



Les conditions
d'une riposte
plus efficace.

Surmonter les CRISES

Inutu Lukonga

IL NE SERAIT certes pas réaliste de penser que toutes les crises financières sont évitables, mais qu'avons-nous fait jusqu'ici pour en réduire le nombre et la gravité? Le FMI continue à privilégier la surveillance et les réformes macroéconomiques et structurelles : régimes de change appropriés, meilleure gestion de la dette et des réserves, budgets équilibrés et prévoyants, et secteurs financiers efficaces et diversifiés. Mais une crise peut encore se produire si un pays subit des chocs assez graves et s'il rechigne à appliquer des politiques saines ou en est incapable. Les mesures correctives dépendent de la situation du pays. Toutefois, quand un pays accumule une dette insoutenable et ne dispose d'aucune solution macroéconomique susceptible de résorber la crise, le FMI lui recommande de restructurer sa dette souveraine — au grand dam de certains pays en développement et opérateurs de marché.

À l'Assemblée annuelle du FMI et de la Banque mondiale tenue à Prague en septembre 2000, la communauté internationale a adopté l'idée d'un nouveau cadre associant les créanciers privés à la résolution des crises. Ce cadre s'appuie sur une démarche volontariste axée sur le marché, mais permet de restructurer la dette en cas de nécessité absolue. De toute évidence, le mécanisme de restructuration de la dette souveraine (MRDS) proposé par le FMI a suscité le plus de réactions, tant positives que négatives. Mais il ne constitue qu'un volet d'une stratégie plurielle de résolution des crises lancée pendant la crise mexicaine de 1994, les autres volets consistant à renforcer les analyses de viabilité de la dette, accroître la prévisibilité de l'accès à des concours exceptionnellement élevés du FMI, rationaliser les mécanismes de financement existants et clarifier les règles d'octroi de crédit aux pays en situation d'arriérés envers des créanciers privés.

Collaborer avec le secteur privé

Dans la plupart des cas, le FMI peut aider les pays à surmonter leurs difficultés de balance des paiements sans pousser les créanciers privés à agir contre leur gré. D'ordinaire, une aide financière modeste et un accord portant sur un programme d'ajustement et de réforme économique convaincant suffisent à rétablir la confiance des investisseurs et créanciers privés et, partant, l'accès aux capitaux privés étrangers.

Qu'en est-il d'un pays ayant un gros besoin de devises à court terme (d'un montant supérieur aux plafonds prévus par le FMI et les autres créanciers officiels) et peu de chances d'en obtenir assez rapidement sur les marchés privés? Ou d'un pays ayant une dette vraiment insoutenable et confronté à une crise de solvabilité, et non à un problème de trésorerie à court terme?

Dans des situations aussi extrêmes, les créanciers privés pourraient partager la charge de la restructuration en limitant leurs exigences de remboursement ou en acceptant de réduire la valeur réelle de leurs créances. Toutefois, au lieu de s'exposer aux aléas d'une rencontre avec leurs créanciers, les autorités nationales tentent presque invariablement de se racheter en prenant des mesures économiques moins crédibles. Par ailleurs, chaque créancier a intérêt à tirer son épingle du jeu le plus rapidement possible pour éviter de se faire «doubler» — c'est le fameux problème de l'action collective. La difficulté de s'accorder sur les modalités d'une répartition équitable des pertes pourrait aussi prolonger le processus. En

«Le FMI continuerait à affirmer sa volonté d'appuyer financièrement le programme d'ajustement des autorités — sans intervenir dans les discussions entre créanciers et débiteurs.»

conséquence, les pays débiteurs et leurs créanciers paient un prix élevé qui se traduit par une baisse de l'activité économique et du revenu national, des difficultés économiques pour la population et une perte de la valeur des créances pour ceux qui les détiennent. Souvent, l'incertitude entourant la résolution de la crise dans un pays donné dévalorise la dette des autres pays en développement.

Pour accélérer le rééchelonnement nécessaire des dettes insoutenables et aider les pays à résoudre rapidement ces problèmes, le FMI cherche à élaborer un cadre plus ordonné et plus transparent de restructuration de la dette souveraine. Il s'inspire de deux approches complémentaires, qui visent à coordonner un groupe de créanciers dispersés, capables d'engager des poursuites dans diverses juridictions pour préserver leurs droits.

Les clauses d'action collective

La première approche — dite *contractuelle* — consiste à invoquer les dispositions contractuelles des obligations souveraines internationales. Ainsi, les clauses d'action collective (CAC) limiteraient la capacité des créanciers dissidents de s'opposer à la majorité et d'intenter une action pour réclamer un remboursement intégral, comme au Pérou en 2000. Les obligations émises en vertu du droit anglais comportent

généralement de telles clauses. Mais la plupart des obligations relèvent de la législation de l'État de New York, qui ne prévoit pas cette disposition favorable à la majorité, mais oblige tous les détenteurs d'obligations à se mettre d'accord sur toute modification des modalités de paiement.

Pourquoi d'autres marchés n'utilisent-ils pas ces clauses? Bien des organisations du secteur privé et émetteurs d'obligations des marchés émergents craignent que les premiers émetteurs qui adopteront les CAC dans les pays où cette pratique n'est pas encore la norme devront payer un prix sensiblement plus élevé. Mais rien ne prouve qu'il en sera toujours ainsi quand une nouvelle pratique sera établie sur le marché. En effet, près de 20 % de la valeur nominale totale des obligations sur l'indice EMBI (obligations des marchés émergents) relèvent actuellement du droit anglais. En effet, nombreux sont les émetteurs des marchés émergents qui soumettent leurs obligations libellées en euros ou en dollars à la législation anglaise, et rien n'indique qu'elles vailent moins que les obligations de droit new-yorkais.

Afin de promouvoir le recours aux CAC dans les contrats de dette, il a été proposé que les principaux investisseurs institutionnels et banques d'affaires actifs sur les marchés obligataires émergents conçoivent de nouvelles clauses modèles. Les grands pays industrialisés pourraient donner l'exemple en les intégrant aussi à leurs obligations ou en les imposant par voie réglementaire pour les nouvelles obligations émises sur leurs marchés par d'autres pays. Plusieurs pays industrialisés acceptent maintenant d'inclure des CAC dans une partie de leur dette extérieure, mais l'éventualité d'imposer une telle démarche par voie réglementaire ou d'exiger une cotation en bourse suscite des réactions mitigées.

Le FMI encourage l'inclusion des CAC dans les contrats de dette et commence à suivre leur utilisation dans les nouvelles émissions obligataires. Mais il n'en fera pas une condition d'accès à ses concours — encore que ces clauses peuvent être requises pour de nouvelles émissions dans le cadre d'une restructuration de la dette de pays en situation d'arriérés (voir page 22). Reste à savoir si ces mesures prises par le FMI auront un impact majeur.

De manière générale, les CAC ne sont pas une panacée, car elles ne garantissent pas automatiquement une restructuration ordonnée, ni n'assurent une couverture universelle de la dette souveraine. Elles ne fonctionnent qu'au cas par cas, l'assentiment d'une supermajorité de détenteurs de chaque obligation étant nécessaire pour valider une restructuration. Quand plusieurs émissions obligataires doivent être restructurées, les CAC ne sont pas efficaces si un groupe d'investisseurs réticents obtient le contrôle d'une émission donnée. En outre, une grande partie de la dette souveraine existante ne comporte toujours pas ces clauses, et le changement sera lent, car il faudra du temps pour remplacer les obligations venant à échéance par de nouvelles émissions comportant des CAC.

L'approche légale et réglementaire

La deuxième approche — dite *légale et réglementaire* — vise à donner un fondement juridique à une action collective

des créanciers. Elle permettrait à un pays débiteur et à une supermajorité de ses créanciers de conclure un accord liant tous les créanciers et portant sur l'ensemble de la dette souveraine tout en respectant l'ordre de priorité des créances. Actuellement, il n'existe pas de code international d'insolvabilité permettant à un pays et à ses créanciers de conclure rapidement un accord de restructuration à l'instar des sociétés. L'absence d'un solide cadre juridique pour l'action collective pourrait rendre la restructuration plus lente, moins ordonnée et plus imprévisible qu'on ne le souhaiterait, et elle imposerait des coûts superflus au pays débiteur et à ses créanciers.

Le FMI espère que le MRDS — proposé par la Première Directrice générale adjointe, Anne Krueger, en novembre 2001 et révisé par la suite pour en donner l'initiative aux créanciers — encouragerait les débiteurs ayant une dette insoutenable à contacter rapidement leurs créanciers, de préférence avant la cessation des paiements au titre du service de la dette, sans décourager les pays ayant une dette soutenable d'en assurer le service. Dans le cadre du MRDS, si une majorité qualifiée de créanciers adopte un programme de restructuration avec un pays débiteur, les créanciers dissidents ne pourraient pas le bloquer. Des dispositions semblables existent déjà dans les contrats d'obligation de droit anglais, à la différence qu'un seul vote suffirait pour restructurer une multitude d'obligations. Une supermajorité de créanciers pourrait également accorder au débiteur une suspension temporaire des poursuites en justice, et accorder un statut privilégié aux nouveaux apports privés et ne pas les soumettre à la restructuration, encore que les modalités dépendront de la conception du MRDS. Par ailleurs, un forum indépendant de règlement des différends serait établi pour vérifier les créances, assurer l'intégrité du vote et arbitrer les éventuels différends entre créanciers. Le FMI continuerait à affirmer sa volonté d'appuyer financièrement le programme d'ajustement des autorités — sans intervenir dans les discussions entre créanciers et débiteurs. Son appui encouragerait les pays débiteurs à appliquer des mesures protégeant la valeur des créances et limitant les perturbations économiques inhérentes à la restructuration de la dette.

Le MRDS comporte trois particularités qui le distinguent du dispositif de restructuration majoritaire prévu dans les clauses d'action collective. Premièrement, le MRDS couvrirait d'emblée la totalité de la dette souveraine extérieure existante dès son entrée en vigueur, alors que les CAC ne seront appliquées à l'encours total de la dette souveraine qu'au bout d'un certain temps. Deuxièmement, les CAC ne lieraient les créanciers que pour la même émission obligataire, tandis que le MRDS permettrait de décider, par un seul vote, de la restructuration de plusieurs instruments obligataires comme on le fait pour la dette commerciale. Troisièmement, la création d'un seul forum de règlement des différends assurerait l'intégrité du processus et permettrait d'éviter des ambiguïtés de langue ou d'interprétation.

Des progrès sensibles ont été réalisés, mais certains problèmes doivent être réglés avant que le mécanisme ne devienne opérationnel. Par exemple, l'ampleur de la dette à restructurer et les modalités de fonctionnement du forum

Comment fonctionnerait un mécanisme de restructuration de la dette?

Il faudra certes du temps pour définir toutes les modalités du MRDS — projet que le FMI s'efforce de peaufiner avant ses réunions du printemps 2003 —, mais le Conseil d'administration en a déjà examiné deux aspects importants.

Le premier concerne les types de dette à restructurer. Seraient visées les créances privées de droit étranger ou relevant de tribunaux étrangers, qui représentent le principal problème d'action collective. La dette souveraine de droit national soumise à la juridiction nationale serait exclue, du moins initialement — il s'agit là d'une pomme de discorde, car la dette de droit national est un problème crucial dans bien des crises. Le Club de Paris prévoit déjà un mécanisme efficace et souple de restructuration des créances officielles bilatérales, qui seraient également exclues du MRDS. À l'évidence, il faudra dans bien des cas restructurer les créances de droit national et celles du Club de Paris, ainsi que celles de droit étranger détenues par des créanciers privés, pour obtenir la réduction voulue de la dette et du service de la dette. Par conséquent, il importera d'établir des mécanismes adéquats pour coordonner la restructuration de la dette privée extérieure et des autres dettes.

Le deuxième aspect du MRDS concerne l'établissement éventuel d'un forum de règlement des différends indépendant du FMI. Ce forum se contenterait d'administrer le vote permettant à une supermajorité de créanciers de prendre des décisions et de régler des différends entre créanciers qui apparaissent pendant le vote. Un tel forum éviterait les conflits attribuables à des interprétations différentes dans des juridictions différentes et assurerait une interprétation uniforme des dispositions du MRDS.

de règlement des différends ne font pas encore l'objet d'un consensus (voir encadré). En outre, le FMI cherche à définir le cadre macroéconomique à adopter pendant une restructuration et les mesures pouvant limiter les perturbations économiques que déclencherait quasi inévitablement une décision de restructuration de la dette souveraine. Le MRDS éliminerait certains obstacles juridiques à une restructuration rapide et ordonnée de la dette, mais pas la nécessité de réaliser les ajustements macroéconomiques permettant au pays de satisfaire aux obligations de la dette rééchelonnée, d'adopter des modalités de paiement conformes à son programme d'ajustement ou de prendre des mesures pour préserver son système bancaire.

Enfin, les 184 pays membres du FMI devraient approuver la proposition et modifier éventuellement leur législation en conséquence. Actuellement, de nombreux pays à marché émergent craignent que le MRDS augmente leurs coûts d'emprunt ou limite leur accès au marché. Bien des opérateurs privés craignent que ce mécanisme prive les détenteurs d'obligations de certains droits. Eu égard à ces préoccupations, il est fort peu probable qu'une proposition aussi radi-

cale se réalise. Mais les cyniques constateront que, pour la première fois depuis plus d'une décennie, il existe une volonté politique ferme de concevoir un meilleur système et un cadre juridique plus robuste pour mener à bien des restructurations inévitables.

Autres outils

Aussi utiles que soient le MRDS et les CAC, ils ne constituent ni des solutions adéquates pour toutes les crises, ni même la solution finale pour les crises nécessitant une restructuration de la dette souveraine. Les pays auront toujours besoin de concours financiers temporaires pour surmonter une véritable crise de liquidités, surtout une crise attribuable aux conditions du marché extérieur, et non pas à la politique intérieure. En l'occurrence, il se peut qu'un soutien financier officiel, parfois peut-être assez élevé par rapport aux limites traditionnelles d'accès aux ressources du FMI, soit approprié. C'est pourquoi le FMI envisage une autre série de réformes.

Clarifier la politique du FMI en matière de crédits aux pays en situation d'arriérés. Depuis la fin des années 80, le FMI a octroyé des prêts à des pays en situation d'arriérés envers des créanciers privés étrangers, à condition qu'ils appliquent des mesures judicieuses et fassent un effort de bonne foi pour collaborer avec les créanciers. Cette politique, initialement axée sur les prêts des banques commerciales, a été élargie en 1998 pour englober les arriérés au titre des obligations souveraines internationales et des autres concours privés non bancaires.

Le FMI a révisé récemment sa politique de crédits aux pays en situation d'arriérés afin de préciser les mesures raisonnables à prendre pour conclure en temps voulu un accord de fond avec les créanciers privés. Le Conseil d'administration a approuvé de nouveaux principes et procédures pour promouvoir un dialogue effectif pendant la restructuration. Premièrement, quand un pays membre établit la nécessité d'une restructuration de sa dette, il doit engager avec ses créanciers un dialogue qui doit se poursuivre jusqu'à la fin du processus. Deuxièmement, le pays doit partager en temps voulu des informations pertinentes et non confidentielles avec tous les créanciers. Troisièmement, il doit donner aux créanciers l'occasion de participer d'emblée à la mise au point des stratégies de restructuration et à la conception de chaque instrument. Si un cadre officiel de négociation est nécessaire et si les créanciers ont constitué rapidement un comité représentatif, le pays doit être disposé à négocier avec ce comité.

Clarifier et rendre plus prévisible la politique d'accès aux ressources du FMI. Le FMI a renforcé la politique d'«accès exceptionnel» à ses ressources pour aider les pays faisant face à une crise du compte de capital. Il est disposé à leur accorder des concours plus élevés que d'habitude si les conditions suivantes sont réunies :

- Le pays a besoin de concours financiers du FMI dépassant les limites normales, car son compte de capital est soumis à des pressions exceptionnelles.

- Une analyse rigoureuse et systématique révèle que la dette du pays est soutenable.

- Le pays a de bonnes chances d'accéder de nouveau aux marchés de capitaux privés pendant la période où il bénéficie des ressources du FMI.

- L'action des pouvoirs publics — y compris non seulement le programme d'ajustement, mais aussi les capacités institutionnelles et politiques d'exécution de ce programme — a de bonnes chances de succès.

Des procédures de sauvegarde ont été établies pour accroître la transparence des décisions d'accès exceptionnel aux ressources du FMI.

Réviser les mécanismes de financement. Le FMI a révisé ses instruments de prêt, éliminant ceux qui étaient peu utilisés, en créant de nouveaux, et renforçant ceux qui existent. L'un de ces instruments, la ligne de crédit préventive (LCP) — créée en 1999 pour aider les pays victimes de contagion financière — n'a pas été utilisé à ce jour et est donc en cours de révision. Il s'agit d'un mécanisme de précaution pour les pays qui ont une politique économique et un système financier sains, mais qui sont vulnérables à la contagion. En cas de crise, un pays admissible d'avance peut obtenir immédiatement une portion importante du prêt. De façon plus générale, le FMI se livre à une révision d'envergure de sa conditionnalité (voir «En bref», à la page 3), question dont la portée dépasse largement celle des crises des comptes de capital.

Améliorer l'analyse de viabilité. Enfin, le FMI est en train de mettre en place un cadre plus systématique d'évaluation de la viabilité de la dette (voir l'article sur la dette à la page 12) qui devrait renforcer le diagnostic des problèmes, améliorer la conception des programmes économiques et étayer les décisions de financement. **F&D**

Inutu Lukonga est économiste principal au Département de l'élaboration et de l'examen des politiques du FMI.

Pour en savoir plus...

Le site Internet du FMI (www.imf.org) est une mine d'informations sur la politique de l'institution en matière de prévention et de résolution des crises. Les fiches techniques sur ses politiques et initiatives constituent un bon point de départ, par exemple «The IMF and the Private Sector», <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/privsec.htm>, et «Sovereign Debt Restructuring Mechanism», <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/sdrm.htm>. Les notes de synthèse sont une autre bonne source d'information (voir, par exemple, «Résolution et prévention des crises financières : le rôle du secteur privé», <http://www.imf.org/external/np/exr/ib/2001/fra/032601f.htm>), de même que les notes d'information au public, en particulier «IMF Concludes Discussions on Review of Access Policy in the Credit Tranches and Under the Extended Fund Facility», NIP n° 01/102, <http://www.imf.org/external/np/sec/pn/2001/pn01102.htm>, et «IMF Board Completes Review of IMF Financial Facilities», NIP n° 00/101, <http://www.imf.org/external/np/sec/pn/2000/pn00101.htm>.