

CRISE DE LA DETTE SOUVERAINE : L'ACTION MULTILATÉRALE APRÈS LE REJET DE LA PROPOSITION KRUEGER

Après le rejet de la proposition de "loi de faillite pour les Etats" avancée par le Fonds monétaire international, le principe d'une restructuration des émissions obligataires souveraines par l'appel aux clauses d'action collective, de nature contractuelle, semble devoir se généraliser. Souples et peu contraignantes, ces dernières laissent toutefois en suspens les enjeux les plus larges de la gestion de crise : la coordination avec les porteurs d'autres créances publiques, l'articulation entre les créanciers et le Fonds, puis entre la négociation financière et les engagements de politique économique pris par le pays. Inévitablement, ces enjeux feront surface à travers la question du moratoire unilatéral sur la dette extérieure et du contrôle à la sortie des capitaux. De telles décisions unilatérales placeront à nouveau le FMI face à cette question stratégique : une règle multilatérale peut-elle définir les conditions dans lesquelles une autorité publique serait autorisée à intervenir dans des contrats privés, échangés sur les marchés de capitaux globalisés ?

La réunion des principaux actionnaires de la Banque mondiale et du Fonds monétaire international, en avril dernier, a vu l'abandon discret mais décisif de la proposition de "loi de faillite pour les Etats souverains". Lancé à la fin 2001 par la direction du Fonds et notamment par Anne Krueger, son numéro deux, ce projet avait fait l'objet de travaux préparatoires lourds qui n'ont pas permis de désarmer ses principaux opposants : le secteur financier privé, plusieurs pays émergents dont le Brésil et le Mexique, et, après de longues hésitations, le gouvernement américain. C'est donc un échec sérieux pour cette institution, qui suit celui de la "ligne de crédit contingente" : cette autre innovation adoptée en 1999 codifiait les stratégies suivies pendant les années antérieures, mais elle n'a eu aucune suite. Le débat sur la "nouvelle architecture financière internationale" a abouti ainsi à une nouvelle impasse, soulignant un peu plus la faiblesse des progrès enregistrés depuis la crise en Asie.

■ La proposition du FMI

La proposition du Fonds monétaire partait d'un constat largement partagé : depuis le début des années 1990, la désintermédiation d'une grande partie des flux de capitaux vers les économies émergentes rend problématique toute

restructuration des dettes souveraines. En particulier on ne peut plus recourir à la méthode suivie dans les années 1980, fondée sur l'interaction réglée du FMI, des pays en défaut et des différentes classes de créanciers : le Club de Paris, réunissant les prêteurs publics, et les Clubs de Londres représentant les banques commerciales¹. Aujourd'hui, la multiplicité des investisseurs, les incitations et les contraintes très variables auxquelles ils répondent, la diversité juridique des contrats de dettes sont autant d'obstacles à la définition d'une nouvelle règle d'action collective, face aux défauts souverains.

Or, ces événements sont récurrents et ils créent par excellence des risques systémiques, au sens où ils testent la capacité des marchés à absorber les crises et à leur survivre. Le contre-exemple absolu reste celui des années 1930 : en l'absence de structure de négociation (et dans un contexte international spécifique), de nombreux pays ont répudié leur dette et les flux de capitaux privés vers les économies en développement ont disparu pendant près de quarante ans². C'est la raison pour laquelle le débat qui vient de se conclure pourra avoir des conséquences lourdes : il traite d'un bien public à la fois précieux et fragile.

A ces enjeux nouveaux des années 1990, la proposition du FMI (baptisée SDRM, pour *Sovereign Debt Restructuring Mechanism*) apportait une réponse radicale³. Un Forum spécialisé (le

1. W.R. Cline (1995), *International Debt Reexamined*, Institute for International Economics, Washington.

2. H. James (2001), *The End of Globalization, Lessons from the Great Depression*, Cambridge, Harvard University Press.

3. Voir la version finale de la proposition : FMI (2003), "Proposed Features of a Sovereign Debt Restructuring Mechanism", prepared by the Legal and Policy Development Review Departments, 12 février. Pour une revue des multiples critiques et contre-propositions qui ont alimenté le débat, voir : M. Miller (2002), "Sovereign Debt Restructuring: New Articles, New Contracts — or No Change?", *International Economics Policy Briefs* PB02-3, International Institute of Economics, avril.

Sovereign Debt Dispute Resolution Forum), logé au Fonds mais statutairement autonome, devait assurer la coordination entre le pays en défaut et les multiples porteurs de titres. Ce cadre d'interaction en principe prévisible, fiable et rapide aurait prévenu les risques d'impasse stratégique, de prise en otage de la négociation ou de cavalier seul. Et pour cela, ce Forum devait avoir la capacité légale d'imposer à des investisseurs minoritaires une décision votée à la majorité qualifiée des porteurs (75%) – par exemple une réduction de créance. Ici apparaît la figure du "juge de faillite" qui, dans le cas d'une entreprise privée, sanctionne la décision majoritaire par un *jugement* – c'est-à-dire un acte juridiquement supérieur au contrat privé.

Ce mécanisme était fondé sur deux principes, qui ont concentré toutes les résistances. D'une part, le SDRM impliquait une intervention publique dans les contrats privés ; celle-ci, surtout venant du Fonds, a été refusée par le secteur financier privé⁴. D'autre part, l'autorité légale conférée au Forum aurait eu nécessairement un caractère supranational très marqué : elle lui aurait permis de bloquer l'appel par des investisseurs minoritaires aux cours de justice américaines (Wall Street) ou anglaises (la City), pour défendre leurs droits contractuels initiaux. Toutes choses égales par ailleurs, on aurait donc créé une instance comparable au Tribunal pénal international, dont les jugements ne sont pas limités par les garanties que chaque pays signataire offre à ses nationaux. C'est en quoi cette nouvelle règle allait bien au-delà du multilatéralisme classique, fondé sur la coopération des souverainetés.

■ Les clauses d'action collective

Où en est-on après l'abandon de la proposition de faillite souveraine ? Le débat sur la gestion des crises de paiements est-il revenu à la case-départ ? Sur un point non-négligeable, le secteur financier privé et plusieurs pays émergents ont fait un pas en avant : ils ont admis – peut-être sous la menace du SDRM – que l'improvisation complète face aux défauts souverains pouvait être dangereuse. Ils se sont donc ralliés au principe d'une règle contingente de renégociation, tout en refusant de lui donner le caractère "statutaire" ou judiciaire qui caractérisait le SDRM. Ce sont les *clauses d'action collective* (CAC), pratiquées de longue date sur la place de Londres, mais étrangères jusqu'à aujourd'hui aux pratiques de Wall Street⁵. Il s'agit, là aussi, de règles de coordination et de vote à la majorité qualifiée (par exemple 70% ou 80%), mais qui, cette fois-ci, restent entièrement inscrites dans les termes de chaque contrat de dette. C'est pourquoi les

CAC sont "volontaires", c'est-à-dire agréées *ex ante* par les investisseurs privés, là où *ex post* le SDRM aurait fait entrer dans le jeu un acteur tiers, doté de pouvoirs redoutables.

Le principal avantage des CAC est sans conteste leur légèreté institutionnelle. Elles s'inscrivent dans les pratiques habituelles des marchés financiers qui, en cas de défauts privés, recourent régulièrement à des procédures de conciliation ou d'arbitrage, en marge des institutions judiciaires ou à "l'ombre de la loi"⁶. Les défenseurs d'une telle approche ont pu souligner, *a contrario*, les risques encourus avec une règle dure, de type SDRM : l'histoire du droit des faillites, tant aux Etats-Unis qu'en France et en Angleterre, montre qu'en cas de dysfonctionnement ou de contrainte excessive, les agents ont toujours eu tendance à contourner la règle juridique ; ceci, en retour, a pu créer des distorsions et des risques de marché accrus.

Identifier maintenant les inconvénients et donc les risques portés par les CAC demande de distinguer trois niveaux d'analyse.

Le premier a été, à de rares exceptions près, le seul pris en compte dans le débat récent : c'est le problème d'action collective entre les investisseurs obligataires. Ici les limites des CAC sont le revers de leur relative légèreté : elles répondent seulement au problème de coordination des porteurs d'une même émission obligataire. Ceci laisse en suspens le problème du stock actuel d'émissions internationales dépourvues de CAC, qui pourront être prises dans un futur défaut. Surtout, se pose la question durable de la coordination *entre émissions* c'est-à-dire entre structures contractuelles dont l'étanchéité les unes aux autres aurait été brisée par le Forum, de la même manière que le juge de faillite force les différents créanciers à négocier collectivement⁷. A ce stade, le débat sur les mérites respectifs des approches contractuelle et statutaire était difficile à trancher. La conciliation et l'intérêt commun à une solution constructive suffiront-ils ? Seule l'expérience apportera sur ce point une réponse incontestable. En fait, les difficultés principales apparaissent au-delà de ce cadre restreint.

Le second problème renvoie en effet aux autres types de dettes publiques qui peuvent contribuer à la crise financière, et que les CAC ignorent entièrement. Au contraire, la discussion sur le SDRM, dont la première version était centrée sur la coordination entre émissions de marchés, avait été rapidement élargie au cas des crédits bancaires internationaux, puis à celui plus problématique du Club de Paris ; enfin, inévitablement, s'était posé le problème de la dette interne de l'Etat⁸. Ainsi, par une règle explicite ou bien du fait des incitations créées par la logique du SDRM, les acteurs initiaux de la négociation auraient

4. Le FMI a cherché à multiplier les garanties sur ce point, après les critiques reçues par le premier texte d'Anne Krueger. Les mêmes résistances avaient également été exprimées par nombre d'ONG, qui, par ailleurs, avaient pu défendre une approche de type judiciaire. Voir par exemple : Jesuits for Debt Relief and Development (1999), "The case for an International Insolvency Court", Washington, septembre.

5. Voir EMTA (2002), "EMTA Proposition Regarding the Quest for More Orderly Sovereign Work-Outs", octobre, (www.emta.org).

6. Voir : P. Brierley & G. Vlieghe (1999), "Corporate Workouts, the London Approach and Financial Stability", *Financial Stability Review*, 7 novembre.

7. Voir *La Lettre du CEPII*, "La crise en Equateur et l'architecture financière internationale", mars 2000.

8. Voir notamment FMI (2002), "Sovereign Debt Restructuring Mechanism - Further Considerations", prepared by the International Capital Markets, Legal and Policy Development Review Departments, 14 août.

été conduits beaucoup plus directement à coordonner leur action avec les autres créanciers intéressés à une sortie ordonnée de la crise. Du fait de son caractère compréhensif, l'accord obtenu aurait répondu à un critère d'efficacité économique (la stabilisation du pays et des marchés) et à un critère d'équité (entre les sacrifices du pays et ceux des différents porteurs de créances)⁹. Avec l'élargissement du périmètre de l'action collective, c'est le contenu du bien commun qui s'enrichissait.

Telle est *in fine* la logique d'une faillite : en brisant l'arbitraire des droits contractuels, qui porte à la recherche de solutions individuelles à la crise (typiquement la ruée sur les actifs), cette *institution* modifie profondément les règles de comportement et fait émerger plus aisément l'intérêt de chacun à une approche coopérative – investisseurs, banques internationales, porteurs de bons du trésor locaux, créanciers publics. Ceci, par définition, n'est pas possible avec une règle contingente de type contractuel.

■ Renégociation privée et conditionnalité

Se pose alors la question de l'intervention publique dans la crise – le troisième niveau d'analyse. Elle débouche sur une notion usée jusqu'à la trame par le discours politique, mais qui reste floue au plan analytique : la conditionnalité du Fonds monétaire ou, plus précisément, le fonctionnement de la relation problématique entre le Fonds et le pays en crise, sur lequel repose la crédibilité des engagements réciproques¹⁰. Dans le modèle classique des années 1980 – lent mais fonctionnel – l'accord avec le FMI donnait un "sceau de bonne conduite" qui conditionnait l'accord financier avec les créanciers : sans lui, le pays ne retrouvait pas l'accès aux marchés ; inversement, après la signature formelle de l'accord avec le Fonds, le déboursement effectif du crédit multilatéral était conditionné par la conclusion de l'accord avec les banques¹¹. Ainsi, un lien rigide liait la renégociation de la dette souveraine et l'interaction entre le pays et le FMI, ce qui donnait à ce dernier un levier puissant. Aujourd'hui on est, en revanche, dans un régime de conditionnalité faible. Non seulement la capacité à coordonner les créanciers est problématique, mais l'articulation avec l'intervention du Fonds est également peu structurée. Le respect des engagements pris envers ce dernier est donc beaucoup moins crucial que dans les années 1980 parce qu'il ne détermine plus de manière aussi directe le retour sur les marchés. En termes technocratiques, le "partage du fardeau"

n'est plus articulé directement sur la conditionnalité. Conséquence, les programmes de stabilisation sont intrinsèquement plus fragiles et le Fonds ne peut s'appuyer que sur les crédits multilatéraux et sur la menace de leur suspension pour obtenir le respect des engagements pris. La tentation est donc beaucoup plus grande qu'auparavant pour le pays de s'engager dans un jeu de "chat et souris" : esquivé, défaisse, renégociation, jeu sur les statistiques. Et, symétriquement, le Fonds pourra chercher à compenser sa fragilité accrue en profitant d'une crise de liquidité aiguë pour obtenir du pays une longue série d'engagements structurels. Comme on l'a vu en Asie, c'est évidemment courir le risque que la légitimité du programme et du Fonds soit contestée, avant qu'on tourne le dos à l'un et à l'autre, une fois relâchée la pression des marchés.

Doit-on conclure que l'action multilatérale n'a plus les moyens de réguler fortement les marchés de capitaux et de négocier de façon crédible des programmes de stabilisation ? Qu'à défaut d'avoir accepté le principe d'une loi de faillite souveraine, la "nouvelle architecture financière" reposera durablement sur une conditionnalité faible ? En fait, le problème soulevé par le SDRM risque de réapparaître tôt ou tard, dans des termes moins éloignés qu'il n'y paraît : ceux du moratoire unilatéral sur la dette extérieure et, surtout, du contrôle provisoire sur les sorties de capitaux, comme instruments de gestion de crise à court terme¹².

■ L'action multilatérale et l'intervention dans les contrats privés

On se souvient du principe-clé des interventions du Fonds monétaire au cours de la crise en Asie : garantir le libre-retrait des capitaux était l'objectif supérieur des interventions dites de "prêteur en dernier ressort international", tandis que le contrôle sur les sorties de capitaux était le péché capital. Depuis, du fait des critiques nombreuses adressées à ce type d'interventions, cette question est posée dans des termes nouveaux : dès lors qu'il y a une limite aux ressources multilatérales mobilisables pour soutenir un pays donné, le retrait du marché est inévitable et il faut faire en sorte qu'il soit le moins déstabilisateur possible.

En novembre 2001, la première proposition de loi de faillite souveraine est sortie exactement de ce constat : elle incluait le principe d'un moratoire automatique sur la dette souveraine et, de fait, la possibilité d'un contrôle sur les sorties de capitaux, en cas de nécessité. On a pu regretter que, par la suite, la

9. On a ainsi envisagé de créer, au sein du SDRM, des classes de créanciers, au sein desquelles s'imposerait le principe de la majorité qualifiée, mais dont l'accord collectif conditionnerait l'acceptation du plan : chaque classe aurait eu ainsi un droit de veto sur le résultat de la négociation.

10. Ici et par la suite, on ne parle donc que de la conditionnalité macroéconomique, non pas de celle que peuvent mettre en œuvre les banques de développement.

11. Sur les différentes articulations entre renégociation et conditionnalité depuis la fin du XIX^e siècle, voir J. Sgard (2002), *L'Economie de la Panique, faire face aux crises financières*, Paris, La Découverte (chapitre 8).

12. Voir notamment M. Miller & L. Zhang (2000), "Sovereign Liquidity Crisis: the Strategic Case for a Payment Standstill", *Economic Journal*, n° 100.

proposition ait soumis ces mesures à l'approbation des investisseurs. L'avantage, non-négligeable, était toutefois de renvoyer la décision d'interruption des flux à la table de négociation et de la rendre d'autant moins récusable qu'elle était agréée par tous les acteurs de la faillite ; enfin elle était entérinée par une instance "proto-judiciaire" – le Forum – au caractère ostensiblement dépolitisé, qui apportait aux investisseurs nombre de garanties (contre le risque de spoliation, etc.). En somme, par une décision collective, les acteurs du SDRM pouvaient étendre le principe d'une suspension des paiements de la seule dette publique à l'ensemble ou à une large partie de la balance des capitaux.

Le contrôle unilatéral sur la sortie des capitaux, comme l'a mis en place la Malaisie en 1998, a un effet comparable : il implique lui aussi une intervention *ex post* dans les flux de paiements, c'est-à-dire dans les engagements contractuels des résidents envers le reste du monde. Le choc pour les opérateurs privés est donc comparable, de même que sa justification pour le gestionnaire de crise : l'intérêt à protéger le bien commun contre la crise avancée du marché.

La différence est dans le mode opératoire, ce qui n'est pas négligeable : le SDRM définissait une intervention collective et supervisée, qui opérait directement dans les contrats et ouvrait sur une procédure de renégociation, alors que le contrôle opère de manière unilatérale et administrative. Formellement, cette méthode de "sortie du marché" est donc beaucoup plus fruste que la faillite : elle perturbe profondément les liens commerciaux et financiers extérieurs, sans apporter d'elle-même des garanties quant à l'usage que les pouvoirs publics feront des marges de manœuvre ainsi acquises. C'est pourquoi ces mesures resteront toujours très contestées et déstabilisatrices, alors même que l'échec du SDRM renforce aujourd'hui l'hypothèse qu'à l'avenir leur utilisation se répète. En effet, à défaut d'un cadre multilatéral *ad hoc*, bien des pays préféreront *l'opt out* à une crise destructrice, de type indonésien, contre laquelle les institutions internationales ont montré leur faible efficacité. Après avoir échoué à constituer un instrument global de gestion des crises de paiements – prêteur en dernier ressort ou loi de faillite –, le FMI pourrait ainsi être menacé de

fragmentation "par le bas", c'est-à-dire par le rejet de l'action multilatérale par les Etats-membres. A ce risque, il existe une seule réponse, formellement moins efficace que le SDRM, mais qui préserve l'ancrage multilatéral : l'accord *ex post* du FMI qui entérinerait le recours au contrôle provisoire sur les sorties de capitaux, préciserait les termes de ces mesures et superviserait l'action de l'Etat dans ce cadre¹³.

■ La crise du FMI continue

Après l'abandon du SDRM, le contrôle sur les sorties de capitaux comme instrument de dernier recours pose une question majeure au FMI et à ses principaux actionnaires. A défaut d'en être l'acteur, comme il l'aurait été dans le SDRM, peut-on envisager que le Fonds valide une telle intervention publique dans les contrats privés ? Avoir refusé au Forum l'autorité juridique d'ouvrir une procédure de faillite pourra certainement justifier, demain, le refus d'accorder au Fonds le droit d'entériner un contrôle sur les capitaux, qui lui aussi interrompt les obligations contractuelles. Cette question de doctrine ne pourra pas être toujours contournée : présente au cœur de la régulation des systèmes financiers nationaux, elle est posée aussi, au plan international, du fait de l'expansion des marchés financiers privés et globalisés.

A défaut d'une réponse précise, par le FMI et ses actionnaires, on pourra continuer face à de nouvelles crises d'en appeler toutes affaires cessantes à un *deus ex machina*, à la fois global, impartial et supérieurement informé. Alternativement, on laissera finalement tomber un pays condamné, telle l'Argentine à la fin de 2001, quitte à renouer quelques mois plus tard. La gestion de crise dépendra des intérêts publics ou privés du moment, de la conjoncture internationale ou de l'improvisation. Le Fonds pourra être bon au Brésil, exécutable en Argentine, sur la corde raide en Turquie et roulé dans la farine en Russie. Le grand perdant sera le principe multilatéral – FMI et conditionnalité. En un mot le bien public.

Jérôme Sgard
sgard@cepii.fr

4

13. Sur ce point, voir notamment A. Haldane & M. Kruger (2001), "The Resolution of International Financial Crisis: Private Finance and Public Funds", Banque du Canada et Banque d'Angleterre.

LA LETTRE DU CEPII

© CEPII, PARIS, 2003
REDACTION
Centre d'études prospectives
et d'informations internationales,
9, rue Georges-Pitard
75015 Paris.
Tél. : 33 (0)1 53 68 55 14
Fax : 33 (0)1 53 68 55 03

DIRECTEUR DE LA
PUBLICATION :
Lionel Fontagné

REDACTION EN CHEF :
Agnès Chevallier
Bronka Rzepkowski

CONCEPTION GRAPHIQUE :
Didier Boivin

REALISATION :
Laure Boivin

DIFFUSION :
La Documentation française.

ABONNEMENT (11 numéros)
France 46 € TTC
Europe 47,50 € TTC
DOM-TOM (HT, avion éco.)
47 € HT
Autres pays (HT, avion éco.)
47,50 € HT
Supl. avion rapide 0,80 €

Adresser votre commande à :
La Documentation française,
124, rue Henri Barbusse
93308 Aubervilliers Cedex
Tél. : 01 48 39 56 00.

Le CEPII est sur le WEB
son adresse : www.cepii.fr

ISSN 0243-1947
CCP n° 1462 AD

2^{me} trimestre 2003
Mai 2003
Imp. ROBERT-PARIS
Imprimé en France.

Cette lettre est publiée sous la
responsabilité de la direction du
CEPII. Les opinions qui y sont
exprimées sont celles des auteurs.