche lui-même le mécanisme en déclarant que sa dette ne peut être honorée. Il reste à déterminer s'il est nécessaire qu'une tierce partie vérifie son caractère non soutenable, mais ce tiers ne peut être les créanciers privés qui auraient alors une influence excessive (FMI, 2002, p. 27)<sup>4</sup>. Deuxièmement, dans la version la plus récente, ce déclenchement n'entraîne pas une suspension automatique [de procédure judiciaire] ou toute autre interférence avec des relations contractuelles<sup>5</sup>. Troisièmement, suite à l'enregistrement en bonne et due forme des détenteurs de dettes, les comités représentatifs des créanciers votent à la majorité qualifiée de 75 % des créances, en décidant d'accepter ou non la proposition de restructuration de l'État concerné. Quatrièmement, si les créanciers ne peuvent aboutir à un accord avec l'État souverain, ils peuvent voter pour mettre fin au MRDS (mais la question du seuil s'appliquant au scrutin, c'est-à-dire une majorité qualifiée ou une minorité élevée, de l'ordre de 40 %, reste ouverte). Cinquièmement, il peut y avoir différentes catégories de créanciers, chacune devant se prononcer à la majorité qualifiée pour permettre de procéder à la restructuration. En outre, une catégorie séparée pour les donateurs bilatéraux pourrait être instaurée (s'ils sont inclus dans le MRDS). Toutefois, les dettes dues au FMI et aux banques multilatérales de développement en sont exclues en vertu de leurs missions spécifiques, systémiques et au service du développement. Les dettes soumises au droit local (comme les bons du Trésor) en sont également exclues, bien que leur restructuration puisse être réalisée parallèlement à celles régies par le MRDS. Sixièmement, un comité permanent composé de « 7 à 11 juges hautement qualifiés ou de professionnels du secteur privé » doit être mis sur pied. Selon toute probabilité, ses membres seraient nommés par le directeur général du FMI, quatre d'entre eux étant choisis lorsqu'une affaire particulière se présente, afin de former le Forum de résolution des litiges sur les dettes souveraines (*Sovereign debt dispute resolution forum*, SDDRF), chargé de résoudre les litiges entre créanciers et entre créanciers et débiteurs, et de présenter les injonctions légales auprès des parties au litige. Septièmement, la mise en application du MRDS nécessite la modification des statuts du FMI, mesure requérant l'approbation de 60 % des membres du FMI et de 85 % des droits de vote, ce qui, en général, nécessite une modification de la législation nationale. Huitièmement, il existe une clause d'antériorité pour tout nouveau prêt de « débiteur en possession de ses biens », approuvée par une majorité qualifiée. Neuvièmement, le MRDS ne prive pas les créanciers détenant un collatéral de la possibilité d'exercer leurs droits sur celui-ci.

Le MRDS est certainement à même d'atteindre l'un de ses objectifs :



assurer une forme de coopération entre créanciers et empêcher les créanciers inamicaux d'adopter un comportement de passager clandestin, et donc de rompre l'accord dans l'intention de se réserver un remboursement total au détriment des autres créanciers. Dans ce domaine, le MRDS est plus fédérateur que les CAC, puisqu'il permet de mener à bien des négociations entre créanciers, non seulement parmi les détenteurs d'obligations mais aussi avec les banques et d'autres créanciers privés<sup>6</sup>. La question la plus pertinente, cependant, consiste à se demander si le « problème de l'action collective » qu'il cherche à résoudre est assez sérieux pour justifier de possibles effets secondaires contre-productifs en particulier sur l'incitation politique des États souverains à éviter la défaillance. L'expérience accumulée au cours de ces dernières années laisse à penser que le problème de l'action collective n'a pas empêché la conclusion relativement prompte d'accords de restructuration de la dette dans le cas du Pakistan, de l'Ukraine, de l'Équateur et de la Russie. L'expérience suggère également que les accords de restructuration de la dette ne sont pas partis à vau l'eau en raison d'une procédure réussie de litige entamée par des créanciers minoritaires récalcitrants<sup>7</sup>.

Une façon pragmatique d'approcher cette question pourrait être de laisser l'histoire démontrer l'importance du problème de l'action collective à la lumière de l'expérience capitale que représente l'Argentine. Globalement au cours de l'année prochaine, la gravité du problème de l'action collective dans les cas de restructuration importante apparaîtra beaucoup plus clairement. En effet, il n'y a jamais eu jusqu'à présent de cas de restructuration de la dette souveraine engageant une dette aussi importante et des créanciers aussi nombreux que dans l'exemple de l'Argentine. Si le processus de restructuration argentin se déroule à peu près en douceur, alors ceci ne fera qu'étayer l'idée selon laquelle les bénéfices du MRDS par rapport aux actions collectives ne sont pas très utiles. Par ailleurs, cette approche n'est pas susceptible de pénaliser l'Argentine par un refus des bénéfices du MRDS, car personne dans le secteur public n'a laissé entendre que le mécanisme pourrait être prêt à temps pour être applicable à l'Argentine, en premier lieu à cause de la lenteur du processus d'approbation au niveau international. Inversement, si l'exemple argentin démontrait que le problème de l'action collective s'avère beaucoup plus grave que pour tout autre jusqu'à ce jour, pour les restructurations plus réduites, alors l'idée du MRDS ou d'un mécanisme approchant en sortirait renforcée, et bien plus nombreux seraient ceux qui au sein du secteur privé soutiendraient ce concept plutôt qu'ils ne s'y opposeraient.

D'autres doutes ont surgi à propos de l'utilité du MRDS, et parmi eux on trouve le fait qu'en se limitant à la dette souveraine soumise au droit international, il n'aurait pu s'appliquer à la plupart des cas de crise



financière de ces dernières années (par exemple en ce qui concerne la dette internationale privée en Corée, ou les Tesobonos émis localement au Mexique, ainsi que les GKO en Russie)<sup>8</sup> ; l'analyse de l'analogie entre la faillite d'un État et une faillite dans le secteur privé (par exemple l'impossibilité de remplacer la direction) ; l'effet paralysant qu'une poursuite officielle de l'application du MRDS a pu avoir sur les flux de capitaux en direction des marchés émergents ; et l'incitation au défaut que le mécanisme pourrait imprimer aux « forces politiques parmi les marchés émergents qui recherchent des solutions de remplacement faciles à une politique rigoureuse »<sup>9</sup>.

Enfin, il y a une déconnexion indéniable entre le bien-fondé du MRDS et la justification analytique de l'effacement de la dette. D'aucuns, au sein du G7, considèrent le MRDS comme la solution de remplacement principale aux volumineux plans de soutien financier. Ce point de vue apparaît toutefois peu conséquent au regard de la théorie des PDR et même par rapport aux objectifs spécifiques du MRDS, tels que ceux-ci ont été officiellement formulés. Le MRDS est clairement destiné aux pays insolubles dont la dette n'est pas soutenable. Selon le principe des PDR énoncé par Bagehot, ces pays n'auraient jamais dû être candidats à de vastes programmes de soutiens financiers. Par essence, le MRDS ne constitue pas une solution de remplacement appropriée au soutien par la voie des PDR, et ne devrait pas être présenté comme tel.

Ses nombreux défenseurs qui le considèrent comme une solution de remplacement semblent penser que s'ils disposaient d'un MRDS, les pouvoirs publics pourraient s'abstenir de manière plus responsable d'apporter un soutien par voie de PDR, car les conséquences de la défaillance seraient moins graves. Comme cela est apparu sur le graphique n° 1, les partisans du MRDS comme substitut aux PDR prétendraient qu'au lieu d'accorder des PDR à un pays donné situé au niveau du point B de la courbe (ce qui implique un risque d'erreur considérable de type I), la communauté internationale pourrait restreindre l'accès aux PDR en dressant une liste réduite de pays éligibles, se trouvant par exemple dans une position représentée par le point A, ce qui permettrait d'obtenir des perspectives *a priori* beaucoup plus solides de solvabilité (mais serait à l'origine de risques beaucoup plus élevés de commettre des erreurs de type II, ou des erreurs consistant à refuser l'octroi de PDR à un pays à même de résoudre avec succès son problème d'endettement s'il recevait un tel soutien).

Ce passage de la politique officielle du point B vers le point A, suppose implicitement qu'une défaillance résolue par le MRDS s'avérerait beaucoup moins douloureuse pour le pays concerné qu'une défaillance sans le soutien de ce mécanisme (sinon le MRDS remplaçant les PDR serait ravalé au rang de simple effet de manche n'ayant pour



objet que de fournir une excuse à l'inaction des responsables). Il est toutefois douteux que le grave préjudice subi par l'Argentine en raison de sa défaillance et de la dévaluation de sa monnaie, pour ne citer que cet exemple, aurait été sensiblement atténué par l'application du MRDS. C'est ainsi que le problème rencontré par l'Argentine, jusqu'à présent, ne s'est pas traduit par l'ouverture de procédures judiciaires de la part d'une multitude de créanciers hostiles, mais bien davantage par un ébranlement de la confiance et des bilans catastrophiques, liés à cette défaillance et à cette dévaluation. Il semble par conséquent que l'idée selon laquelle le MRDS constituerait un substitut efficace aux PDR, susceptible de permettre une suppression rapide des vastes programmes de soutien, présente deux inconvénients majeurs : manque de pertinence en référence au critère d'éligibilité aux PDR, tel que défini par Bagehot, et optimisme incongru quant à l'atténuation du préjudice susceptible d'être apportée par le MRDS, en comparaison avec l'approche de la restructuration actuellement appliquée au cas par cas.

#### *LES CLAUSES D'ACTION COLLECTIVE (CAC)*

L'application contractuelle des CAC s'est, dès le début, confrontée à diverses limites. L'une d'entre elles est le problème d'agrégation, dès lors que les obligations ne seraient pas automatiquement agrégées avec les prêts émanant des banques et d'autres créanciers. Un veto possible pourrait être opposé pour chaque obligation spécifique, ce qui pose le problème des détenteurs récalcitrants, même si un seuil relativement élevé se dessinait en faveur d'une majorité qualifiée, puisque dans certains cas il pourrait y avoir une concentration de titres détenus par un petit nombre (titres acquis par exemple sur le second marché). L'autre problème majeur est la question des dettes héritées : les certificats d'obligations existants ne contiennent pas les clauses nécessaires, et l'intégration de ces clauses uniquement lors de nouvelles émissions signifierait que quelques années seraient encore nécessaires avant que la masse de la dette en souffrance correspondant aux obligations n'intègre ces clauses<sup>10</sup>.

La solution des CAC semble cependant moins problématique si elle est considérée essentiellement comme une mesure d'amélioration destinée à intervenir en marge du système actuel du cas par cas, c'est-à-dire la résolution *ad hoc* des crises. Ceci signifie que, même si les restructurations ont été largement gérables jusqu'à présent sans nécessiter de modifier le système en adaptant les CAC aux normes du marché, il est possible que les restructurations à venir soient plus faciles grâce à leur extension. L'approche des CAC prend alors tout son sens si l'on considère qu'elle constitue en quelque sorte un prolongement de la stratégie existante de résolution des crises, plutôt qu'une solution de remplacement.

*VERS L'ADOPTION D'UNE STRATÉGIE ÉQUILIBRÉE*

Le débat sur les PSP a considérablement évolué par rapport à la situation de la fin des années 1990. À cette époque, la question était de savoir si les créanciers privés ne devraient pas être forcés de participer, au travers de nouveaux prêts ou restructurations, à la résolution des crises financières. Dans le cas contraire, le nombre de « passagers clandestins » se multiplierait au détriment du secteur public. Ce débat était crucial immédiatement après l'octroi d'un plan de sauvetage international à destination du Mexique, pour un montant de 50 Md\$, dans lequel il n'y avait aucun élément de PSP. De manière croissante, cependant, les crises suivantes montrèrent qu'il était possible d'obtenir une PSP à titre volontaire lorsque l'économie du pays était fondamentalement saine (Corée, Brésil), et qu'une PSP intervenait de manière involontaire et inévitable lorsque l'économie était beaucoup plus faible et qu'une certaine forme d'insolvabilité et de défaillance était impliquée (Équateur, Russie, Indonésie en ce qui concerne les débiteurs privés). S'il paraissait cohérent de dire que les créanciers privés n'avaient pas assumé leurs responsabilités lors des crises financières, cet argument fut pour le moins balayé à la fin de l'année 2001 lorsque l'Argentine se révéla incapable de faire face à une dette extérieure de 95 Md\$ auprès de créanciers privés. Cette dette reste due un an après, et les étapes initiales devant conduire à une restructuration (par exemple identification de la société de conseil financier) n'en sont qu'à leurs balbutiements.

14

À l'heure actuelle, le problème de la participation du secteur privé ne se résume pas à la question de savoir comment les créanciers privés peuvent être amenés à participer plus activement, mais comment le système doit être conçu pour fonctionner plus en douceur sur une durée plus longue. La principale initiative dans le secteur public destinée à atteindre cet objectif est le MRDS. Jusqu'à présent, les acteurs du secteur privé considéraient que cette solution pouvait occasionner des problèmes beaucoup plus sérieux plutôt que de résoudre les problèmes déjà existants pour lesquels elle a été conçue.

La prudence conduit à penser que l'époque actuelle n'est pas un moment idéal pour expérimenter un nouveau mécanisme international contre la faillite. Les prêts aux économies des marchés émergents sont déjà presque au point mort. Un long processus d'approbation internationale d'un nouveau mécanisme de faillite serait susceptible de tarir les flux de capitaux et d'accroître les *spreads*. De plus, l'occasion est donnée au système de subir son baptême du feu. Si l'Argentine arrive à appliquer avec succès une restructuration de sa dette publique extérieure massive, une nouvelle preuve incontestable sera apportée que les soi-disant défauts majeurs des arrangements actuels au cas par cas ne suffisent pas



à légitimer l'effort entrepris dans le cadre du MRDS et ses effets contre-productifs potentiels sur les attentes et le comportement du marché. Une prise de conscience de cette dynamique au sein du secteur privé pourrait, en effet, permettre d'encourager la résolution du problème argentin, à moins que cette potentialité ne soit limitée par la volonté déterminée du secteur public d'imposer le MRDS malgré une opposition soutenue des principaux créanciers privés (et, pour cette même raison, des principaux emprunteurs souverains).

Les décideurs du secteur public devront éviter de se leurrer ou de leurrer l'opinion en considérant l'adoption du MRDS comme une bonne raison de se déresponsabiliser face à la question de l'utilité ultérieure de la fonction de prêteur en dernier ressort. Le MRDS pourrait, en effet, être utilisé comme un prétexte visant à supprimer les plans de soutien de grande envergure à venir, mais la conséquence serait alors la multiplication des défaillances qui auraient pu être évitées et qui seraient accompagnées d'un préjudice économique inutile nuisant tout à la fois aux débiteurs et aux créanciers.

## NOTES

15

1. Les flux nets de crédits d'origine privée à destination des économies des marchés émergents s'élevaient en moyenne à 125 Md\$ par an entre 1993 et 1997, mais seulement à 1,5 Md\$ par an entre 1998 et 2002 (Institut de la finance internationale, 2002).

2. Ainsi, en janvier 1999, dans le rapport de son groupe de travail sur les crises financières dans les marchés émergents (groupe que je présidais à l'époque), l'Institut de la finance internationale émettait le point de vue suivant : « Il pourrait être utile d'instaurer une approche centrée sur le marché afin de développer le caractère optionnel des obligations. Les émetteurs, autant les États que les organismes privés, pourraient intégrer des clauses en vue d'une restructuration à la majorité qualifiée, tout en s'attendant à devoir supporter le coût d'une marge additionnelle correspondant à la flexibilité supplémentaire. Si le marché venait à considérer ce type d'obligation comme une expression fondamentale de la volonté de gérer de manière prudente les capitaux empruntés plutôt que comme une intention préalable de faire défaut, l'écart de rendement supplémentaire ne devrait pas être trop élevée. En même temps, un pas en avant vers la reconnaissance officielle de l'intégration de telles clauses pourrait constituer un geste contreproductif, selon l'opinion de la plupart des acteurs du marché. L'autorisation de telles clauses de restructuration pourrait en effet donner l'impression que le secteur public était préparé à encourager toute défaillance. » (Institut de la finance internationale, 1999a, pages 77-78).

3. D'autres actions comprenaient les points suivants : « Réintroduction de droits précédemment existants en vue de l'accélération du processus ; ... des règles plus sévères d'engagement [à entamer des négociations en vue] de la restructuration ; ... des conditions plus strictes et substantielle applicables aux clauses restrictives de contrats de prêt et leur rapport avec l'occurrence de défaillances ; [et une initiative visant à instaurer] des financements plus fortement structurés, comportant un nantissement ainsi que des teneurs plus courtes ».

4. Il est considéré dans le même paragraphe de la proposition que « bien que le Fonds soit uniquement qualifié » pour juger de la durabilité, « ceci peut renforcer son rôle et son autorité légale dans le cadre du mécanisme » et « les acteurs du marché privé ont signalé que... l'opinion du Fonds sur la durabilité... peut être mitigée par des considérations d'économie politique » (page 26).



5. Le remplacement de la disposition précédente pour suspension de procédure judiciaire constitue l'un des compromis principaux dans la version la plus récente du MRDS dans le cadre de la tentative du Fond de prendre en compte les réactions du secteur privé. L'encadrement du FMI considère à l'heure actuelle que le calcul du risque-bénéfice pour la plupart des créanciers pèserait lourd dans la balance, décourageant les tentatives précoces d'entamer une procédure judiciaire, tandis que le rapport du MRDS suggère en outre diverses mesures dissuasives complémentaires.

6. À noter cependant que EMCA et *al.* (2002) remettent en cause le bienfait de ce rassemblement, en alléguant que la disposition prévoyant des catégories séparées de débiteurs procurerait à chaque catégorie un pouvoir de veto dans les faits.

7. EMCA et *al.* (2002) affirment à ce propos que les inquiétudes issues de la décision de la Cour d'appel de Bruxelles dans l'affaire Elliott contre l'État du Pérou ont été exagérées et ne rendent pas nécessaire l'adoption d'une solution de type MRDS.

8. Comme l'a souligné Truman (2002).

9. EMCA et *al.* (2002). Cette critique de la part d'un groupe de coordination des créanciers, selon laquelle le MRDS s'écarte radicalement du principe fondamental d'applicabilité des contrats peut sembler être excessive, plus particulièrement si l'on considère la disposition permettant aux créanciers de voter en faveur d'un arrêt de l'application du MRDS plutôt que de se voir obligés d'accepter la proposition des débiteurs. Cette affirmation contient pourtant une part de vérité certaine, car une modification des statuts du FMI pour instaurer le MRDS apporterait un caractère de légitimité nouvelle à la défaillance des États souverains, qui serait considérée comme une pratique commerciale normale, une situation jusqu'à présent inconnue dans le système financier international.

10. Bien qu'en principe puisse être instauré un programme massif de swaps concernant les obligations en circulation afin de remplacer les obligations contenant les CAC et pour éliminer le problème de la dette héritée, il reste à déterminer quelle incitation serait décidée pour de tels swaps, soit en direction des porteurs existants, soit en direction des États émetteurs (qui se sentiraient probablement concernés par le fait qu'un tel swap serait annonciateur de préoccupations futures quant au besoin à venir de restructuration.).

## BIBLIOGRAPHIE

BAGEHOT W. (1873). *Lombard Street*. 14th ed. John Murray. (London: Kegan, Paul & Co., 1917).

CLINE W. R., (2000). « The Role of the Private Sector in Resolving Financial Crises in Emerging Markets » paper prepared for the National Bureau of Economic Research conference at Woodstock Vermont, October 19-20, 2000. Forthcoming in Martin Feldstein, ed., *Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies* (Chicago : Univ. of Chicago Press). Available at: [www.nber.org/books/woodstock00/index.html](http://www.nber.org/books/woodstock00/index.html)

CLINE W. R., (2002). « 'Private Sector Involvement' in Financial Crisis Resolution: Definition, Measurement and Implementation » Center for Global Development, Working Paper N° 18 (Washington: Center for Global Development, November). Available at: [www.cgdev.org](http://www.cgdev.org).

EATON J. and GERSOVITZ M. (1981). « Debt with Potential Repudiation: Theoretical and Empirical Analysis » *Review of Economic Studies*, vol. 48 (April), pp. 284-309.

EMCA et *al.* (2002). EMCA (Emerging Markets Creditors Association), EMTA (Emerging Markets Traders Association), IIF (Institute of International Finance), IPMA (International Primary Market Association), ISMA (International Securities Market Association), SIA (Securities Industry Association), and TBMA (The Bond Market Association), « Sovereign Debt Restructuring » Discussion Draft, 6 December. Available at [www.IIF.com](http://www.IIF.com).

IIF, (1999a). Institute of International Finance, *Report of the Working Group on Financial Crises in Emerging Markets* (Washington: IIF, January).

IIF, (1999b). Institute of International Finance, « Capital Flows to Emerging Market Economies » (Washington: IIF, April)





LE RÔLE DU SECTEUR PRIVÉ DANS LA RÉOLUTION DES CRISES FINANCIÈRES :  
OÙ EN SOMMES-NOUS ?

---

IIF, (2002). Institute of International Finance, « Capital Flows to Emerging Market Economies » (Washington: IIF, 18 September).

IMF, (2001). International Monetary Fund, *International Financial Statistics Yearbook* (Washington: IMF)

IMF, (2002). « The Design of the Sovereign Debt Restructuring Mechanism - Further Considerations » (Washington: International Monetary Fund, 27 November). Available at: <http://www.imf.org/external/np/pdr/sdrm/2002/112702.htm>.

KRUEGER A. (2001), « International Financial Architecture for 2002: A New Approach to Sovereign Debt Restructuring » address given at the National Economists' Club Annual Members' Dinner, American Enterprise Institute, Washington DC, November 26 (available at <http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/sp01ind.htm>)

KRUEGER A. (2002) « New Approaches to Sovereign Debt Restructuring: An Update on Our Thinking » address given at the Conference on « Sovereign Debt Workouts: Hopes and Hazards » Institute for International Economics, Washington DC, April 1, 2002 ( available at <http://www.imf.org/external/np/speeches/2002/040102.htm>)

TAYLOR J. B., (2002). « Sovereign Debt Restructuring: A U.S. Perspective » remarks at the conference on « Sovereign Debt Workouts: Hopes and Hazards? » Institute for International Economics, 2 April. (Washington: IIE, April). Available at: <http://www.treas.gov/press/releases/po2056.htm>.

TRUMAN E. M., (2002). « Debt Restructuring: Evolution or Revolution? » *Brookings Papers on Economic Activity*, N° 1, 2002, pp. 341-46.

WORLD BANK (2002). *Global Development Finance: Financing the Poorest Countries* (Washington: World Bank, CD-Rom).

