

Prévention et résolution des crises : est-il impossible d'impliquer davantage le secteur privé?

Pour prévenir et résoudre les crises, il est important de mobiliser la participation du secteur privé. Mais il n'y a pas de solution universelle, et certaines des stratégies proposées peuvent précipiter les crises qu'elles sont censées empêcher.

Barry Eichengreen

POUR ARRIVER à résoudre les crises financières de notre époque, il est essentiel, lorsqu'elles surviennent, de trouver de meilleurs moyens de forcer les investisseurs à assumer leur part du fardeau. Les événements récents ont renforcé l'impression que les opérations internationales de sauvetage ont ménagé les créanciers et présentent un aléa moral. Le FMI a essayé diverses méthodes, notamment en faisant pression directement et de manière informelle sur les banques

internationales pour qu'elles prolongent leurs lignes de crédit et en imposant la renégociation des obligations d'État comme condition préalable à l'obtention d'une assistance officielle. La communauté officielle a encouragé l'inclusion de nouvelles dispositions dans les contrats de prêt, pour faciliter des restructurations ordonnées et offrir des solutions de rechange viables aux opérations de sauvetage de plus en plus massives financées par le FMI. Les gouvernements ont proposé, et les organisations internationales envisagé, des mesures plus radicales, y compris l'adoption de règles assortissant les prêts du FMI de formules de contribution des créanciers privés et un amendement des Statuts visant à sanctionner officiellement un moratoire sur les paiements.

Mais il n'y a guère eu de progrès sur cette question. La raison avancée par certains est que la mise à contribution du secteur privé est d'une immense complexité. Les créanciers sont hétérogènes, et il n'est pas certain que les créanciers bancaires et les détenteurs d'obligations puissent ou doivent être traités de la même façon. La logistique d'une restructuration ordonnée est une tâche redoutable dans le labyrinthe des instruments de crédit et produits dérivés, avec leur cortège de clauses. Avant tout, il est important d'éviter les innovations financières et mesures officielles aux effets pervers, qui précipiteraient les crises que les autorités cherchent justement à éviter. L'importance de ces difficultés incite certains pessimistes à conclure qu'une plus large participation du secteur privé



pourrait être impossible. Mais le problème est si pressant qu'il faut continuer à chercher la meilleure approche, qu'elle soit fondée sur des règles ou adaptée à chaque cas.

Pressions directes et indirectes sur les banques : la Corée et le Brésil

Contrairement à d'autres pays où les fondamentaux économiques posaient de graves problèmes, la Corée en 1997 s'est principalement heurtée à une crise de liquidité. L'économie était en train de se remettre d'un ralentissement en 1996, lorsque les prix des semi-conducteurs (qui dominaient les exportations) se sont effondrés. La faible croissance et la dépréciation des monnaies dans d'autres pays d'Asie mettaient déjà en doute la capacité de la Corée à poursuivre ses progrès. Avec la multiplication des faillites d'entreprises, on s'est de plus en plus interrogé sur la viabilité des banques auxquelles les *chaebols* (conglomérats industriels) étaient liés. En conséquence, les financements à l'étranger sont devenus de plus en plus coûteux pour les banques coréennes. Pendant ce temps, les investisseurs qui avaient essuyé des pertes dans d'autres pays d'Asie ont liquidé leurs investissements en Corée pour rééquilibrer leur portefeuille et se pro-

Il y a toutefois de bonnes raisons de penser que cette opération ne peut pas être répétée. Il est surtout improbable que les obligations envers les banques atteignent les mêmes proportions à l'avenir. Dans le cas de la Corée, la dette extérieure contractée sur le marché des obligations et des titres était particulièrement faible, ce qui a permis de l'exclure de l'accord de rééchelonnement. L'importance disproportionnée de la dette bancaire reflétait l'ouverture asymétrique du compte de capital de la Corée, qui rendait celle-ci beaucoup plus sujette aux crises. À mesure que, comme on peut l'espérer, les autres pays viendront à apprécier l'importance d'une ouverture plus symétrique du compte de capital, une telle erreur n'aura guère de chances de se reproduire.

Pour cette raison, un grand nombre de créanciers hétérogènes — au lieu d'une poignée de banques — seront appelés à participer aux opérations futures, et la pression exercée à cet effet par les pairs sera moins efficace. La pression morale exercée par les banques centrales, les autorités de réglementation et les gouvernements agira moins efficacement sur les fonds d'arbitrage, les fonds communs de placement et les investisseurs individuels que sur un petit nombre de banques internationales.

«Il n'est pas certain que les créanciers bancaires aient reçu le type de leçon qui les découragera de prêter dans une mesure excessive à l'avenir.»

curer des moyens de trésorerie, intensifiant les pressions sur le système financier.

L'approbation d'un appui du FMI le 4 décembre 1997 n'a apporté qu'un répit temporaire. Apprenant que la dette à court terme de la Corée était sensiblement plus élevée qu'ils ne le pensaient, et face à la réticence des autorités à fermer les banques en difficultés, les investisseurs internationaux ont perdu confiance. Les créanciers étrangers ont refusé de reconduire leurs prêts à court terme arrivant à échéance et retiré leurs fonds plus vite encore que le FMI et le Groupe des Sept n'en apportaient.

Des négociations d'urgence entre les banques commerciales étrangères créancières de la Corée et le nouveau gouvernement Kim Dae Jung furent menées entre Noël et le Nouvel An, sous l'égide et la pression morale des banques centrales du Groupe des Sept. Les banques américaines, européennes et japonaises acceptèrent de reconduire leurs crédits jusqu'à fin mars, permettant au gouvernement de négocier une restructuration plus exhaustive. Le 28 janvier 1998, la Corée et les banques concluaient un accord sur le rééchelonnement d'une dette de 24 milliards de dollars et un plan de substitution d'obligations garanties par l'État aux crédits bancaires.

Cette formule de contribution du secteur privé n'a pas entraîné de grosses pertes pour les banques créancières. Elles ont simplement accepté de reporter l'échéance de leurs créances contre une généreuse compensation. Tandis que ces mesures n'ont pas empêché une grave récession, elles ont facilité un rapide rétablissement de la solvabilité. La Corée a retrouvé accès aux marchés internationaux de capitaux dès le mois de mai 1998.

La Corée avait en outre l'avantage d'avoir une économie relativement robuste; c'est ce qui a permis de convaincre les banques qu'elle souffrait principalement d'une crise de liquidité plutôt que d'un mal plus profond tenant aux fondamentaux, qui aurait justifié de mettre sérieusement en doute sa capacité à assurer intégralement le service de sa dette, même restructurée. Le pays avait aussi l'avantage d'un nouveau gouvernement élu démocratiquement, qui était résolu à mener à bien des réformes économiques.

Une initiative analogue a été menée au Brésil au début de 1999. Dans ce cas, l'effort visant à persuader les banques de maintenir leurs lignes de crédit a été engagé après la dévaluation du *real*, mais avant le deuxième programme du FMI (postérieur à la dévaluation). Cette approche a certes limité l'utilisation des ressources du FMI pour le règlement des créanciers bancaires, mais les banques n'ont pas essuyé de pertes comparables à celles qu'ont subies d'autres investisseurs sur les marchés brésiliens. Il n'est donc pas certain que les créanciers bancaires aient reçu le type de leçon qui les découragera de prêter dans une mesure excessive à l'avenir.

Au Brésil, les autorités se sont employées à éviter de donner l'impression que les créanciers bancaires pourraient être contraints à prêter contre leur gré, par crainte d'inciter les banques — redoutant d'y perdre — à couper leurs lignes de crédit, précipitant la crise que les autorités cherchaient justement à prévenir. C'est en effet l'un des risques de la formalisation des procédures de mise à contribution des banques. Si les autorités nationales et le FMI signifient leur intention de s'adresser régulièrement aux banques en cas de crise, en exigeant qu'elles reportent l'échéance de leurs crédits, les banques



qui tiennent à leur liquidité et craignent les défauts de paiement y verront une incitation à prendre les devants en se retirant. Lorsque le problème est manifestement une crise de liquidité et qu'il devrait être possible de convaincre les banques qu'elles ont collectivement intérêt à rester, l'intervention du FMI pour les aider à coordonner leur action sur la base de cet équilibre plus efficient sera reconnue comme étant dans l'intérêt de tous. Mais, lorsqu'il peut s'agir d'un problème de solvabilité, les banques seront encore plus tentées de se retirer quand elles apprendront que les autorités entendent les mettre à contribution. Si le FMI décide de procéder régulièrement à des opérations du type de celles qui ont été effectuées en Corée, la nouvelle qu'un pays s'est adressé au FMI déclenchera aussitôt une crise. Dans la réalité, bien sûr, les prêteurs ne sont pas certains de la situation à laquelle ils vont devoir faire face. Ils seront presque toujours enclins à tirer leur épingle du jeu lorsqu'ils s'attendent à être enrôlés par les autorités. On peut en conclure que cette approche est à utiliser avec modération si l'on veut éviter qu'elle n'ait un effet déstabilisateur.

Préséance : le cas du Pakistan

Une question importante est de savoir si les créanciers prioritaires doivent être dispensés de participer aux accords de restructuration. Le cas du Pakistan, qui comprend des euro-obligations, est intéressant à cet égard. Aux prises avec un ensemble de difficultés économiques et politiques, le Pakistan a été amené en mai 1998 à demander au Club de Paris de renégocier plus de 700 millions de dollars d'euro-obligations en même temps qu'un montant de dettes beaucoup plus élevé envers ses créanciers officiels.

Lorsque les autorités d'un pays demandent au Club de Paris de renégocier sa dette officielle, elles sont tenues de demander un traitement comparable à ses créanciers privés. Les créanciers privés des demandeurs au Club de Paris sont traditionnellement des banques, et non des détenteurs d'obligations, étant donné que les pays à faible revenu surendettés auprès des créanciers officiels ont évidemment du mal à emprunter sur le marché obligataire. L'inclusion d'obligations dans la clause de comparabilité du procès-verbal du Club de Paris crée donc un précédent. Bien que ces nouvelles dispositions n'aient visé qu'une faible part des obligations extérieures du Pakistan, elles ont fait craindre aux détenteurs d'obligations que des pays comme l'Équateur, la Roumanie et la Russie ne suivent cet exemple.

L'objection soulevée par les participants au marché vient de ce qu'ils craignent qu'un traitement comparable des euro-obligations — qui ont toujours eu priorité sur les autres créances — ne perturbe l'accès au marché du crédit en empêchant les marchés émergents d'établir clairement un ordre de préséance, étant donné que l'une des entraves à l'accès au marché tient à l'absence de cadre légal définissant la priorité respective des créances. Ce manque de clarté dissuade les créanciers peu enclins au risque de prêter.

L'argument qui milite en faveur de l'exclusion des obligations aux fins de la comparabilité de traitement s'apparente au principe selon lequel des contrats de dette bien conçus pondèrent la valeur contraignante de la dette sanctionnée par le contrat initial avec les avantages, en termes d'efficacité,

de la restructuration d'obligations non viables lorsque le défaut de paiement menace. Mais un tel argument n'autorise nullement à présumer que les créances prioritaires sont à l'abri de la restructuration, pas plus que les créances prioritaires au plan intérieur doivent être exemptées de toutes les procédures de faillite. Il y aura des cas où la comparabilité doit s'appliquer aux euro-obligations comme aux autres créances. Parallèlement, la possibilité d'une mise à contribution des détenteurs d'euro-obligations risque de contrarier les efforts des économies émergentes qui cherchent à établir un ordre de préséance clair. Il est évident que cette question doit être examinée cas par cas.

Les obligations de type américain

Les pays répugnent à suspendre le service de leur dette pour amener les détenteurs d'obligations étrangers à participer à une restructuration de crainte que celle-ci ne soit coûteuse et difficile. Tel sera en particulier le cas des obligations de type américain qui dominent les marchés de la dette publique. Ces instruments requièrent typiquement le consentement unanime des détenteurs d'obligations aux conditions de toute restructuration, ce qui expose l'émetteur à la menace d'une action en justice intentée par les dissidents et risque d'inciter les parties concernées à faire jouer les clauses de défaut croisé sur les autres obligations et, par ricochet, les clauses d'accélération exigeant le remboursement de ces autres obligations. Contrairement aux crédits bancaires consortiaux, les obligations à l'américaine ne sont pas assorties de clauses imposant aux différents créanciers de partager avec les autres détenteurs d'obligations tout montant recouvré auprès du débiteur, ce qui décourage les actions en justice.

Ceux qui pensent que les pays devront, à l'occasion, recourir à un moratoire suivi d'une restructuration font valoir que ces dispositions devraient être modifiées. L'objectif est de faciliter l'ouverture de négociations — et, partant, de donner une solution de rechange à des opérations de sauvetage de plus en plus lourdes — en ajoutant des clauses de vote à la majorité, de partage et de représentation collective aux contrats obligataires. L'inclusion de clauses de ce type est la seule façon pratique de créer un environnement propice à une restructuration souple. Et la création d'un tel environnement est indispensable pour que le FMI et la communauté officielle puissent s'engager de manière crédible à ne pas voler, bourse déliée, au secours des pays en crise.

Si l'idée est si bonne, qu'attendent les marchés pour la mettre à exécution? L'une des réponses à cette question est que, tant que les marchés continuent de croire qu'ils peuvent compter sur le FMI pour éponger toutes les pertes, ils n'ont aucune raison de ne pas maintenir le statu quo.

Une autre réponse a trait à l'aléa moral. Les créanciers ne veulent pas affaiblir le caractère contraignant de la dette en modifiant les accords de prêt de telle manière que les emprunteurs pourraient être tentés de manquer à leurs obligations. Si la restructuration est rendue plus facile pour les débiteurs, les investisseurs peuvent craindre que le débiteur saute sur l'occasion au premier signe de difficulté et être ainsi incités à liquider les titres qu'ils détiennent sur celui-ci, précipitant le type de crise du marché obligataire que la com-

munauté des responsables de la politique internationale cherche justement à éviter.

Mais, si le caractère contraignant de la dette était la seule et unique considération, il n'y aurait plus qu'à abolir les procédures nationales de faillite et revenir à la peine de prison pour les débiteurs défaillants pour empêcher les emprunteurs nationaux de jamais manquer à leurs obligations. En fait, dans le contexte intérieur, la tentation qu'ont les débiteurs de manquer à leurs obligations est pondérée par ce que les débiteurs comme les créanciers ont à gagner, en termes d'efficacité, de l'élimination de la surcharge de la dette non viable et du rétablissement de la santé des entreprises fondamentalement viables. L'argument en faveur de clauses d'action collective dans les contrats obligataires repose sur le même raisonnement appliqué au marché obligataire international. Les clauses de vote à la majorité, de partage et de non-accélération peuvent faciliter la renégociation des dettes en souffrance, mais, si cela peut éviter une impasse prolongée, les investisseurs n'ont aucune raison de ne pas vouloir d'obligations qui en sont assorties.

Pour avancer dans cette voie, le FMI pourrait encourager ses membres à conditionner l'accès à leur marché intérieur à l'inclusion de ces clauses dans les obligations internationales, en indiquant qu'il est disposé à prêter à des taux plus attractifs aux émetteurs de titres de dettes assortis de telles dispositions. Pour leur part, les autorités de réglementation des États-Unis et du Royaume-Uni pourraient assujettir l'admission des obligations internationales sur leur marché à l'inclusion des clauses appropriées. Elles pourraient inclure les mêmes clauses dans leurs propres instruments de dette.

Le rôle du FMI

Lorsque les fondamentaux d'un pays posent de graves problèmes et que l'on craint que des concours officiels ne servent à renflouer des créanciers privés, le FMI devrait envisager d'encourager le pays à négocier le rééchelonnement de sa dette; pour donner à celui-ci un moyen de pression, il devrait conditionner ses décaissements à l'ouverture de négociations. Il n'est malheureusement pas certain que les conditions indispensables à la conclusion rapide de ces négociations — en particulier la cohésion du groupe des créanciers — resteront en place à mesure que la titrisation des marchés de capitaux avancera. Cela pourrait forcer le FMI à prêter à des débiteurs en situation d'arriérés.

C'est ce que le FMI fait depuis longtemps pour les pays dont le gouvernement fait des efforts d'ajustement concertés et négocie de bonne foi avec les créanciers. Mais c'est une approche qu'il convient d'adopter avec circonspection, dans des conditions soigneusement définies et cas par cas. Si l'on adoptait pour politique de prêter régulièrement aux pays en situation d'arriérés, la tentation d'accumuler des arriérés serait trop grande. Et, si l'on adoptait pour politique d'exiger des pays qu'ils renégocient leur dette commerciale pour pouvoir obtenir une assistance officielle, cela pourrait déclencher d'autres crises du fait que les banques et les détenteurs



M. Barry Eichengreen est titulaire de la chaire John L. Simpson d'économie et de sciences politiques à l'université de Californie, Berkeley.

d'obligations prendraient la fuite à la perspective de cette éventualité. L'étude des services du FMI de juin 1999 sur les prêts en situation d'arriérés développe un grand nombre de ces arguments. («IMF Policy on Lending into Arrears to Private Creditors», étude établie par le Département de l'élaboration et de l'examen des politiques et le Département juridique du FMI, est disponible sur le site Internet du FMI : www.imf.org.)

Étant donné les difficultés que soulèvent la plupart des propositions de mise à contribution du secteur privé, le FMI a un rôle à jouer en encourageant des politiques qui empêchent le problème de se poser en premier lieu. De meilleures politiques macroéconomiques peuvent limiter l'incidence d'effondrements des monnaies qui compromettent la situation financière des banques et des entreprises ayant des engagements extérieurs non couverts. Une souplesse accrue du taux de change peut encourager les

banques et les entreprises à couvrir ces risques, ce qui empêcherait que de brusques fluctuations des monnaies se transforment en crise financière. Les politiques de gestion de la dette qui évitent une dépendance excessive vis-à-vis de la dette à court terme et la concentration des échéances peuvent aider à empêcher une crise de la dette et réduire le risque de refinancement. L'adoption d'une législation des faillites transparente et l'indépendance du système judiciaire peuvent empêcher les problèmes d'illiquidité et d'insolvabilité de se répercuter sur l'ensemble de l'économie lorsque les investisseurs pris de panique se ruent sur les sûretés. Même si c'est un lieu commun, qu'il s'agisse de la participation du secteur privé ou de tout autre aspect des crises financières, mieux vaut prévenir que guérir.

Conclusions

Mon examen des tentatives de mise à contribution du secteur privé tend vers deux conclusions. La première est qu'il y aura toujours des cas où même des créances prioritaires doivent être restructurées. Tandis que les pays ont intérêt à établir un ordre de priorité clair, la communauté internationale a intérêt à contenir l'aléa moral qui se présenterait si les créanciers prioritaires étaient automatiquement dispensés d'appliquer des marges de sécurité. Le fait est que le FMI se trouve dans une situation délicate, dans la mesure où il ne peut prétendre qu'il n'a pas d'enjeu dans cette décision. Tant qu'il accordera des financements, il lui appartiendra de décider s'il doit prêter suffisamment pour que les créanciers prioritaires ne soient pas mis à contribution.

Deuxièmement, la mise à contribution du secteur privé devra se faire cas par cas. Des règles précisant les modalités et les circonstances de la contribution des créanciers risqueraient de précipiter d'autres crises. Dès lors qu'un pays demanderait l'appui du FMI, les créanciers s'attendraient à être enrôlés dans l'opération de sauvetage, ce qui les inciterait à battre en retraite. Un traitement cas par cas peut paraître arbitraire et compliqué, mais il a le mérite de ne pas présenter ce risque d'aggraver le problème. **F&D**