

L'avenir des plans de réduction de dettes

Jean-Pierre Landau,

Représentant de la France au FMI

Introduite en mars 1989, la nouvelle stratégie de la dette marque une triple rupture par rapport à la période précédente : la réduction de dette se substitue aux rééchelonnements assortis de nouveaux prêts ; l'approche se veut volontaire et non plus, comme par le passé, « concertée » ; corrélativement, un menu d'options est offert aux banques, qui contraste avec le traitement relativement uniforme auquel elles étaient jusqu'ici soumises.

A priori ces trois changements n'étaient pas nécessairement liés. Les réductions de dette pourraient être réalisées de manière concertée, chaque banque créditrice apportant sa contribution au prorata de ses encours. Le choix d'une stratégie plus volontaire, fondée sur le marché et le libre choix des banques, a paru toutefois dicté par les circonstances. Mais il a des conséquences importantes sur les relations entre banques et pays créditeurs, les processus de négociation, et, plus généralement, l'évolution et la mise en œuvre de la stratégie.

Les quatre opérations réalisées à ce jour (Mexique, Costa Rica, Philippines, et plus récemment Venezuela) permettent, à cet égard, de former un premier jugement : fondée sur une intuition juste, la stratégie Brady s'est révélée plus difficile à mettre en œuvre qu'on ne pouvait initialement l'escompter. Sans doute des aménagements — plus ou moins amples selon les points de vue qui s'expriment — devront-ils y être apportés dans l'avenir.

Les fondements théoriques de la nouvelle stratégie

Rien n'est plus antinaturel qu'une réduction de dette. Pour les banques créditrices, elle représente un triple choc : juridique, d'abord, car elle introduit une brèche importante dans le principe d'intangibilité des contrats de prêts ; d'où l'insistance des banques pour préserver le caractère volontaire des opérations de réduction ; financier, ensuite : en acceptant d'amputer la valeur nominale de leurs créances, les banques constatent une perte en capital qui dégrade la structure de leur bilan ; économique enfin : après la réduction, les banques s'interdisent pour l'avenir de bénéficier de toute amélioration éventuellement dans la situation économique de l'emprunteur.

L'intérêt du pays débiteur à alléger sa dette paraît plus évident. Le bon sens, toutefois, peut être trompeur si l'on considère que le service de la dette, pour les débiteurs en difficulté, est le plus souvent interrompu, et que la probabilité d'un remboursement normal est quasi nulle. Dans un tel contexte, la stratégie optimale du débiteur ne consiste pas nécessairement à consacrer des ressources rares pour racheter ou échanger, contre une dette nouvelle, une dette ancienne largement dévalorisée.

La réduction de dette répond néanmoins à une logique économique solide, qu'il est utile d'éclaircir, mais qui reste toutefois difficile à traduire dans les faits.

L'argument essentiel se résume comme suit : au-delà d'un certain niveau, le poids de la dette réduit la croissance en dissuadant l'investissement, même si la rentabilité du capital est assurée par un programme adéquat de réformes structurelles et de stabilisation macro-économique. La perspective d'avoir à assurer, à l'avenir, le service d'une dette élevée agit comme une taxe implicite sur le capital ; les marchés anticipent qu'une fraction importante des revenus engendrés sera « préemptée » par les créanciers anciens. Dans un tel contexte, l'investissement direct (notamment étranger) est découragé ; l'accumulation de nouveaux emprunts apparaît inutile, voire contre-productive, car compensée immédiatement par des fuites de capitaux.

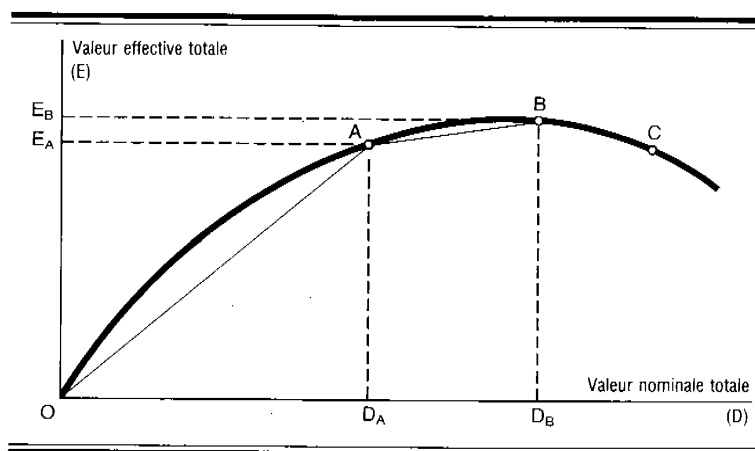
Ce phénomène est commun à toutes les situations de surendettement, externe ou interne, privé ou public. Dans le cas des entreprises, le droit de la faillite assure, quand les conditions économiques sont réunies, le maintien du flux de financement nécessaire à la poursuite de l'activité. On utilise pour ce faire des mécanismes qui subordonnent juridiquement la dette ancienne aux crédits nouveaux, et donc protègent les revenus des investissements futurs. Rien de tel n'est possible pour les risques souverains ; quelles que puissent être les formules juridiques envisagées, les créanciers anticiperont inévitablement, en cas de crise future, un déclassement des nouveaux crédits, similaire à celui imposé aux anciens ; d'où l'impossibilité de rétablir un financement normal.

Seule une réduction explicite de la valeur nominale des créances, appuyée sur un programme interne d'ajustement, permet donc de libérer les contraintes pesant sur l'investissement productif. Opérée selon des modalités adéquates, la réduction de dettes bénéficie ainsi tant aux débiteurs qu'aux créanciers : pour ces derniers, l'amélioration des perspectives de croissance renforce la solvabilité à long terme et le montant espéré des remboursements.

Cette analyse peut trouver une traduction graphique dans une courbe mettant en rapport la valeur nominale du stock de dette d'un pays et sa valeur effective (mesurée par le prix du marché secondaire ou le montant anticipé des remboursements actualisés). Cette « courbe de Laffer » de la dette présente des caractéristiques identiques à celles popularisées, sous le même nom, pour le prélèvement fiscal interne : au-delà d'un certain niveau, l'augmentation nominale de la dette entraîne une diminution effective de sa valeur. Pour un pays se trouvant dans la fraction décroissante de la courbe (Point C) il est contre-productif de rééchelonner la dette existante, *a fortiori* de l'accroître par apport d'argent frais. A l'inverse, tant le pays débiteur que les banques

LES PLANS DE RÉDUCTION DE DETTES

créancières ont intérêt à une réduction nominale, qui accroît la valeur effective des remboursements et perspectives de croissance. Les études réalisées montrent toutefois qu'un nombre très limité de pays (Bolivie, Pérou) se trouvent dans une telle situation.



157

Mais beaucoup de débiteurs se trouvent probablement situés sur la partie horizontale (Point B) ou faiblement croissante (A) de la courbe de Laffer. Pour ces pays, la réduction de dette apparaît à la fois très bénéfique et peu coûteuse : la valeur effective des créances (différence entre E_A et E_B) est peu affectée tandis que le stock nominal est sensiblement allégé (de la différence entre D_A) et D_B). La réduction est efficiente en termes économiques : le bien-être du débiteur est amélioré sans que celui des créanciers ne soit sensiblement dégradé.

Au prix d'une géométrie simple, on constate aussi, dans le cas d'une réduction de B vers A, que le prix du marché secondaire (égal à la pente de O B) s'élève après l'opération (pour passer à la pente de O A) : chaque unité de dette est revalorisée grâce à la perspective de meilleurs remboursements. Si toutes les banques participaient à la réduction, dans le cadre d'un effort concerté, cette revalorisation serait aisément récupérable par le débiteur : il suffirait de compenser les banques à hauteur de la valeur marginale de la dette abandonnée (égale à la pente A B), très inférieure à celle du prix de la dette.

Ce schéma illustre la possibilité théorique d'une réduction de dette efficiente ; si l'allègement est suffisant, la restauration des possibilités d'investissement et des perspectives de croissance garantit la solvabilité à long terme du pays, et provoque un retour à l'accès normal aux marchés. Dans la pratique, toutefois, la réalisation de ce schéma optimal selon un mécanisme volontaire se heurte à plusieurs difficultés.

- En premier lieu, les bénéfices économiques à long terme d'une réduction de dette apparaissent éminemment incertains. La courbe de Laffer

est un bel outil conceptuel, non un instrument opérationnel. Sa forme, la position relative des pays et l'évolution future de la valeur de leur dette restent liées à leur performance économique et à la qualité de leurs programmes d'ajustement. Au vu des expériences de la décennie passée, les banques sont naturellement portées à douter de la réalité et de l'ampleur de ces bénéfices économiques potentiels, et donc du caractère durable de la réévaluation de la dette résiduelle. Ceci implique, pour que les banques participent sur une base volontaire à une réduction de dette, qu'une amélioration de la qualité de leurs actifs vienne compenser la contraction de leur valeur. Tel est le cas si la créance est convertible en monnaie par achat du débiteur ; mais dans le cas d'une conversion de la dette contre des titres nouveaux, les banques créancières exigeront un renforcement de leur sécurité, soit juridique (par exemple en excluant explicitement les nouveaux titres de futurs rééchelonnements), soit, plus probablement, financière, par l'obtention de garanties partielles ou totales du principal et intérêt. Cette recherche de garanties sera d'autant plus forte que le programme économique est incertain et que la croyance des banques dans une revalorisation future de la dette est faible.

- En second lieu, toute opération volontaire comprend des risques inhérents de *free riding*. La collectivité des banques gagne à la réduction de dette, qui améliore ses perspectives de remboursement. Mais l'intérêt individuel de chaque banque est de rester à l'écart, et préserver ainsi la valeur nominale de sa créance en bénéficiant de la hausse de sa valeur effective. La solution de cette contradiction est source de nombreuses difficultés dans la mise au point des schémas de réduction.

- En troisième lieu, le pays débiteur doit, en même temps qu'il rétablit sa solvabilité à long terme, veiller à court terme au maintien de sa liquidité (c'est-à-dire préserver sa capacité à assurer son financement extérieur). En théorie, les deux objectifs se confondent : sur un marché financier parfait, un pays réputé solvable trouve à court terme les financements nécessaires. En réalité, les crises de liquidité se produisent parfois indépendamment de toute détérioration de la solvabilité : par exemple, comme en 1982, en Amérique latine par simple effet de contagion géographique. Symétriquement, la reprise spontanée des financements bancaires n'est nullement garantie, même après une opération réussie de réduction de dette.

Le pays débiteur fait donc face à court terme à un arbitrage délicat entre ses contraintes de liquidité et d'endettement. S'il emprunte de l'argent frais, il accroît sa dette future, et aggrave son problème de solvabilité. Inversement, la réduction de dette peut mobiliser à court terme des ressources importantes, qui ne seront pas disponibles pour le financement de la balance des paiements ou l'investissement interne. Enfin, la capacité ou la volonté des banques à consentir simultanément une réduction de leur créance et l'octroi de crédits nouveaux apparaît, au moins au niveau de chacune d'elles individuellement, très sujette à caution. Ce dilemme s'atténue avec le temps, quand la réduction de dette fait sentir ses effets sur les flux d'intérêt. Mais il reste très aigu à court terme : pour le pays débiteur, la recherche d'un bon équilibre entre argent frais et réduction de dette constitue un enjeu essentiel des négociations.

- Enfin, la détermination du prix de rachat et de la décote (implicite ou explicite) qui déterminent l'ampleur de la réduction de dette et la répartition de son bénéfice entre débiteur et créancier peut se révéler difficile. Le marché secondaire n'offre pas, à cet égard, de référence incontestable et utile.

Le marché présente plusieurs caractéristiques qui le différencient d'un marché efficient. Son étroitesse tout d'abord : le principal acteur potentiel — le pays débiteur lui-même — est doublement empêché d'y participer : il lui est légalement interdit de racheter sa propre dette, ce qui équivaldrait à privilégier certains prêteurs au détriment d'autres. Il lui est financièrement difficile de le faire, car il dispose rarement des ressources nécessaires.

Le marché est également segmenté : les banques susceptibles d'y échanger leurs créances forment un groupe très hétérogène et leurs préférences relatives en faveur du maintien ou de la cession de leur créance dépendent d'éléments exogènes : l'état de leurs provisions passées, le contexte réglementaire, le régime prudentiel. De manière générale, l'ampleur des provisions constituées dans les années récentes a beaucoup contribué à faciliter, pour les banques, les cessions et réductions de dettes. Mais la diversité des régimes fiscaux reste grande. Enfin, les règles prudentielles mises en place depuis 1988 limitent la propension des banques à constater volontairement des pertes de capital, même si celles-ci contribuent à revaloriser effectivement leurs créances.

Enfin, la transparence totale du marché n'est pas toujours assurée et les quotations publiques ne sont pas nécessairement représentatives.

159

Il n'est donc pas étonnant que l'expérience et les études récentes montrent que l'évolution des cours s'explique assez peu par les données économiques fondamentales sur la situation ou la solvabilité des pays débiteurs. En particulier, la forte chute des cours intervenus entre 1986 et 1988 peut difficilement être reliée à la situation économique des plus grands emprunteurs. Au contraire, le marché réagit très vivement à toute information qui laisse anticiper un changement de stratégie ou de comportement du débiteur. L'ensemble des cours a monté de près de 25 % immédiatement après l'annonce du plan Brady. De même, l'ouverture de négociations par pays sur la réduction de dette est toujours précédée par une appréciation importante des cours secondaires, qui, si elle est validée par l'accord final de réduction, rend celui-ci sensiblement plus coûteux.

Le marché ne constitue donc pas un indicateur fiable de l'opportunité ou de l'efficacité d'une réduction de dette. L'existence d'une décote, même forte, ne suffit pas en elle-même à justifier une telle réduction pour le débiteur, notamment si celle-ci s'effectue sous forme de rachat : d'autres investissements, éventuellement plus rentables, peuvent constituer une utilisation plus efficace des ressources disponibles. De même, et pour les raisons ci-dessus évoquées, les prix du marché peuvent contribuer à dégrader ou modifier sensiblement l'équilibre économique et financier d'une opération de réduction.

LE MENU D'OPTIONS

La technique du menu d'options est au cœur de l'approche volontaire de réduction de la dette. Dans son principe, elle vise à « mimer » le schéma idéal de réduction de dette, en maximisant le bénéfice de tous les participants, et en laissant aux banques créancières la liberté de leur choix final. Son succès repose ainsi sur quatre éléments : la possibilité d'assurer une participation étendue des banques créditrices ; l'éventail des options disponibles ; la contribution, sous forme de garantie et support, des organisations internationales et des donateurs bilatéraux ; enfin, l'équilibre de l'ensemble, qui concrétise le résultat de la négociation.

La possibilité, pour certaines banques, de ne pas participer à la réduction de dette, et d'en conserver pour elle-même, les bénéfices subséquents, constitue le talon d'Achille de l'approche volontaire. C'est pourquoi, tant les gouvernements des pays créanciers que ceux des débiteurs se sont attachés à créer les conditions d'une participation étendue des banques aux schémas de réduction de dette. Diverses incitations réglementaires et fiscales ont été mises en place dans les pays créditeurs. Les pressions politiques n'ont pas été absentes de certaines négociations. Enfin, dans le cas du Mexique, le recours à une méthode juridique assez radicale a permis d'assurer la participation de la quasi-totalité des banques créancières. Tirant parti de certaines dispositions des précédents accords de rééchelonnement, les négociateurs ont pu procéder juridiquement à une « novation » des contrats de prêts, selon laquelle les contrats nouveaux ont pu être substitués aux anciens sans qu'il soit nécessaire de recueillir l'accord unanime des créanciers. Dans ces conditions, la créance des banques non participantes devenait *de facto* subordonnée aux nouveaux contrats, ce qui a beaucoup contribué à assurer le succès de l'opération.

Un large éventail d'options est susceptible d'être offert aux banques créancières : rachat pur et simple de la dette contre monnaie, avec décote ; échange contre des titres nouveaux, incorporant la décote et un rééchelonnement du principal ; échange contre des titres au pair avec des intérêts réduits (fixes ou variables) ; enfin, échange contre des titres au pair avec les intérêts maintenus mais obligation d'apport d'argent frais.

Le tableau ci-dessous présente de manière synthétique les différents accords conclus à ce jour :

LES PLANS DE RÉDUCTION DE DETTES

PAYS	MEXIQUE	PHILIPPINES	COSTA RICA	VENEZUELA
Date de l'accord final :	Février 1990	Janvier 1990	Mai 1990	Décembre 1990
Montant des créances incorporées :	48,4 milliards USD	2,0 milliards USD	1,8 milliard USD	19,5 milliard USD
Options :				
(1) Réduction principal	Bons à 30 ans à 65 % du nominal LIBOR + 13/16 Bons à 30 ans à 6,25 %	Buyback à 50 % du principal	Buyback à 16 % du principal Bons à 20 ans à 6,25 % ou Bons à 30 ans à 6,25 %	— Buyback à 45 % du nominal ou Bons à 30 ans à 70 % du nominal ; LIBOR + 13/16 — Bons à 30 ans à 6,75 % ou — Bons à 17 ans avec intérêts réduits pendant les 5 premières années
(2) Réduction Intérêts				
Argent Frais	25 % des créances ; 15 ans dont 7 de grace ; LIBOR + 13/16	15 ans dont 8 de grace ; LIBOR + 13/16		
Répartition des choix des banques :				
Options : (1)	48 %	65 %	62 %	16 %
(2)	43 %	—	38 %	53 %
(3)	9 %	35 %	—	31 %
Garanties :				
	Garantie totale principal		Garantie de 18 mois pour les bons d'intérêts à 20 ans uniquement	Garantie du principal + garantie 14 mois d'intérêts
	Garantie 18 mois d'intérêts			Même garantie pour les bons à 30 ans 12 mois d'intérêt pour les bons à 17 ans

Tout l'art du menu d'options réside dans l'équilibre à atteindre entre ses diverses composantes. Les options doivent être financièrement équivalentes, correspondre à l'hétérogénéité des situations des banques, engendrer un partage équitable des bénéfices économiques de la réduction de dette, permettre, enfin, aux débiteurs de concilier une réduction adéquate et la préservation à court terme d'une liquidité suffisante.

Trois paramètres déterminent principalement cet équilibre : le prix — implicite ou explicite — attaché aux diverses options ; le montant et la forme des soutiens et garanties publiques ; le volume d'argent frais susceptible d'être mobilisé.

Malgré ses limitations, le cours du marché secondaire est très généralement de référence principale, sinon unique, à la valorisation des différentes options. Leur prix relatif est généralement déterminé par négociation directe entre le débiteur et le comité des banques. Un système plus « proche du marché » pourrait être envisagé, dans lequel les banques soumissionneraient, par enchère, aux diverses options. Le mécanisme agirait comme un révélateur des préférences implicites des différents créanciers. Il n'a pu, toutefois, être mis en œuvre : conformément à la réglementation fiscale en vigueur dans plusieurs grands pays, les banques créancières pourraient alors être obligées de constituer des provisions en tenant compte des prix offerts par chacune d'elles, ce qui limiterait les décotes proposées.

162

Le poids relatif de la réduction de dette et de l'apport d'argent frais est un autre élément essentiel. Pour les banques, l'apport d'argent frais représente à la fois une augmentation de leur risque global et un sacrifice immédiat : leurs nouvelles créances se dévalorisent immédiatement du montant de la décote. Mais, en contrepartie, elles assurent le maintien de la valeur nominale de leurs créances anciennes, et peuvent ainsi bénéficier de toute amélioration future de la situation du débiteur. Dans l'immédiat, elles enregistrent la revalorisation effective qui résulte, sur le marché secondaire, de la réduction de dette. Les anticipations sur la capacité future de paiement du débiteur et l'évolution du marché secondaire seront donc déterminantes dans leur choix.

Enfin, l'octroi de soutiens et garanties publics répond à une double nécessité : apporter les ressources nécessaires au financement de l'option de rachat de dette ; consolider par des garanties les options d'échange (avec ou non baisse des taux d'intérêt). Ces soutiens et garanties proviennent de deux sources principales : les donateurs bilatéraux d'une part ; le Japon s'est engagé à ce titre à fournir, dans les trois premières années d'application du plan, près de 10 milliards de dollars. Les institutions financières internationales, d'autre part — le Fonds Monétaire International, la Banque Mondiale et la Banque Interaméricaine de Développement — sont, à ce titre, susceptibles d'intervenir. Dans tous les cas, les ressources apportées prennent la forme de prêt aux conditions normales de ces institutions. Elles sont, pour la partie finançant des réductions de dette, « mises de côté » sur les programmes normaux de financement. Des ressources additionnelles sont également consenties pour constituer des garanties effectuées aux options de réduction

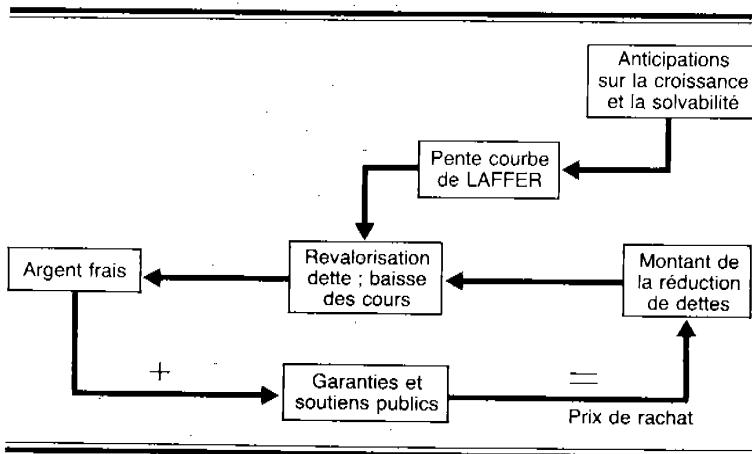
LES PLANS DE RÉDUCTION DE DETTES

des taux d'intérêt. En l'état actuel des lignes directrices des deux institutions, ces deux catégories de ressources ne sont pas fongibles.

Ces prêts financent soit la constitution de comptes bloqués, soit l'achat d'actifs financiers déposés en garantie. L'utilisation des bons à coupon zéro émis par les gouvernements des pays créditeurs permet, à cet égard, de minimiser le déboursement immédiat pour un montant donné de garanties.

Une relation évidente s'établit, au sein du menu d'options, entre les trois grandeurs : prix de rachat, volume d'argent frais, et ampleur des soutiens et garanties publics. Cette relation détermine l'équilibre de l'opération : plus les prix sont élevés, plus la réduction est coûteuse et plus les soutiens publics sont nécessaires. Symétriquement, plus la réduction est importante (en volume et en pourcentage), plus la solvabilité du pays s'améliore, et plus la revalorisation ultérieure des créances est probable : dans ce cas, l'octroi d'argent frais apparaît plus aisé et plus probable.

Ces relations peuvent être résumées dans le schéma ci-dessous :



163

Cet équilibre apparaît toutefois impossible à quantifier précisément. Il dépend, dans chaque cas, des anticipations des divers participants et du rapport de force dans la négociation. Une fois le menu d'options élaboré en commun entre le débiteur et le comité représentant les banques, celles-ci sont invitées individuellement à faire leur choix. Très fréquemment, la répartition entre les diverses options est différente de ce qui était anticipé par les négociateurs. L'équilibre final entre réduction de dette et argent frais s'en trouve sensiblement modifié, de même que le volume des concours publics utilisés.

Cette incertitude est inhérente au caractère volontaire des opérations de réduction. Faute d'être souvent comprise — et admise — elle alimente de nombreux débats quant aux insuffisances — réelles ou supposées — de la stratégie.

Les critiques et suggestions se focalisent très précisément sur chacun des trois paramètres clés de l'équilibre du menu d'options. Certains, notamment dans les pays débiteurs et la communauté universitaire, font valoir que l'approche volontaire, avec référence au marché secondaire, aboutit à des prix inutilement élevés, conduisant à des opérations coûteuses et peu efficaces. D'autres, notamment dans les institutions financières internationales, s'inquiètent du peu de succès rencontré par les options d'argent frais; et du resserrement qui en résulte dans la contrainte de liquidité des débiteurs. A l'inverse, la communauté bancaire tend à attribuer à l'insuffisance des soutiens et concours publics les difficultés de mise au point des plans de réduction.

PREMIER PLAN DE LA STRATÉGIE

Après moins de deux ans d'application, un tel bilan est nécessairement provisoire. Les quatre opérations jusqu'ici réalisées illustrent bien les mérites, mais aussi les faiblesses, de la stratégie mise en œuvre. Elles autorisent également quatre réflexions plus générales pour l'avenir.

Les opérations se sont opérées, dans chaque cas, sur une base assez large : la totalité de la dette commerciale était éligible à la réduction, pour le Mexique, le Costa Rica et le Venezuela. Compte tenu d'un taux très élevé de participation des banques, le « free riding » paraît avoir été évité, au prix, nous l'avons vu, d'une certaine coercition. Seule l'opération philippine a conservé un caractère partiel : le volume des garanties et financements disponibles a limité l'ampleur du rachat possible ; d'emblée, au demeurant, l'opération avait été conçue en plusieurs phases.

La répartition, entre les divers participants, des bénéfices économiques et financiers des réductions de dette est difficile à apprécier. Plusieurs techniques sont disponibles, en particulier, pour estimer la répartition des avantages liés au support et garanties publics : calcul du rendement économique de l'opération pour le débiteur ; comparaison de la valeur effective du stock de dette avant et après l'opération, en tenant compte de la variation des cours secondaires et de la dévalorisation de l'argent frais apporté. Selon les diverses estimations, notamment pour le Mexique, les débiteurs auraient pu conserver entre les deux tiers et la totalité de la valeur attachée aux garanties et soutiens publics. L'opération vénézuélienne, apparaît en revanche beaucoup plus favorable aux banques commerciales. On doit noter, également, que certains menus d'options incorporent des dispositifs asymétriques, sous forme de « clauses de récupération » en cas d'évolution favorable des prix pétroliers ; aucun mécanisme similaire n'existe en sens inverse.

Les choix des banques entre les diverses options des menus proposés se sont en général établis selon une structure différente de celle qui était anticipée. Pour les trois premières opérations (Mexique, Philippines, Costa

Rica) les banques se sont portées massivement sur les options de rachat (sec) ou d'échange contre bonds avec décote ; les options de réduction de taux d'intérêt et, plus encore, d'apport d'argent frais ont été relativement délaissées.

Pour le Venezuela, toutefois, les choix se sont révélés, à l'inverse, très favorables à l'argent frais. Ces surprises illustrent la difficulté d'évaluer correctement le prix relatif des diverses options. Elles montrent également que les choix de banques paraissent particulièrement sensibles aux évolutions de très court terme dans l'environnement économique : la hausse — probablement temporaire — des prix du pétrole après la crise du Golfe a sans doute joué un très grand rôle dans le mouvement vers l'option d'apport d'argent frais dans le cas du Venezuela.

Du point de vue des pays débiteurs, les bénéfices économiques des opérations jusqu'ici réalisées sont évidents, mais limités dans l'immédiat. Le principal de la dette a été pour partie éliminé et, pour partie, rééchelonné sur des durées longues. Dans une moindre mesure, les intérêts ont été réduits et leur taux transformé de variable en fixe ; d'où une moindre vulnérabilité, à l'avenir, du solde courant aux fluctuations de la politique monétaire des pays industrialisés. Mais, en regard, la contrainte de liquidité a été assez peu allégée : le faible succès des options de réduction d'intérêt et d'argent frais apparaît, à cet égard, d'autant plus préoccupant que les fonds procurés pour les garanties et soutiens publics se présentent sous forme de prêt, générant également un flux d'intérêt débiteur. Au total, l'allègement immédiat de la balance des paiements courants reste très généralement inférieur au déficit à combler.

165

Dans ces conditions, c'est principalement sur les effets indirects de la réduction de dette — restauration de la confiance et de l'investissement — que doivent compter désormais les débiteurs. Un tel enchaînement vertueux a pu être observé, dans le cas du Mexique, immédiatement après l'opération de réduction : ce pays a bénéficié d'un afflux immédiat de capitaux externes ; les taux d'intérêt ont pu être abaissés, et l'investissement relancé. Depuis, le Mexique a retrouvé un début d'accès normal au marché, avec la réalisation de quelques émissions publiques de bons. Dans ce succès, toutefois, les effets bénéfiques de la réduction de dette se sont combinés à l'amélioration spontanée de la conjoncture pétrolière, ainsi qu'à la poursuite du programme interne d'ajustement. Cette conclusion vaut également pour les autres pays : en elles-mêmes, les opérations de réduction de dettes ne conduisent pas au rétablissement spontané de la solvabilité et de la liquidité à court terme.

A certains égards, elles peuvent même contribuer à rendre plus difficile dans l'avenir la résolution de crises temporaires de liquidité. Elles introduisent, en effet, une rupture nouvelle dans les relations, certes contraires — mais jusqu'ici continues — entre les pays débiteurs et les banques créancières.

Les négociations pour la mise au point des plans de réduction se sont révélées beaucoup plus longues et contentieuses qu'on ne pouvait initialement espérer. Ces difficultés peuvent apparaître assez normales, et l'on considère le caractère à la fois novateur et sensible de la nouvelle stratégie. Mais, en conséquence de ces délais, un « vide » a été introduit dans le traitement de la

dette : pendant de longs mois, les pays débiteurs n'ont pu bénéficier ni de rééchelonnements, ni d'argent frais.

Ceci, joint à de faibles perspectives d'apport en liquidité résultant des premières opérations réalisées, a conduit de nombreux débiteurs — grands et petits — à cesser d'assurer le paiement normal de leurs intérêts. Les arriérés à ce titre ont connu, depuis deux ans, une croissance exponentielle passant de 3 à 15 milliards de dollars depuis le lancement du Plan Brady. Ainsi, disparaît peu à peu un des fondements essentiels de la coopération entre créateur et débiteur au cours des années récentes : le paiement régulier des intérêts, fût-il largement fictif, permettait néanmoins aux banques de gérer à leur convenance la dévalorisation comptable de leur créance, sans être contraintes par la réglementation de leur pays de résidence. La montée des arriérés constitue donc une préoccupation majeure de la communauté bancaire. Il n'existe probablement pas aujourd'hui, pour les grands débiteurs, de solution alternative ; c'est pourquoi le Fonds Monétaire International, en rupture avec sa politique précédente, tolère aujourd'hui de tels arriérés dans ses plans d'ajustement ; mais la situation créée pourrait se révéler dangereuse et très déstabilisatrice, dès lors que le stock d'arriérés devient partie intégrante du rapport de force futur entre le débiteur et ses banques créancières. Le Brésil offre, à cet égard, un exemple significatif.

166 Plus profondément, la stratégie volontaire introduit une rigidité dans la structure de la dette et de son traitement futur. De nombreuses banques, notamment parmi les moins importantes, ont choisi les options qui leur permettent de rompre tout lien juridique effectif avec le débiteur. D'autres ont obtenu que les nouvelles créances soient explicitement exclues de tout rééchelonnement futur. L'ensemble laisse au total le débiteur plus vulnérable face à une détérioration éventuelle de sa situation future. Il ne peut compter, au même titre qu'au passé, sur un effort concerté de financement temporaire de la part de ses créanciers en cas de difficultés. Pour cette même raison, après une réduction de dette, le pays débiteur perd tout « droit à l'erreur » en matière d'ajustement interne. Seule la crédibilité de son programme lui permet d'espérer un retour normal à l'accès au marché, et la solution d'éventuels problèmes de liquidité. Tout dérapage se traduirait inévitablement par une perte de confiance des marchés ; après la dissolution du réseau de relations que la stratégie concertée préservait entre les banques et les débiteurs, ceux-ci n'ont aujourd'hui d'autre recours, en cas de difficulté, que le défaut sur leur dette ou l'appel aux institutions internationales et créanciers publics.

LES AMÉLIORATIONS POSSIBLES

Beaucoup de propositions ou réflexions ont été avancées pour infléchir ou améliorer la stratégie de la dette. Mais toutes s'articulent autour de l'une ou l'autre des idées suivantes : renforcer le caractère concerté des réductions de dette, au détriment de l'approche volontaire ; privilégier la réduction du service

LES PLANS DE RÉDUCTION DE DETTES

— plutôt que du stock — de la dette ; introduire plus de flexibilité dans la conception et la mise en œuvre des opérations de réduction.

Une approche concertée de la réduction de dette

Les idées les plus radicales émanent, en ce domaine, de la communauté universitaire ou des experts de certaines organisations internationales. Elles visent à confier à un « médiateur de la dette », ou à une émanation du Fonds Monétaire et de la Banque Mondiale, le soin de définir, coordonner, voire imposer les modalités d'une réduction concertée de la dette et de son service. Dans ce contexte, pourrait être créé, selon l'idée de Jeffrey Sachs, une « facilité internationale de la dette », alimentée par les contributions des Etats et des organisations internationales. Les objectifs économiques poursuivis, et les contributions financières mises en œuvre, seraient identiques à ceux de l'approche actuelle. Mais au mécanisme institutionnel, décentralisé et volontaire, qui conduit aujourd'hui à la définition des menus d'options, se substituerait un processus centralisé sous l'égide d'une autorité multilatérale. Le médiateur — ou l'institution internationale — définirait le niveau souhaitable de la réduction, ses modalités, et la participation souhaitable des divers créanciers. Le traitement au cas par cas des divers débiteurs serait intégralement préservé. Mais l'octroi des concours publics serait subordonné à l'acceptation, par l'ensemble des participants, des conditions définies.

En l'état actuel, des propositions aussi extrêmes ont peu de chance d'aboutir. Mais on peut imaginer que les institutions financières internationales (FMI, Banque Mondiale, Banque Interaméricaine de Développement) se reconnaissent progressivement une capacité d'intervention plus importante dans la négociation et la détermination des menus d'option. Selon leurs lignes directrices actuelles, ces institutions se tiennent « à longueur de bras » des négociations ; elles sont en permanence informées de leur déroulement ; elles restent disponibles pour donner un avis, s'il est sollicité ; mais elles s'interdisent d'influencer, de quelque manière que ce soit, leur déroulement ou leurs résultats. En contrepartie, elles se réservent la possibilité de ne pas accorder le cas échéant leur concours. Cette dernière précaution est toutefois largement illusoire, tant il est inconcevable que ces institutions refusent de contribuer à une opération de grande envergure ayant recueilli l'accord de l'Etat débiteur et des principales banques commerciales. Une intervention plus active, et surtout moins tardive, dans la définition du menu d'options — et de sa compatibilité avec le programme d'ajustement — apparaît amplement justifiée, et pourrait se manifester dans la période à venir.

167

Renforcer la réduction du service — par rapport à celle du stock — de la dette

La réduction du service de la dette, par allègement des intérêts, apparaît attrayante à plusieurs titres : elle est facile à administrer, transparente, et peut s'appliquer à tous les créanciers de manière équitable. Elle maintient inchangées, pour l'avenir, les relations contractuelles entre débiteurs et banques créancières. Elle protège mieux les banques en cas de renversement

positif de la conjoncture ou de la situation économique du débiteur, car elle n'entraîne pas de renonciation à la créance en capital. Elle n'oblige pas, à ce titre, les banques à provisionner les pertes correspondantes. D'un point de vue économique, elle peut être conçue de façon à répercuter exactement sur le débiteur la décote souhaitée, par exemple par référence au marché secondaire. Elle peut également faire l'objet de garanties publiques, au même titre que la réduction du stock de la dette. Elle constitue enfin une solution évidente au dilemme du débiteur entre le maintien de sa liquidité à court terme, et la réduction de sa charge à moyen terme.

Il est donc particulièrement étonnant de constater qu'elle n'a rencontré, dans les opérations jusqu'ici mises en œuvre — et à l'exception très spécifique du Venezuela — qu'un succès limité. On peut en imaginer deux raisons principales : pour un grand nombre d'entre elles, les banques ne souhaitent pas conserver de relations directes et juridiques avec les pays débiteurs ; elles préfèrent donc constater immédiatement une perte en capital — souvent largement provisionnée — et renoncer au bénéfice futur d'une amélioration possible. Pour les gouvernements des pays endettés, symétriquement, la visibilité politique d'une réduction du stock de la dette la rend particulièrement séduisante. A tort ou à raison, les autorités paraissent estimer qu'une réduction importante de la dette nominale aura des effets majeurs sur les anticipations d'investissement. En outre, ceci permet aux débiteurs de conserver une plus grande part des profits éventuels nés du succès des programmes d'ajustement.

La question reste néanmoins posée, au vu des difficultés possibles de liquidité auxquelles devront peut-être faire face certains pays : des incitations plus importantes à la réduction du service de la dette ne devraient-elles pas être mises en place, par les institutions internationales, dans le cadre de leur programme de soutien et de garantie ?

Introduction de plus de flexibilité dans la conception et la mise en œuvre des opérations de réduction

Les modalités d'intervention du Fonds Monétaire International et de la Banque Mondiale pourraient, en premier lieu, être assouplies : en particulier, les ressources consacrées respectivement à la réduction du stock de la dette, et à celle de son service, pourraient être rendues fongibles. Dans au moins un cas — celui des Philippines — cette absence de fongibilité a contraint le montant des financements disponibles, et obligé le débiteur à réduire l'ampleur de l'opération initialement envisagée.

Mais, plus généralement, la réflexion s'oriente aujourd'hui vers la définition et la mise en œuvre pour les réductions de dette de programmes, continus dans le temps, par opposition aux opérations de grande ampleur réalisées « en un seul coup » pratiquées jusqu'ici. Des opérations de moindre ampleur, et plus échelonnées, minimiseraient les perturbations apportées au marché secondaire et, en conséquence, autoriseraient des réductions moins coûteuses. De même, un calendrier moins contraignant permettrait d'offrir des options plus différenciées, plus attractives pour un grand nombre de banques.

LES PLANS DE RÉDUCTION DE DETTES

Enfin, la moins grande visibilité des négociations réduirait leur sensibilité politique et leur caractère contentieux. Rien, techniquement, ne s'oppose aujourd'hui à la définition et la mise en œuvre de tels programmes.

Au-delà de la structure, et de la mécanique même des plans de réduction de dette, deux grandes questions paraissent dominer l'avenir immédiat. La nouvelle stratégie, en premier lieu, rend encore plus impératif le succès des programmes d'ajustement mis en œuvre dans les pays endettés. En rompant les relations concertées qui les liaient aux banques créancières, les pays débiteurs s'engagent à un véritable « quitte ou double ». En cas de succès, la réduction massive de la dette, appuyée sur un ajustement interne réussi, peut conduire à un retour normal à l'accès au marché. En cas d'échec, on peut difficilement envisager une nouvelle stratégie alternative. L'enjeu est d'autant plus lourd que, pour la plupart, ces pays sortent d'une longue période d'ajustement inégalement réussie ou achevée, caractérisée le plus souvent par une forte réduction de la croissance, une baisse profonde du niveau de vie, et l'apparition de graves inégalités régionales et sociales.

Une deuxième conséquence, aujourd'hui de plus en plus évidente, de la nouvelle stratégie, est le poids croissant des créanciers officiels — bilatéraux et multilatéraux — dans la dette des pays en voie de développement. Pour l'octroi de garanties et soutiens publics aux créances bancaires, ceux-ci se substituent partiellement aux créanciers privés. En outre, au moment même où les créances bancaires sont réduites ou éliminées, la dette publique est, elle, rééchelonnée. Il est mathématiquement clair que les créanciers publics se trouvent ainsi conduits à détenir une part rapidement croissante de la dette des pays en développement. Dès aujourd'hui, des appels de plus en plus forts se manifestent en faveur d'une réduction des dettes publiques et officielles. Mais ceci est une autre histoire.