

Crise de la dette : prévention et résolution

Rapport

*Daniel Cohen
et Richard Portes*

Commentaires

*Olivier Davanne
Sylviane Guillaumont-Jeanneney*

Compléments

*Michel Aglietta, Pierre Jacquet, Vincent Marcus,
Dominique Plihon, Helmut Reisen et Charles Wyplosz*

© La Documentation française, Paris 2003 - ISBN 2-11-005455-0

« En application de la loi du 11 mars 1957 (article 41) et du Code de la propriété intellectuelle du 1^{er} juillet 1992, toute reproduction partielle ou totale à usage collectif de la présente publication est strictement interdite sans l'autorisation expresse de l'éditeur.

Il est rappelé à cet égard que l'usage abusif et collectif de la photocopie met en danger l'équilibre économique des circuits du livre. »

Sommaire

Introduction	5
<i>Christian de Boissieu</i>	

RAPPORT

Crise souveraine : entre prévention et résolution	7
<i>Daniel Cohen et Richard Portes</i>	

<i>Introduction.</i>	7
----------------------------	---

<i>1. Crises de la dette : théorie et pratique.</i>	13
1.1. Principes généraux.	13
1.2. Les crises financières des années quatre-vingt-dix étaient-elles différentes ?	15
1.3. Comment prévenir les crises de confiance	20
<i>2. Solutions ex post : renflouer et impliquer</i>	25
2.1. Principes généraux.	25
2.2. La proposition Krueger (FMI).	27
2.3. Limites des propositions du FMI.	28
2.4. Autres obstacles à un tribunal de faillite international	29
2.5. Nouveau cadre institutionnel.	30
2.6. Les CAC	31
2.7. Moratoires	35
2.8. Opinions des marchés	36
2.9. Quelle attitude adopter ?	39
2.10. Le point de vue de l'Union européenne.	39
2.11. Un code de bonne conduite	40
2.12. Conclusion	43

COMMENTAIRES

<i>Olivier Davanne</i>	51
<i>Sylviane Guillaumont-Jeanneney</i>	59

COMPLÉMENTS

A. Le prêteur en dernier ressort international et la réforme du FMI	67
<i>Michel Aglietta</i>	
B. Un prêteur en dernier ressort mondial ?	83
<i>Charles Wyplosz</i>	
C. Normes et codes de l'architecture financière mondiale	93
<i>Helmut Reisen</i>	
D. Crises des paiements : une perspective historique, 1980-2002	103
<i>Vincent Marcus</i>	
E. Pour une réforme profonde des institutions financières de Bretton Woods	121
<i>Dominique Plihon</i>	
F. Prêts ou dons, quel financement public du développement ?	137
<i>Pierre Jacquet</i>	
RÉSUMÉ	153
SUMMARY	161

Introduction

Face aux crises financières à répétition, face à leurs effets souvent dévastateurs sur la croissance, l'emploi et la cohésion sociale, que faire ?

La première étape consiste, on s'en doute, à identifier le phénomène, préalable indispensable à toute thérapeutique. C'est pourquoi le clivage entre plusieurs types et plusieurs générations de crises financières, tel qu'il a été approfondi depuis cinq-six ans, tient une place centrale dans le rapport de Daniel Cohen et Richard Portes, comme dans les commentaires et les compléments qui l'accompagnent.

Force est de reconnaître que les progrès théoriques et empiriques sur le diagnostic n'ont pas vraiment, jusqu'à présent du moins, amélioré le pronostic des crises. Les travaux menés au FMI, depuis les années quatre-vingt-dix, sur les indicateurs avancés des crises financières (spécialement des crises de change) sont importants ; ils n'ont pas permis de virer à l'optimisme sur le thème général de la prévisibilité des crises. Sous cet angle, la crise financière ressemble à une maladie : dès que l'on commence à en décortiquer et saisir les ressorts, d'autres formes de crises apparaissent, compliquant sérieusement la tâche des autorités.

À défaut de les prévoir correctement, comment répartir l'effort entre la prévention des crises financières et la gestion de celles qui n'ont pu être évitées ? L'exercice en cours pour améliorer le ratio de solvabilité des banques (Bâle 2) relève clairement de la phase préventive ; il va structurer l'évolution de nos systèmes bancaires et financiers pour une période longue. Lorsque la crise est là, se pose généralement la question de l'intervention du « prêteur en dernier ressort », avec la certitude que son exercice dans le cadre international soulève d'autres défis que l'intervention du PDR dans l'ordre domestique. Mais, dans les débats récents, la gestion de la crise financière ne se limite certainement pas à la question du PDR. Elle touche aussi à l'évaluation de la proposition Krueger (2001), visant à appliquer aux États défaillants (par surendettement, etc.) la procédure de faillite conçue pour les entreprises (exemple du chapitre 11 de la loi sur la faillite aux États-Unis). Il s'agit du mécanisme de restructuration de la dette souveraine (MRDS).

La proposition Krueger est, de fait, pratiquement enterrée, en particulier à cause de la difficulté de mettre en place un tribunal international des faillites et de l'opposition des États-Unis. Elle aura eu au moins cette vertu de stimuler les propositions pour améliorer l'architecture financière internationale. C'est dans cette optique que le rapport de Daniel Cohen et Richard Portes fait deux recommandations centrales : définir un nouveau « régime d'endettement » dans lequel les pays endettés s'engageraient à tout faire pour ne pas dépasser un niveau de *spread* de signature, fixé à l'avance ; développer les clauses d'action collective (CAC) dans les émissions obligataires, afin d'introduire un peu d'ordre et de solidarité entre les créanciers en cas de difficultés voire de défaillance de leurs débiteurs. Et le FMI jouerait un rôle préventif accru dans le contexte de ce « régime d'endettement », intervenant comme « prêteur de premier ressort » plutôt que comme PDR.

Ces recommandations sont largement discutées et complétées dans les commentaires et compléments joints. Il faut reconnaître que, depuis les crises asiatique et russe, la réforme des institutions de Bretton-Woods n'a pas franchement progressé. Autrement dit, le chantier est largement ouvert. L'Europe aura d'autant plus de chance de peser sur ce dossier qu'elle aura réussi à surmonter ses clivages internes à propos de l'architecture internationale en général, à converger sur l'équilibre entre l'approche réglementaire et l'approche contractuelle en particulier. On peut toujours se prendre à espérer...

Ce rapport dont Laurence Bloch a assuré le suivi au sein de la cellule permanente du CAE, a été discuté en séance plénière du Conseil le 3 octobre 2002, puis le 2 avril 2003 en présence du ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie.

Christian de Boissieu
Président délégué du Conseil d'analyse économique

Crise souveraine : entre prévention et résolution⁽¹⁾

Daniel Cohen

École normale supérieure, CEPREMAP et CEPR

Richard Portes

London Business School, EHESS et CEPR

Introduction

La crise généralisée de la dette, dans les années quatre-vingt, a été à l'origine de la « décennie perdue » pour l'Amérique latine et les banques n'ont eu, au bout du compte, pas d'autre choix que de renoncer à une part significative de leurs créances. La crise asiatique de 1997-1998 a été dévastatrice à l'époque et l'Indonésie ne l'a, du reste, pas encore entièrement surmontée. La défaillance de la Russie, en août 1998, a été réglée assez rapidement, mais l'onde de choc qui s'est propagée sur les marchés financiers a été encore plus rapide et a été en partie à l'origine de la quasi faillite du fonds LTCM, de l'augmentation brutale des *spreads* de taux obligataires sur les marchés émergents et, enfin, de la crise de change au Brésil.

Le traitement des crises de la dette souveraine est toujours complexe et se révèle souvent long et très coûteux à la fois pour les débiteurs et pour les créanciers. Mais la résolution ordonnée de ce type de crises est devenue plus difficile au cours de la dernière décennie. Le passage des prêts émanant de consortiums bancaires des années soixante-dix à des formules mixtes associant prêts bancaires à court terme et émissions obligataires a multiplié le nombre des créanciers et des instruments de dette. En cas de crise, cette

(1) Nous tenons à exprimer notre vive reconnaissance à Laurence Bloch et Jean Pisani-Ferry pour leurs encouragements, pour l'aide qu'ils nous ont apportée à la fois dans nos travaux et à l'occasion des réunions de concertation et, enfin, pour leurs commentaires sur le premier projet de rapport présenté lors d'une réunion du CAE. Nous remercions également Ted Truman et Robert Gray pour leurs commentaires et avis et Vincent Marcus pour son aide précieuse.

situation amplifie le phénomène de « sauve-qui-peut » chez les créanciers et complique la mise en œuvre d'actions collectives qu'implique toute restructuration de la dette. Ce qui paraît rationnel, pour un créancier cherchant à récupérer sa mise, devient contre-productif si tous les créanciers tentent d'en faire autant au même moment ou si certains, persuadés qu'une action individuelle sera plus payante, ne peuvent se résigner à accepter la moindre perte.

Le débiteur sait que dans de telles conditions, la restructuration sera difficile et il peut donc être tenté de tout faire pour retarder l'inéluctable, avec souvent pour seul résultat d'aggraver la crise. De plus, lorsqu'une restructuration finit par être acceptée par la majorité des créanciers, des créanciers dissidents ou « voyous » peuvent chercher à obtenir le remboursement intégral de leurs créances. Tous les créanciers en viennent ainsi à craindre *ex ante* ce genre de comportement de passager clandestin, crainte qui constitue en elle-même un obstacle à tout accord. Lors d'une restructuration, processus très long, le débiteur rencontre des problèmes financiers importants et il lui est parfois impossible d'obtenir de l'« argent frais », y compris des crédits commerciaux. Le brusque coup de frein donné aux importations et le passage à une économie tirée par les exportations peuvent constituer un ajustement très douloureux, qui s'accompagne souvent d'une chute sévère de la production. En l'absence de cadre de règlement ordonné de la dette, le FMI et le G 7 doivent toujours intervenir *a posteriori* dans des conditions qui sont coûteuses en termes d'ajustement pour les pays et coûteuses pour les pays du G7. Il existe pourtant d'autres solutions. À la suite de la crise mexicaine de 1994-1995, Jeffrey Sachs (1995) a proposé un régime de faillite internationale calqué sur le chapitre 11 du Code américain des faillites. Eichengreen et Portes ont, pour leur part, prôné une combinaison de modifications d'ordre contractuel et institutionnel qui permettraient de se passer d'un tribunal international des faillites (Eichengreen et Portes, 1995)⁽²⁾, mais en conserverait les effets. Ils soulignaient notamment le bénéfice des clauses d'action collective (CAC). Les suppléants du G 10 ont publié en mai 1996 un rapport se prononçant en faveur de cette seconde solution (Groupe des 10, 1996). Toutefois, rien n'a été fait : le G10 a laissé l'initiative aux opérateurs de marché, alors que ces derniers avaient déjà exprimé leur opposition à toute mesure qui, de leur point de vue, aurait pour effet de faciliter les défaillances. La défaillance devait au contraire, selon eux, être rendue aussi « douloureuse et compliquée » que possible, afin de dissuader toute violation du caractère sacré des contrats.

La réflexion sur la réforme de l'architecture financière internationale a été relancée suite à la crise asiatique de 1997-1998 mais les conclusions comme les résultats de cette réflexion sont restés les mêmes : le *statu quo*.

(2) voir aussi Rogoff et Zettelmeyer (2002) pour une analyse détaillée de la littérature sur les cadres institutionnels de résolution des crises de dettes souveraines.

Les crises subies par la Turquie et l'Argentine ont été traitées à peu de choses près de la même manière que les crises asiatiques : une période de pré-crise, caractérisée par une politique de rigidité des taux de change avalisée par le FMI, suivie d'un plan massif de sauvetage lors du déclenchement de la crise. Seules la débâcle financière et la défaillance de l'Argentine ont été traitées différemment, avec des conséquences désastreuses pour ce pays.

Certains signes donnent actuellement à penser que les choses pourraient enfin évoluer en profondeur. Stanley Fischer proposa en 1999 que le FMI joue le rôle de prêteur international en dernier ressort (PDR). En novembre 2001, Anne Krueger, son successeur au poste de Premier directeur général adjoint du FMI, s'est fait l'avocate d'un mécanisme de restructuration de la dette souveraine (MRDS) facilitant la mise en faillite des pays trop endettés, inspiré du chapitre 11 du Code américain des faillites (c'est également le point de vue de Stiglitz (2002)). L'une des traductions institutionnelles de la proposition Fischer fut la mise en œuvre de la ligne de crédit préventive (LCP), qui permet à un pays gagné par une crise de contagion de tirer sur des lignes de crédit additionnelles. Néanmoins, cette facilité n'a encore jamais été utilisée. La proposition Krueger attend encore, elle aussi, un débouché pratique. Quatre mois après sa première déclaration, A. Krueger a répondu aux critiques, en réduisant significativement le rôle du FMI dans l'application du MRDS, mais il n'en reste pas moins que ce dernier supposerait la signature d'un traité international ou la modification des Statuts du FMI (Krueger, 2002a). John Taylor, Sous-secrétaire américain au Trésor chargé des relations internationales, a réagi immédiatement en soumettant un ensemble de propositions en faveur de l'approche contractuelle présentée dès 1995-1996 (Taylor, 2002). Le G 7 a alors repris à son compte la position américaine, tout en indiquant que le FMI devait continuer à affiner son projet (plan d'action du G7, 2002). Lors des assemblées annuelles du FMI, à l'automne 2002, l'approche dite à « double volet », statutaire et contractuelle, a été confirmée : poursuite des travaux sur le MRDS afin de déboucher sur une proposition opérationnelle d'ici au printemps 2003, parallèlement à la poursuite des efforts de mise au point des clauses d'action collective. Au printemps 2003, la proposition Krueger a finalement été enterrée.

Au risque de paraître pêcher par excès de pragmatisme, il nous semble que ces deux propositions (PDR et MRDS) ont été en fait trop ambitieuses pour constituer un programme réaliste de réforme, ce qui a conduit en fin de compte à laisser les réformes promises en suspens et à instituer le *statu quo* comme seule alternative possible. Considérons tout d'abord la réforme visant à faire du FMI le prêteur en dernier ressort. Comme le montrent parfaitement les deux compléments de Michel Aglietta et de Charles Wyplosz, un PDR doit disposer soit des moyens d'injecter en quantité indéterminée des liquidités nouvelles, soit d'une information parfaite sur les intermédiaires financiers solvables et insolvable. La seconde hypothèse étant quasiment exclue par la

nature même des crises financières, la première hypothèse revient à donner au FMI les moyens de créer *ex nihilo* de la liquidité. Ce transfert de souveraineté monétaire, dont on a vu combien il était difficile à accomplir dans le cas européen apparaît, à l'échelle mondiale, hors d'atteinte aujourd'hui.

La proposition de MRDS émanant du Fonds a fait quant à elle l'objet de discussions approfondies, que nous examinerons dans ce rapport. Ici encore, la difficulté politique de créer un tribunal international ayant autorité sur le traitement de la dette des États apparaît hors d'atteinte aujourd'hui pour essentiellement la même raison : le transfert de souveraineté qui serait nécessaire pour donner à un tribunal international la possibilité juridique de suspendre les procédures légales contre un pays est considérable. Un débouché possible à cette idée, que nous explorerons dans ce rapport, tient en une combinaison plus pragmatique de gels temporaires des remboursements de la dette (*standstill*) pendant une durée courte, disons de trois mois – et d'une extension des clauses d'action collective (CAC) qui permettraient, aux côtés d'autres mécanismes institutionnels à mettre au point, d'accélérer la résolution des crises financières. Nous abordons les réformes utiles à cette fin en section II de ce rapport.

Reprenant toutefois l'intuition qui préside à ces deux idées, PDR et MRDS, il est possible de dire qu'elles reflètent à leur manière une question simple et essentielle. Lorsque des crises financières se déclenchent, l'action du FMI ne peut pas être indifférente aux causes qui ont déclenché cette crise. On ne peut pas gérer de la même manière la crise d'un pays qui est victime d'une crise de confiance que rien ne permettait de prévoir et la crise d'un pays dont les indicateurs macroéconomiques sont depuis longtemps dégradés, et qui s'endette à des taux anormalement élevés.

C'est pour gérer les situations où les pays ont à souffrir d'un manque de confiance non justifié par une crise des fondamentaux que le PDR est utile. C'est pour gérer les situations où la dette n'est plus en rapport avec les fondamentaux que les procédures de mise en faillite ou de réduction de dette sont essentielles. La difficulté d'utiliser à bon escient une telle distinction tient à ce que cette dernière est très difficile à faire « à chaud », quand la crise se manifeste. D'une part, parce qu'il plane toujours un doute sur les motifs qui poussent les investisseurs à retirer leur confiance. Le doute sur la nature des crises explique le risque d'aléa moral. Parce qu'il n'est pas toujours possible de distinguer les « bons » débiteurs, qui n'ont pas eu de chance, des « mauvais », qui ont poursuivi des politiques non soutenables, les interventions du FMI naviguent sans cesse entre le trop et le trop peu. C'est pour sortir de ces difficultés que la Commission Meltzer a proposé de réduire le champ d'action du Fonds aux seuls pays faisant l'objet d'une pré-qualification, fondée sur des critères rigoureux d'endettement et de transparence. Cette proposition a toutefois l'inconvénient de ne rien prévoir pour les pays qui ne souscriraient pas à ces critères, ce qui n'est guère crédible. Par ail-

leurs, comme le montre Helmut Reisen dans son complément au rapport, les critères de surveillance eux-mêmes sont souvent entachés d'incertitudes.

D'autre part, la distinction entre crise de confiance et crise des fondamentaux est aussi difficile à faire parce que les crises de confiance ont souvent tendance à se transformer rapidement en crises des fondamentaux : si les taux d'intérêt augmentent, la dette peut vite être entraînée dans une logique de boule de neige, qui devient auto-réalisatrice eu égard aux fondamentaux eux-mêmes. C'est l'argument utilisé par Williamson (2002) pour caractériser la crise brésilienne actuelle : la dette se situe à un niveau où des taux élevés la rendent insoutenable, mais où des taux bas la ramèneraient vite à un niveau d'équilibre (compte tenu des excédents primaires du gouvernement). Les économistes parlent ici d'équilibres multiples : les taux bas représentent un équilibre, au même titre que les taux élevés. Cette idée est séduisante mais la réalité des crises, comme nous l'analyserons en section 1 de ce rapport, n'est pas aussi tranchée.

Nous proposons pour notre part une typologie simple qui permette de décomposer l'origine des crises en trois composantes : crise de confiance (*spreads* de taux d'intérêt et crise de change), crise des fondamentaux (taux de croissance économique réelle), crise de la politique économique (déficit primaire). Un peu miraculeusement, la dynamique de la dette s'explique à parts quasiment égales par chacun de ces trois termes. On n'observe jamais la situation « pure » où la crise de confiance explique la crise de la dette, comme dans le modèle à équilibres multiples. En revanche, on observe bel et bien (et plus intuitivement) que pour les pays les plus endettés, le poids de la composante « intérêts et crises de change » peut représenter jusqu'à 40 % de l'accroissement de l'encours de la dette.

C'est cette double dimension, à savoir ambiguïté des situations de crise et pouvoir partiellement auto-réalisateur des jugements négatifs sur la situation d'un pays, qui nous conduit à faire la proposition suivante : les pays membres du FMI devraient pouvoir s'engager *ex ante*, s'ils le souhaitent, sur un « régime d'endettement » (semblable à un régime de changes fixes) qui leur permette d'agir préventivement sur l'évolution de la dette. L'idée est de leur donner les moyens d'agir avant que l'effet boule de neige ne se matérialise. Ce « régime d'endettement » porterait sur les *spreads* de taux d'intérêt payés par les débiteurs. Pour simplifier, supposons qu'un pays s'engage à ne jamais s'endetter à des écarts de taux supérieurs à 300/400 points de base. Ce « régime d'endettement » signifie que le pays prendra toutes les mesures nécessaires pour limiter sa dette à un niveau compatible avec ce niveau de taux d'intérêt. Si ce régime est crédible, c'est-à-dire si les investisseurs sont convaincus que les taux n'excéderont jamais ce niveau, alors les équilibres multiples sont exclus, dès lors que ce mécanisme coordonne les anticipations sur un niveau faible. Par ailleurs et à notre avis surtout, ce régime d'endettement a le mérite d'engager les pays dans une

stratégie prudente, qui évite notamment la tentation si fréquente de laisser s'accumuler les problèmes avant de les résoudre, s'exposant ce faisant à une crise de confiance qu'il est ensuite trop tard pour résorber facilement.

Un tel régime d'endettement suppose un engagement actif, tant de la part du pays concerné que du FMI. Un pays dont les *spreads* de taux deviennent supérieurs à 300-400 points de base devrait alors chercher à se rapprocher du FMI pour parvenir à un accord sur les causes de cette situation et les actions à entreprendre pour restaurer la confiance. La procédure habituelle (lettre d'intention, etc.) serait ensuite appliquée. Le programme conclu avec le FMI devrait s'accompagner de financements de l'institution, laquelle agirait ainsi en « prêteur en premier ressort ». Par hypothèse, ce type de programme est moins exigeant s'il est appliqué avant la crise qu'après : la dette est en effet plus faible et le pays a montré qu'il est décidé à agir vite. L'adoption de mesures préventives évitera d'attendre pour intervenir qu'il soit trop tard, lorsque les pays n'ont plus comme seuls remèdes qu'un ajustement brutal ou la faillite.

Bien entendu, ces mesures préventives ne régleront pas tous les problèmes. *Ex post*, si les pays ne parviennent pas à éviter la crise, des mesures devront être prises. Nous suggérons tout d'abord un usage des moratoires (*standstill*) qui permettrait à un pays en situation de crise de geler ses engagements externes, d'imposer un contrôle des capitaux et de suspendre le service de sa dette, pendant une période courte de trois mois. Cette période de transition offrirait le répit nécessaire pour engager une procédure de règlement de la crise avec les créanciers du pays, à l'abri des effets désastreux et pour le coup, en partie auto-réalisateurs, d'une crise de change et de sorties de capitaux. Le règlement de la crise, par une réduction de dette dans le cas où elle est insoutenable, ou par une restructuration de sa maturité dans le cas d'une crise de liquidités, se ferait sous l'égide du FMI, qui pourrait porter un jugement sur la nature de la crise et sur le niveau d'endettement qui lui paraît soutenable. S'il y a en effet une chose à retenir des crises financières récentes, c'est bien que les créanciers montrent peu d'empressement à renoncer d'eux-mêmes à une partie de leurs créances. Il faut qu'ils y soient poussés par une tierce partie et l'on voit mal, à l'heure actuelle, quelle autre institution que le FMI pourrait jouer ce rôle même s'il faut bien convenir d'un risque de conflit d'intérêt, le FMI étant aussi bailleur de fonds. Parallèlement, l'institution devrait fournir, dans les cas opportuns, les liquidités qui permettraient au pays de maintenir un volume normal d'activité (procédure qui s'apparenterait à la politique de « prêts en arriérés », « *lending into arrears* », pratiquée par le Fonds et qui a contribué à mettre un terme à la crise de la dette des années quatre-vingt).

Du côté des créanciers, les clauses d'actions collectives sont l'instrument essentiel qui permettrait d'aboutir à un accord rapide. Nous proposons à cet égard deux innovations simples. Premièrement, de la part des principa-

les places financières, à savoir New York, Londres et Paris notamment, une mesure coordonnée interdisant les émissions de titres obligataires non assorties de CAC. Deuxièmement, la création, aux côtés du Club de Paris (qui gère la dette des États) et du Club de Londres (qui gère la dette bancaire), d'un nouveau club (appelons-le par exemple le Club de New York) qui gèrerait la dette obligataire. Une structure légère coordonnant ces trois clubs pourrait également être installée.

1. Crises de la dette : théorie et pratique

1.1. Principes généraux

Lorsque l'on compare les dettes souveraines et les dettes des entreprises, un certain nombre de différences importantes doivent être soulignées. Une société qui fait faillite conserve une valeur liquidative qui peut être vendue par les créanciers. Il n'en va pas de même pour un pays, les créanciers ne pouvant pas rapatrier le PIB global. Il est nécessaire que le pays fasse preuve d'une certaine volonté de payer. Ce faisant, comme les créanciers ne disposent d'aucune garantie, la valeur de leur créance est proportionnelle au préjudice qu'ils peuvent porter aux pays défaillants. Les défauts de paiement doivent être douloureux et compliqués si l'on veut dissuader les débiteurs de ne pas honorer leurs engagements ; ce qui est un inconvénient *ex post* mais peut être un avantage *ex ante* pour le pays, dans la mesure où cela peut permettre d'augmenter l'offre de crédit. C'est l'une des raisons pour lesquelles de nombreux débiteurs importants sont encore réticents à participer à un MRDS (mécanisme de restructuration de la dette souveraine) : ils craignent que ce mécanisme n'effraie leurs créanciers et ne précipite la crise.

Aucun de ces arguments n'est totalement convaincant. Tout d'abord, bien qu'il soit vrai que le paiement dépende toujours de la « volonté de payer » des pays endettés, il apparaît également que cette volonté, qui varie en fonction des sanctions promises, est proportionnelle au PIB ou aux exportations, à raison cependant d'un facteur inférieur à un. Ce qui amène au second argument. Des renégociations de dette en cas de défaillance grave peuvent être interprétées de deux façons. Prenons l'exemple d'un pays qui a le choix entre le paiement intégral de sa dette ou le défaut de paiement. Il préférera le paiement intégral à la défaillance tant que la dette est inférieure à un seuil déterminé. Toutefois, au-delà de ce seuil, la stratégie optimale ne consiste pas à accepter la défaillance du pays débiteur mais à faire en sorte qu'il verse un montant inférieur à la valeur nominale de la dette. Cette stratégie est de toute évidence préférable à une défaillance pure et simple, tant *ex post* (le pays débiteur n'y trouve peut-être pas d'intérêt mais les créanciers, eux, obtiennent un remboursement) qu'*ex ante* (puisque le prêt initial est plus élevé). C'est la raison pour laquelle, comme tout tribunal des

faillites, un mécanisme qui favorise la rationalité collective de la prise de décision en cas de défaut de paiement est *a priori* une bonne chose.

Dans la pratique bien sûr, une nouvelle procédure doit réaliser un équilibre entre l'efficacité *ex ante* et l'efficacité *ex post*, comme toute procédure de faillite conçue de manière appropriée. Elle doit en effet concilier le « caractère sacré des contrats » et le rétablissement de la croissance économique du pays débiteur ainsi que celui de son accès au marché financier (Eichengreen et Portes, 1995). Cela revient à donner un « nouveau départ » à un débiteur, qu'il s'agisse d'une entreprise ou d'un particulier, mais permet également de « garantir la valeur », dans la mesure où les créanciers se trouvent eux aussi dans une position plus confortable qu'avec un processus désordonné. Cette justification est reconnue dans la théorie des faillites, et la plupart des codes insistent vivement sur l'importance d'assurer la continuité du fonctionnement des sociétés qui rencontrent des difficultés financières (le chapitre 11 du Code des faillites des États-Unis va particulièrement loin dans ce sens).

À l'évidence, la faillite ne constitue pas seulement un moyen de régler le problème de l'action collective des créanciers. Il est également nécessaire de déterminer le « juste » niveau de difficulté de la défaillance. Dire qu'elle doit être « aussi dure et difficile (« *bad and ugly* ») que possible » n'est pas une réponse acceptable. Si le débiteur perçoit la défaillance comme exagérément coûteuse, alors même qu'une évaluation objective conclurait bel et bien qu'elle est inévitable, la tentation est alors grande pour le pays de parier sur une « résurrection » improbable (« *gamble for resurrection* ») en mettant en œuvre des politiques offrant une faible chance de sortir des difficultés et une forte probabilité d'accroissement des difficultés. L'échange de la dette de l'Argentine au cours de l'été 2001 illustre parfaitement cette situation. En revanche, si la mise en défaillance est trop facile, nous nous trouvons alors confrontés à un risque moral.

Des différences fondamentales subsistent entre les dettes souveraines et les dettes des entreprises. S'agissant des entreprises, la mise en faillite est un mécanisme qui résout le problème d'une seule entreprise à la fois. Sans même soulever ici le problème de la contagion des crises, une crise de dette souveraine implique généralement de nombreux débiteurs (sinon la totalité) qui ont des créanciers étrangers, que ces débiteurs soient eux-mêmes solvables ou non. Si, par exemple, le gouvernement se déclare en cessation de paiement, cela risque de provoquer une défaillance pure et simple du pays. En d'autres termes, la (crainte de la) défaillance entraîne une externalité négative qui est en fait la raison principale pour laquelle une action collective est nécessaire, impliquant toutes les classes de créanciers et toutes les classes de débiteurs (Cohen, 1991). Nous reviendrons sur la manière dont ce problème d'« agrégation » doit être traité en période de crise.

C'est la raison pour laquelle le marché ne peut pas créer lui-même de façon endogène un cadre institutionnel approprié aux restructurations.

Ainsi, dans l'histoire, certains gouvernements ont joué un rôle important dans la création et le fonctionnement des comités de créanciers, tels le *CFB* (*Council of Foreign Bondholders*) en Grande-Bretagne et le *FBPC* (*Foreign Bondholders Protective Council*) aux États-Unis (Eichengreen et Portes, 1995). L'expérience acquise depuis la crise du Mexique montre de façon claire que le secteur privé ne peut pas, à lui seul, concevoir et mettre en place un tel cadre.

Une autre différence entre un pays et une entreprise tient à l'absence de garantie transférable dans le cas du pays endetté. Si un pays rencontre des difficultés à emprunter en raison d'une crise de confiance, il peut être contraint à se déclarer en cessation de paiement, voyant ainsi s'auto-réaliser la crainte initiale. Les raisons théoriques des crises auto-réalisatrices ont fait l'objet de nombreuses études (Calvo, 1988 et Cole et Kehœ, 1996 et 2000). La raison intuitive est, quant à elle, très simple : la perception d'un risque élevé accroît les *spreads* de taux, ce qui à son tour augmente le poids du service de la dette, provoquant ainsi la crise. Si la crise réduit le montant qu'un pays peut rembourser (du fait d'une crise bancaire ou de change) le réduisant même à néant dans le cas d'une défaillance pure et simple, les prêteurs créent par eux-même la crise qu'ils redoutent. Cette situation est moins susceptible de se produire dans le cas des entreprises si la défaillance se traduit, par exemple, par un changement dans la direction de la société. Tout mécanisme visant à maintenir l'efficacité *ex post* du règlement de la dette réduit alors sans aucun doute le risque d'une crise de confiance. En particulier, un mécanisme qui garantit une annulation de la dette *ex post* peut supprimer totalement le risque d'une crise de confiance (Cohen, 2003). C'est l'un des principaux avantages d'une procédure de règlement ordonnée : en garantissant l'efficacité d'une résolution *ex post* de la crise, elle prévient l'émergence de crises de confiance *ex ante*.

Nous reviendrons sur cette question après avoir donné un bref aperçu des crises de la dette dans les années quatre-vingt-dix.

1.2. Les crises financières des années quatre-vingt-dix étaient-elles différentes ?

Au cours de la période précédant 1982, lorsque le Mexique a suspendu le paiement de sa dette externe, les *spreads* de taux d'intérêt étaient faibles, excédant rarement 200-250 points de base, la plupart des banquiers estimant à l'époque que les pays ne pouvaient faire défaut sur leur dette. Les *spreads* sur la dette du Mexique et sur celle du Brésil ont augmenté au cours des mois précédant le moratoire de la dette, mais les bailleurs, majoritairement des consortiums bancaires sans souvenir des crises des années trente, n'ont pas vraiment anticipé la crise de la dette des années quatre-vingt. La résolution de cette crise a finalement pris plusieurs années au cours desquelles les économies d'Amérique latine ont stagné – à tel point que le revenu par habitant a retrouvé le niveau atteint à la fin des années soixante ; cette période a souvent été qualifiée de « décennie perdue ».

Le temps mis pour résoudre cette crise s'explique notamment par la complexité de la recherche d'un accord impliquant non seulement les pays débiteurs et les banques, mais également les gouvernements des pays riches (et leurs électeurs). Avant que l'Accord Brady n'entre enfin en application, une étape a été franchie lorsque le FMI a décidé d'accorder des crédits à des pays en arriérés de paiement, réduisant ainsi de fait le pouvoir de négociation des banques, lesquelles menaçaient le pays endetté d'une interdiction de bénéficier des prêts du FMI. Les banques commerciales, qui s'attendaient toutes à un renflouement de la part des pays riches, ont alors compris qu'il était temps de parvenir à un règlement.

La nature des crises de la dette a changé dans les années quatre-vingt-dix. Les acteurs sont différents. Des entreprises privées sont venues s'ajouter aux débiteurs souverains sur les marchés financiers. Les prêteurs, eux aussi, ne sont plus les mêmes : il s'agit davantage de détenteurs d'obligations que de syndicats de prêts bancaires. L'expérience des années quatre-vingt, durant lesquelles d'importants déficits publics entraînaient un endettement élevé et des crises majeures, n'est plus le seul scénario déclencheur de crises. Des crises de confiance, par le biais des taux de change ou des taux d'intérêt, créent d'autres scénarios. La complexité des crises s'est accrue : les crises asiatique, mexicaine et russe présentent un éventail de cas qu'il est difficile de regrouper sous un seul modèle. Certaines crises étaient prévues, d'autres non, et bien souvent pour de bonnes raisons à chaque fois.

Prenons comme exemples de crises prévues celles de l'Argentine et de l'Équateur et comme exemples de crises imprévues celles de la Corée et du Mexique.

1. Cas 1 : crises prévues : Argentine, Équateur (deux ans avant la crise)

	Argentine	Équateur
Ratio dette/exportations	380 %	250 %
Ratio dette/PIB	36 %	85 %
<i>Spreads</i> de taux (points de base)	1 000	1 000
Balance courante (% du PIB)	– 5 %	– 11 %

Sources : Calculs des auteurs et données FMI.

2. Cas 2 : Crises imprévues : Mexique, Corée (deux ans avant la crise)

	Mexique	Corée
Ratio dette/exportations	180 %	76 %
Ratio dette/PIB	35 %	25 %
<i>Spreads</i> de taux (points de base)	200	150
Balance courante (% du PIB)	– 7,2 %	– 1,9 %

Sources : Calculs des auteurs et données FMI.

La comparaison de ces deux tableaux montre clairement que l'Argentine et l'Équateur étaient fondamentalement insolvables, du moins en ce qui concerne l'un des deux critères généralement utilisés : le ratio dette/exportations supérieur à 200 % et/ou le ratio dette/PIB supérieur à 50 % (notons toutefois que ces deux indicateurs doivent être pris en compte conjointement pour prévoir une crise). Des écarts de taux très importants étaient payés et, lors du déclenchement de la crise, aucun prêteur ne pouvait prétendre être surpris. Dans une telle situation, une annulation partielle de la dette est nécessaire afin de retrouver le plus rapidement possible une croissance durable.

C'est exactement le cas contraire pour le Mexique et la Corée (cas 2). Aucun déséquilibre macroéconomique majeur n'avait été observé et les *spreads* de taux étaient proportionnellement faibles. Toutefois, dans le cas du Mexique, il est évident que le déficit important de la balance courante entraînait des pressions sur les liquidités. La Corée, elle, a satisfait à l'ensemble de ces critères. Son point faible venait du fait que sa dette était à court terme. Toutefois, comme le montre la balance courante, un ajustement important du taux de change n'était pas particulièrement nécessaire.

3. Cas 3 : crises prévues sans déséquilibre macroéconomique apparent (deux ans avant la crise)

	Turquie	Russie
Ratio dette/exportations	194 %	121 %
Ratio dette/PIB	54 %	26 %
<i>Spreads</i> de taux (points de base)	500	800
Balance courante (% du PIB)	− 0,7 %	+ 0,7 %

Sources : Calculs des auteurs et données FMI.

Dans le cas 3, le risque souverain tient à la nature du débiteur. Malgré une bonne performance macroéconomique, les créanciers peuvent, en examinant les données macroéconomiques, déceler le risque de défaillance, susceptible d'être engendré par un gouvernement fragile ou un système bancaire peu solide.

Les exemples précédents peuvent être résumés comme suit.

4. Tableau récapitulatif

	Dette élevée	Dette faible
<i>Spread</i> faible	aucun	Cas 2
<i>Spread</i> important	Cas 1	Cas 3

À la différence de la situation des années quatre-vingt, il ne semble pas que des déséquilibres importants soient passés inaperçus. À ce jour, la case correspondant à une dette élevée/un *spread* faible est vide.

1.2.1. Typologie des crises de la dette dans les années quatre-vingt-dix

L'annexe présente la liste des pays qui ont signé un programme avec le FMI au cours des années quatre-vingt-dix. Nous distinguons trois groupes de pays en fonction de la nature du programme. Le groupe A (crises graves) rassemble tous les pays qui ont eu recours à un mécanisme élargi de crédit MEDC (*Extended Fund Facility*) ; le groupe B (crises intermédiaires) inclut tous les (autres) pays qui ont signé plus d'un accord de confirmation (*Stand-by Agreement*) d'affilée ; le groupe C (crises courtes) comprend tous les pays qui ont signé un seul accord de confirmation.

À l'exception de quelques cas sur lesquels nous reviendrons, les trois groupes se comportent de la manière prévue. La dette est élevée dans le groupe A, moyenne dans le groupe B, faible dans le groupe C. Plus précisément, le ratio dette/PIB est sensiblement plus élevé dans le groupe A où il atteint presque 80 %. Dans les groupes B et C, il atteint en revanche environ 50 %, ce qui correspond au seuil raisonnable conventionnel au-delà duquel existe un risque de crise de la dette (Cohen, 2001). Si le ratio dette/PIB permet de déterminer l'appartenance au groupe A plutôt qu'aux groupes B ou C, le ratio dette/exportations est à l'inverse un facteur permettant de distinguer les groupes B et C : il représente 200 % dans le groupe B (là encore, 200 % est le seuil raisonnable conventionnel) alors qu'il s'établit en moyenne à 130 % dans le groupe C.

Cette structure générale présente toutefois quelques exceptions. Le groupe A inclut la Russie qui, malgré de bons résultats macroéconomiques, a dû recourir à un accord élargi MEDC en raison de son incapacité à lever des capitaux étrangers (comme le montre le *spread* important payé sur la dette). Il en va de même pour la Colombie, pays où la politique interne et la stabilité de l'État sont les problèmes majeurs, avant tout déséquilibre macroéconomique. Dans le groupe B, il existe quelques exceptions à la règle du ratio dette/PIB élevé : c'est le cas de pays comme le Brésil ou l'Inde où le ratio dette/exportations est alors très élevé (bien supérieur au seuil de 200 %) ; là encore, ce n'est pas si surprenant dans la mesure où il s'agit de pays relativement fermés pour lesquels les deux indicateurs sont nécessaires afin d'évaluer la solvabilité générale au niveau national. La seule exception au sein du groupe B est l'Uruguay, pays pour lequel les deux ratios sont bas et qui semble, de prime abord, être un cas de contagion des deux pays à risque dont il est voisin. Dans le groupe C, le Nigeria connaît la situation inverse du Brésil ou de l'Inde : un ratio dette/PIB élevé mais un ratio dette/exportations bas, ce qui s'explique facilement par l'ouverture sur l'extérieur due aux exportations de pétrole.

D'autres statistiques présentent la part de la dette publique dans la dette de long terme pour chacun des trois groupes. La dette publique représente respectivement 90, 80 et 70 % dans les groupes A, B et C.

Le *spread* payé sur la dette constitue un autre problème majeur. Tous les pays au sein des groupes A et B payaient des *spreads* élevés bien avant (au moins deux ans avant) le déclenchement de la crise. À l'inverse, tous les pays du groupe C payaient des *spreads* faibles un mois encore avant le début de la crise. Les crises de ces pays n'étaient généralement pas prévisibles, ou si elles l'étaient, ne devaient pas durer très longtemps.

Nous pouvons résumer ces observations de la manière suivante : les crises majeures (types A et B) sont des crises d'un ancien type : dette élevée (avec soit un ratio dette/PIB supérieur à 50 %, soit un ratio dette/exportations supérieur à 200 %) et principalement publique. Elles peuvent être prévues au moins deux ans à l'avance.

1.2.2. La crise du type spread de taux élevé/dette élevée

Apportons à présent quelques éclaircissements sur la dynamique de la dette. Dans un schéma de crise auto-réalisatrice, c'est la hausse du *spread* qui entraîne l'augmentation de la dette, et non l'inverse. Aussi fascinante que soit cette théorie, il n'est pas facile d'en démontrer empiriquement la validité. Pour tenter d'éclairer le débat, nous avons exprimé la dynamique de la dette selon la formule suivante :

$$\begin{aligned} \text{Accroissement du ratio dette / PIB} &= \text{taux d'intérêt réel} \times (\text{ratio dette / PIB}) \\ &- \text{taux de croissance de l'économie} \times (\text{ratio dette / PIB}) \\ &- \text{excédent primaire / PIB} \end{aligned}$$

Le taux d'intérêt réel correspond au taux nominal (taux hors risque + *spread*) corrigé de la déviation du taux de change par rapport à la PPA. La dynamique de la dette est calculée jusqu'à l'année de la crise de dette proprement dite. La décomposition ci-dessous est obtenue en divisant chacun des trois membres de droite de l'équation par celui de gauche (le total est égal à un). Nous obtenons les résultats suivants :

5. Les trois composantes de la dynamique de la dette

	Taux d'intérêt	Taux de croissance	Excédent
Crise A	0,37	0,33	0,31
Crise B	0,43	0,26	0,30
Crise C	0,22	0,38	0,40
Tous pays	0,37	0,33	0,30

Source : Calculs des auteurs.

Le premier membre de l'équation est interprété en gros comme une prime de confiance, le second comme une mesure des fondamentaux économiques et le troisième comme une mesure des choix de politique économique. Nous constatons qu'en moyenne, chaque membre contribue pour environ un tiers à la dynamique de la dette. Il est intéressant de noter toutefois que les pays des

groupes A et B paient environ deux fois plus pour l'élément « confiance » que les pays du groupe C. À défaut de conforter la théorie des crises auto-réalisatrices selon laquelle l'élément « confiance » contribue de façon exclusive à la dynamique de la dette, cela confirme au moins l'idée que le risque lié à la confiance pèse effectivement lourd sur les ressources d'un pays.

Dans l'ensemble, nous pouvons donc dire que les crises de dette des années quatre-vingt-dix combinent trois facteurs d'égale importance : un aspect auto-entretenu, à savoir que les taux d'intérêt et les taux de change engendrent une dynamique perverse en partie auto-réalisatrice, un risque découlant de la faiblesse des fondamentaux et enfin, un facteur résultant de déficits primaires et du manque de discipline interne.

Le tableau ci-dessus suggère deux conclusions à tirer en termes de politique économique et laisse entrevoir un espoir. Compte tenu du rôle joué par les mauvaises décisions de politique économique dans la dynamique de la dette, nous pensons que des mesures correctives prises suffisamment tôt seraient très utiles pour éviter une spirale de la dette. Les mauvais fondamentaux jouant également un rôle important dans cette affaire, nous en concluons qu'il serait peut-être nécessaire de procéder à une annulation de dettes. Enfin, le rôle joué par le facteur « confiance » laisse penser que des mesures efficaces (prises *ex ante* et *ex post*) pourraient en atténuer l'importance (voir notre exposé précédent sur les raisons du déclenchement des crises de confiance).

1.3. Comment prévenir les crises de confiance

À l'heure actuelle, le Fonds dispose de six types de prêts :

- les accords de confirmation classiques (*Stand-by Agreement*) ;
- la FRS (facilité de réserve supplémentaire, *Supplementary Reserve Facility*), introduite en 1998 ;
- la LCP (ligne de crédit préventive, *Contingent Credit Line*), créée en 1999 mais jamais utilisée jusqu'à présent ;
- l'accord élargi MEDC (*Extended Fund Facility*), créé en 1975 pour fournir une aide à long terme aux pays dont les problèmes financiers ont une cause structurelle ;
- la FRPC (facilité pour la réduction de la pauvreté et pour la croissance, *Poverty Reduction and Growth Facility*), mécanisme par le biais duquel le Fonds aide les pays pauvres ;
- la FFCI (facilité de financement compensatoire et de financement pour imprévus, *Compensatory and Contingency Financing Facility*), créée dans les années soixante et destinée aux pays touchés par une détérioration des termes de l'échange de nature temporaire (ou considérée comme telle).

Le MEDC a été créé alors que les marchés financiers étaient pour la plupart inaccessibles aux pays en développement, même aux pays à revenus intermédiaires que nous appellerions aujourd'hui les « pays émergents ».

Williamson (2001) est favorable à sa suppression. Selon lui, la LCP pourrait également être supprimée car elle a fait la preuve de son inutilité : les pays hésitent à s'en servir et préfèrent éviter de signaler aux marchés financiers qu'ils redoutent une attaque spéculative du type de celles que l'on risque de déclencher en essayant de les éviter. Un autre inconvénient de la LCP réside dans le fait qu'elle est censée être accordée automatiquement aux pays qui répondent à certains critères d'éligibilité, mais le Fonds s'est toujours opposé à une totale automaticité, et l'accord final pour accéder à la LCP dépend toujours d'une décision *ad hoc*. Il y a une grande différence entre « pratiquement automatique » et « totalement automatique » dans le domaine des flux financiers.

En fait, Williamson donne la préférence à un « mécanisme de prêt de crise » unique, qui combine les mécanismes FRS et LCP, et permette de faire face aux diverses situations de crise (2001). Outre ce mécanisme, il serait institué un autre guichet FFCI destiné aux pays soumis à des chocs échappant à leur contrôle, à des catastrophes naturelles ou à des chocs sur les prix des matières premières.

Une des questions centrales est de savoir si ce « mécanisme de prêt de crise » devrait être accessible à tous. Le débat relancé par le rapport Meltzer (Lerryck et Meltzer, 1999 et Commission Meltzer, 2000) qui a trait à la pré-qualification des pays autorisés à bénéficier des lignes de crédit du FMI, constitue une bonne approche pour aborder la question de la prévention des crises de confiance. Les critères de pré-qualification pourraient peut-être reprendre certains des critères d'éligibilité adoptés pour l'octroi d'une LCP. Dans son principe, il s'agit d'une solution intéressante car elle incite les pays à adopter une conduite raisonnable *ex ante* et les récompense *ex post* par un soutien effectif du Fonds.

Les critères de pré-qualification examinés dans le rapport Meltzer (2000) incluent : la liberté des mouvements de capitaux, une capitalisation adéquate des banques commerciales, des statistiques transparentes pour la dette publique et la dette garantie par l'État, un budget équilibré. Williamson critique avec raison le fait que le rapport présente la liberté des mouvements de capitaux comme une exigence, mais il souligne l'importance de critères de transparence en ce qui concerne les activités bancaires (les principes fondamentaux du Comité de Bâle) et la fiscalité. Dans ce cas, la question de savoir si des critères du type de ceux de Maastricht (déficit public inférieur à 3 %) sont nécessaires ou si une évaluation à l'entière discrétion du Fonds serait suffisante se retrouverait au centre du débat. Cela pose également la question plus générale de la « notation ». Le Fonds devrait-il ajouter sa voix à celle des organismes existants ? Dans son complément au rapport, Helmut Reisen jette un regard critique sur les jugements prononcés par ces organismes, faisant remarquer à quel point ceux-ci semblent « procycliques ».

Cette idée de pré-qualification est de toute évidence affaiblie par l'incohérence d'une telle politique sur la durée. Il est difficile d'imaginer que la

communauté financière internationale néglige la Turquie ou l'Argentine au motif que ces pays ne s'étaient pas « pré-qualifiés » auparavant. L'idée connexe selon laquelle le Fonds devrait s'engager à l'avance à ne jamais dépasser certaines « limites d'accès présumées » à ses financements (par exemple, un multiple donné des quotes-parts) est également séduisante mais peu crédible. Elle établit une limite préalable au système des garanties maximales accordées aux pays et devrait donc contribuer à limiter le nombre de prêts imprudents. En revanche, même en supposant que les ressources existent, il est difficile *ex post* de limiter l'offre de prêts de manière crédible. En fait, le cas dans lequel l'engagement de ne pas intervenir au-delà de la quote-part des ressources disponibles serait crédible est également le seul dans lequel on souhaiterait qu'il ne le soit pas : lorsqu'une crise systémique secoue une région entière et que l'action du Fonds est soumise à des limitations quantitatives en raison de la pénurie de ses ressources propres. Et pourtant, il s'agit probablement du seul cas pour lequel l'offre de crédits devrait être « illimitée » ou du moins très importante, s'il fallait aider le Fonds à jouer le rôle de prêteur en dernier ressort.

Afin de tirer de ce débat une conclusion positive, il nous paraît essentiel que la pré-qualification oblige un pays à s'engager, de manière constructive, à prendre des mesures garantissant sa solvabilité ou contribuant à minimiser le risque de crise. Les limites présumées, en revanche, ne peuvent fonctionner que s'il existe une alternative aux défaillances désordonnées inacceptables (voir ci-dessous).

1.3.1. Un prêteur en premier ressort

Commençons par examiner une crise de confiance « pure », ce qui correspondrait au cas dans lequel la crainte d'une défaillance provoque des écarts de taux élevés et un accroissement insoutenable de la dette. Imaginons une situation dans laquelle les créanciers ont conscience qu'un pays pourrait s'en tirer si seulement il pouvait emprunter à faibles taux. Supposons toutefois qu'il ne s'agisse que d'une question de coordination. Si tous les créanciers s'entendaient pour prêter à des taux sans risque, le pays serait en effet hors de danger et la crainte d'une défaillance pourrait être écartée. En revanche, conformément à la nature profonde des crises auto-réalisatrices, si un créancier s'attend à ce que les autres créanciers prêtent à des taux majorés, il se ralliera à la majorité et demandera également un taux élevé. Dans ces circonstances, on pourrait envisager d'appliquer une méthode couramment utilisée dans le domaine du capital-risque qui consiste à autoriser un créancier à faire une offre qui dépende des engagements d'autres investisseurs (Chamon, 2002). Supposons par exemple qu'un investisseur soit autorisé à faire part de sa volonté d'acheter tant de millions d'obligations émises par un pays à un taux donné, mais qu'il puisse retirer son offre si le pays en question ne parvient pas à convaincre un nombre suffisant (prévu à l'avance) d'autres souscripteurs. Dans ce cas, l'investisseur n'a pas à

s'inquiéter des réserves émises par les autres investisseurs. Soit l'émission est intégralement souscrite au « bon » niveau de taux et le « bon » équilibre est atteint, soit ce n'est pas le cas et l'investisseur ne se retrouve pas piégé dans une situation où il serait le seul à prêter au taux hors risque.

Cette proposition présente le grand avantage de permettre de suivre la courbe de l'offre du marché à un *spread* de taux donné. Cependant, il ne s'agit que d'une solution statique à un problème fondamentalement dynamique. En effet, le fond du problème réside souvent dans le fait que les créanciers s'inquiètent des actions du débiteur, non seulement dans l'immédiat mais aussi dans le futur. Le fait qu'un débiteur puisse être tenté d'accroître son profil de risque dans le futur est une des raisons majeures pour lesquelles les créanciers sont peu disposés à s'engager à prêter à faibles taux (Cohen, 1991). Le meilleur moyen de résoudre ce problème dynamique est de mettre en place un mécanisme d'engagement qui permette à un débiteur donné d'exclure tout emprunt à des taux excessifs, non seulement dans l'immédiat mais également dans le futur.

Selon nous, le moyen le plus simple de procéder serait le suivant : supposons que le pays parvienne à s'engager à ne pas emprunter à des taux majorés. Imaginons, par exemple, une sorte de « loi sur l'usure » que le pays s'appliquerait à lui-même, lui interdisant d'emprunter à un taux supérieur à un seuil donné, disons lorsque l'écart est supérieur à 300 points de base. Selon le modèle des crises d'endettement auto-réalisatrices du type de celui qui est analysé par Cole et Kehœ (1996 et 2000) et par Cohen (2003), un débiteur qui est victime d'une crise de confiance cherche généralement à s'éloigner de la zone du danger en prenant des mesures énergiques. Nous pensons qu'il est utile pour un pays de pouvoir s'engager à mettre en œuvre ce type de conduite. Avant de poursuivre sur les moyens d'une mise en œuvre effective de ce mécanisme, considérons les mérites d'un tel engagement. Si (avec toutes les réserves qui s'imposent) l'on parvenait à rendre cet engagement crédible, cela permettrait, en premier lieu, d'enrayer la spirale auto-réalisatrice que nous évoquions plus haut. De plus, en augmentant l'enjeu qu'il y a à conserver une bonne réputation, ce mécanisme peut faciliter les choix de politique économique d'un pays : il faciliterait, d'un point de vue politique, la prompte résolution des crises d'endettement. En somme, il existe une double raison justifiant l'importance d'un engagement sur les écarts de taux. Premièrement, le contenu informatif des écarts de taux est assez riche, comme nous l'avons déjà mentionné. Deuxièmement, les écarts de taux sont à la fois un signe avant-coureur et une cause de problèmes futurs.

Examinons à présent les moyens de rendre un tel mécanisme crédible. Supposons qu'un pays emprunte d'abord à faibles taux, par exemple le Mexique d'aujourd'hui, et supposons qu'un nouveau choc (chute des prix du pétrole...) diminue brusquement la perception que l'on a de sa solvabilité.

Si le pays accepte d'emprunter à des taux plus élevés, il « parie sur son rétablissement » en gageant que les choses finiront par rentrer dans l'ordre, ou s'efforce simplement de gagner du temps afin d'effectuer des ajustements internes. Le problème est qu'entre-temps, la dette peut grimper en flèche, rendant *ex post* la prise de mesures décisives par le pays encore plus difficile. Dans le cas d'un pays qui se serait engagé sur, mettons, un écart de taux de 300-400 points de base, le FMI travaillerait avec ce pays pour analyser les causes du problème et dégager des solutions pour y remédier. Un programme serait ainsi élaboré qui, si le pays l'acceptait, lui garantirait l'accès aux ressources du FMI en cas de besoin.

Rien ne devrait être automatique dans ce processus. Les pays signaleraient *ex ante* leur volonté d'éviter l'effet boule de neige de l'augmentation des *spreads* de taux et de l'accroissement de la dette et s'efforceraient d'intervenir le plus tôt possible. Cependant, le soutien du FMI resterait conditionné à la mise en œuvre de mesures appropriées, de telle sorte que l'aide ne serait pas accordée sans contrepartie. Par ailleurs, l'argent du FMI pourrait être prêté à un taux d'intérêt intégrant un *spread*, par exemple 300 points de base, de sorte que les pays ne souhaiteraient pas nécessairement faire appel aux ressources du FMI et pourraient simplement chercher à obtenir des conseils.

On peut craindre que le contenu informatif des écarts de taux ne soit réduit si ces derniers deviennent des variables de politique économique (une version particulière de la loi de Goodhart⁽³⁾). Certes, si les prêteurs savent que les pays prendront des mesures contre l'augmentation des *spreads* de taux, ils modifieront leur politique tarifaire. S'il en résulte une baisse des *spreads* de taux, ce sera une bonne chose en soi car cela permettra de réduire l'effet boule de neige. Cependant, il est très improbable qu'ils ne parviennent pas à identifier un pays en train de devenir insolvable. En effet, les mesures destinées à corriger les déséquilibres sont volontaires, et non automatiques. Les prêteurs doivent donc surveiller la solvabilité de leurs débiteurs. Cependant, cette politique pourrait rendre les crises d'endettement auto-réalisatrices sinon impossibles, du moins plus improbables.

L'avantage d'une telle approche réside dans le fait qu'elle permet au pays de prendre très tôt des mesures correctives avec le soutien des prêts du FMI. En agissant suffisamment tôt, ces mesures ne devraient pas être dissuasives. En prouvant sa volonté d'agir, le pays améliore sa réputation, et ce non pas lorsqu'il est trop tard, comme c'est souvent le cas, mais dès le début, quand le pays est encore capable de retirer un avantage d'une amélioration de son image aux yeux des investisseurs internationaux.

(3) Nous remercions Olivier Davanne pour cette analogie.

Selon nous, ce mécanisme pourrait s'ajouter à la facilité de crédit préventive, ou simplement la remplacer. La LCP a été créée pour aider les pays menant une « politique de premier ordre » à faire face aux crises de confiance. Comme l'a souligné Stanley Fischer, ces pays n'ont pas besoin d'être « irréprochables ». Ils doivent se conformer aux normes internationales telles que les Principes fondamentaux pour un contrôle bancaire efficace du Comité de Bâle, le Code de bonnes pratiques pour la transparence des politiques monétaire et financière, etc. Le pays doit avoir entretenu des « relations constructives avec ses créanciers privés et prendre des mesures appropriées pour limiter sa vulnérabilité externe », cette dernière condition incluant la viabilité du taux de change et l'absence d'arriérés sur la dette souveraine. L'idée consiste à créer un cadre contraignant de politique de « premier ordre » qui permette de faire la distinction entre les bonnes ou les mauvaises politiques économiques et d'éliminer l'aléa moral.

Le problème, toutefois, réside dans le fait que le juste équilibre entre ce cadre contraignant et une réponse flexible aux crises de confiance n'a, semble-t-il, toujours pas été trouvé. Aucun pays n'a, jusqu'à présent, décidé d'utiliser la LCP. Les pays craignent que le simple fait de la demander ne revienne à envoyer un signal négatif en direction du marché et, malgré les clauses de quasi pré-qualification qui lui sont attachées, ils ne sont jamais vraiment certains de l'obtenir, ce qui ne ferait qu'empirer les choses. Notre mécanisme prévoit que la LCP soit réservée aux pays qui n'ont jamais été en cessation de paiement, afin d'éviter une stratégie à haut risque. Il s'appuierait sur les *spreads* de taux et éventuellement sur d'autres mesures complémentaires de la solvabilité. Si nous attachons tant d'importance aux *spreads* de taux, c'est parce qu'ils sont révélateurs d'un problème autant qu'ils contribuent à l'engendrer.

2. Solutions *ex post* : renflouer et impliquer

2.1. Principes généraux

Tout le monde en convient, les renégociations désordonnées de la dette sont généralement hautement préjudiciables aux débiteurs comme aux créanciers. Quelles mesures pourrait-on prendre, qui permettraient d'éviter à la fois les opérations de sauvetage et le chaos ? Malheureusement, pas celles préconisées par le secteur officiel, qui recommandent une approche « au cas par cas dans un cadre global ». La recherche d'un compromis entre l'établissement de règles bien définies et une totale liberté de décision a conduit à une politique incohérente à long terme, et par conséquent non crédible. Les marchés, comme les hommes politiques, ont conscience du fait que, bien souvent, lorsque des pays « importants » sont concernés, tout est fait, au mépris des principes affichés préalablement, pour éviter le défaut de paiement.

Ce constat s'est vérifié dans le cas de la Turquie en janvier 2001, de l'Argentine en août 2001 et du Brésil plus récemment. Le fait que la charge de la dette de l'Argentine ait malgré tout atteint un niveau insoutenable n'infirme en rien cette observation, puisqu'il paraissait évident, depuis longtemps déjà (bien avant août 2001), que le pays en arriverait là. La question était simplement de savoir quand les États-Unis et le FMI allaient enfin le reconnaître officiellement et déclarer forfait. En outre, le cas de la Turquie illustre particulièrement bien l'échec pur et simple de « l'implication du secteur privé », avec l'absence de coopération des banques. Les efforts déployés pour limiter l'aléa moral et partager le fardeau de la dette n'ont eu que peu de succès.

Le premier principe, également le plus simple, est que les opérations de sauvetage de grande envergure (*large bail-outs*) ne peuvent continuer et doivent cesser. Les ressources du FMI ne sont pas infinies, et les États du G7 ne sont guère enthousiastes à l'idée de poursuivre une action au niveau de la Turquie, du Brésil ou de l'Argentine. En outre, le sentiment général, même s'il ne s'agit pas d'un consensus clairement défini, est que les opérations de renflouement, du Mexique à la Corée, en passant par la Russie et toutes celles des deux dernières années, ont laissé dans leur sillage une mauvaise structure d'incitations, à la fois pour les investisseurs et les emprunteurs – une sorte d'aléa moral.

Par conséquent, une approche fondée sur des règles (*rules-based*) s'avère nécessaire pour parvenir à une véritable implication du secteur privé. L'approche discrétionnaire privilégiée par le précédent gouvernement américain s'est trop souvent transformée en une procédure qui se résu-mait, pour le FMI, à mettre en œuvre les décisions prises au cas par cas par les États-Unis. Les règles doivent clairement fixer des limites d'accès présumées *ex ante* aux financements du FMI, afin de restreindre toute intervention politique et de diminuer l'aléa moral. Il est toutefois impossible d'appliquer de telles règles s'il n'existe pas une alternative viable à une défaillance jugée désordonnée à un point inacceptable. Une approche uniquement fondée sur des limites d'accès présumées aux prêts s'avère incohérente à long terme et finit par être délaissée.

Toute procédure visant à résoudre des problèmes liés à la dette souveraine doit préserver le rôle « contraignant » de la dette, c'est « l'efficacité *ex ante* ». Mais une procédure appropriée doit également faciliter le retour à la croissance et l'accès au marché des capitaux, c'est « l'efficacité *ex post* ». L'essentiel de la controverse porte précisément sur le juste équilibre à trouver entre ces deux éléments.

L'évolution de la situation depuis 1994, caractérisée par une série de crises financières et de débats approfondis sur l'architecture financière internationale, a clairement démontré que les marchés n'engendreront pas à eux seuls le cadre institutionnel nécessaire à une résolution efficace des problèmes de

dette souveraine. La proposition Krueger a le mérite d'avoir sorti le débat de son enlisement et de l'avoir orienté vers une intervention officielle qui l'emporterait sur les initiatives des institutions de marché existantes.

2.2. La proposition Krueger (FMI)

La proposition Krueger, présentée fin novembre 2001, de créer un mécanisme de restructuration de la dette souveraine (MRDS) revenait pratiquement à instaurer un tribunal international des faillites opérant sous l'égide du Fonds. Anne Krueger et ses collègues ont ensuite lancé différentes études au sein du FMI, tandis que les États membres et les observateurs extérieurs leur faisaient part de leurs commentaires. Début avril 2002, Anne Krueger a publié une version révisée de « l'approche statutaire », préconisant l'indépendance de cette nouvelle institution vis-à-vis du Fonds et lui octroyant un pouvoir moins étendu d'annulation des contrats de dette. Cela exigerait toutefois, à l'instar de toutes les versions ultérieures de la proposition, d'amender les statuts du FMI.

Entre-temps, l'administration américaine s'est prononcée pour une politique qui va à l'encontre de la proposition Krueger et privilégie une approche « volontaire, décentralisée et contractuelle ». Fin avril 2002, le G7 a adopté un plan d'action axé sur deux volets : d'une part, l'approbation d'une série de nouvelles dispositions relatives aux contrats de dette, qui incluent, mais sans s'y limiter, des clauses d'action collective (CAC) de nature à faciliter la restructuration de la dette et les négociations associées, et que les emprunteurs et les prêteurs adopteront sur une base volontaire – c'est la ligne américaine ; d'autre part, la poursuite des travaux (études) portant sur différents aspects des propositions du FMI. Depuis, les deux approches ont fait l'objet de modifications supplémentaires de moindre importance.

Dans la version révisée du dispositif du FMI, un pays qui estime ne plus pouvoir continuer à rembourser normalement sa dette demande au Fonds de confirmer son diagnostic. Le cas échéant, le FMI peut alors autoriser un moratoire (*standstill*) (bien que le Fonds ait récemment abandonné cette possibilité), entraînant un gel des recours en justice des créanciers (*stay of creditor litigation*) – un mécanisme également valable pour les dettes du secteur privé. Le débiteur peut aussi avoir à introduire un contrôle des changes. Pendant la durée de la restructuration de la dette, probablement assortie d'une réduction de la dette, les nouveaux emprunts sont prioritaires sur les anciennes créances. Le débiteur et les créanciers négocieraient eux-mêmes la restructuration, mais parallèlement un panel de juges, indépendants du FMI, remplirait au minimum les trois fonctions suivantes :

- vérification de la valeur des créances ;
- arbitrage des litiges ;
- supervision du vote des créanciers.

Cette proposition a toutefois été finalement refusée à son tour par les pays du G7. De ce débat, il est toutefois apparu qu'il serait beaucoup plus facile de parvenir à un accord sur la restructuration si les instruments de la dette incluait des CAC, qui feraient ainsi partie du montage financier, même s'il est communément admis que ces CAC ne pourraient s'appliquer qu'aux nouveaux contrats d'emprunt.

2.3. Limites des propositions du FMI

Les propositions du FMI ont soulevé plusieurs questions et objections fondamentales. L'analogie entre la faillite d'une entreprise et celle d'un pays, et plus particulièrement une version internationale du chapitre 11 (du Code des faillites américain), se heurtent à des limites que nous avons évoquées en 1.1. Tout d'abord, l'incapacité à déterminer la « situation nette » ou la « valeur de liquidation » des créances souveraines implique que les créanciers n'ont pas d'option de sortie bien définie. Or, c'est cette option de sortie (la valeur de liquidation aux termes du chapitre 7) qui fixe le cadre des négociations prévues par le chapitre 11. Par ailleurs, une procédure de restructuration ne peut pas imposer un plan de restructuration au terme duquel une catégorie de créanciers obtiendrait moins que ce qu'elle serait en mesure de retirer d'une liquidation (principe du « *cram-down* »). Troisièmement, il est déjà difficile de définir la « soutenabilité de la dette » au chapitre 11 : plus de 50 % des sociétés qui sortent du champ d'application du chapitre 11 finissent par faire à nouveau l'objet d'un plan de réorganisation ou de liquidation ; la tâche est *a fortiori* complexe pour un pays aussi. Enfin, le financement d'un débiteur « en possession de ses actifs » (« *debtor in possession* » *financing*) selon les termes du chapitre 11 a aussi ses inconvénients : si la dette est d'ores et déjà insoutenable, tout nouveau financement qui donnerait une priorité au remboursement des nouveaux créanciers, entraîne l'éviction des créanciers existants qu'une liquidation n'aurait pas autant désavantagés.

Bien entendu, les acteurs du marché sont généralement hostiles à toute mesure de nature à « faciliter » le défaut de paiement. D'aucuns disent que cela pourrait précipiter les crises. On peut toutefois se demander si autoriser un gel des dettes (*standstill*) inciterait vraiment les créanciers à se retirer plus tôt et plus rapidement qu'ils ne le font aujourd'hui. De plus, une fois le moratoire annoncé et accepté, il est probable que le débiteur continuerait de rencontrer des difficultés pour l'obtention d'un crédit commercial à court terme, en dépit de la priorité de cette créance. Les propositions du FMI semblent toutefois présenter un certain déséquilibre : le FMI serait compétent pour décider de l'insoutenable de la dette existante, mais n'aurait pas le pouvoir de déterminer le degré de réduction nécessaire pour la rendre supportable, puisque cela reviendrait à préjuger de l'issue des négociations. Pourtant, il est nécessaire de déterminer des paramètres sur lesquels les

négociations puissent se fonder, et nombreux sont ceux qui pensent que le Fonds est le plus qualifié pour cette tâche, à l'instar de ce qu'il accomplit à l'heure actuelle pour évaluer le « déficit de financement » (*financing gap*) d'un pays.

En outre, les propositions du FMI soulèvent une objection fondamentale et déterminante : la nécessité qu'elles impliquent d'amender dans une large mesure les statuts du FMI, dont l'ensemble constitue un traité liant les États membres. D'un point de vue politique, un tel amendement n'est pas envisageable dans un proche avenir. Certains des principaux pays émergents se sont déclarés opposés à toute proposition en ce sens (y compris les CACs) parce qu'ils craignent une réaction des prêteurs qui réduirait l'accès au marché dont ils jouissent actuellement et qu'ils estiment peu probable, *a priori*, de devoir recourir à un MRDS. À quoi s'ajoute l'opposition des États-Unis. Le problème va au-delà de la réticence du gouvernement en place de lier le pays à un quelconque traité international. Même si le gouvernement américain était favorable à un amendement des statuts (ce qui n'est pas le cas), un tel projet requerrait l'approbation du Congrès (le Sénat ayant le dernier mot). Or, présenter au Congrès un projet législatif de quelque nature que ce soit concernant le FMI reviendrait à courir le risque d'ouvrir la boîte de Pandore et de déclencher des vagues d'hostilité discordantes mais puissantes contre le Fonds. Les débats qui ont abouti à la Commission Meltzer et les réactions provoquées par le rapport de cette même Commission ont clairement mis en évidence la menace sous-jacente d'une attaque du Congrès contre le FMI, de nature à priver le Fonds d'une grande partie de ses fonctions et de son autorité. D'aucuns jugeront que ce serait en soi une excellente chose. Ce n'est pas, en tout état de cause, le moyen de lui donner les pouvoirs d'arbitrage qui sont nécessaires pour constituer un tribunal de faillite international.

2.4. Autres obstacles à un tribunal de faillite international

Il est également utile de se pencher sur les difficultés qu'un tribunal des faillites international doté d'un réel pouvoir serait amené à rencontrer. Sans un traité (et un amendement des statuts du FMI), un tel organe ne serait pas en mesure d'ordonner une saisie des garanties, si tant est qu'il y en ait. Il ne pourrait pas non plus accorder un rang prioritaire aux nouveaux emprunts (l'équivalent du financement du débiteur en possession de ses actifs, *debtor in possession*, prévu au chapitre 11). Il ne pourrait pas plus imposer un plan de redressement (procédure du « *cram-down* »), bien que l'éventualité d'un plan de redressement et d'un financement en faveur du débiteur en possession puisse être inscrite dans de nouvelles clauses spécifiques ou de nouveaux accords de prêts. En outre, le tribunal ne pourrait pas « remplacer l'équipe dirigeante » : les gouvernements exigeraient évidemment des garanties de souveraineté (analogue au chapitre 9 du Code américain) en ce domaine. Enfin, une fracture politique ne manquerait pas de se produire, car

les pays créanciers industrialisés éviteraient certainement de tomber sous la juridiction d'un tel tribunal s'ils étaient eux-mêmes en position de débiteurs.

Plus généralement, il est à noter que les législations nationales relatives à la faillite présentent de grandes disparités, notamment en ce qui concerne le rôle des tribunaux. À titre d'exemple, la forte implication du juge des faillites dans les procédures du chapitre 11 du code américain tranche avec le droit britannique, dans le cadre duquel « l'administrateur judiciaire est roi ». Par conséquent, il n'est pas réaliste de s'attendre à un accord sur un code des faillites international uniforme, doté d'un cadre législatif. Notons que le panel de juges proposé dans la dernière version du FMI semble confronté à nombre de ces mêmes obstacles.

2.5. Nouveau cadre institutionnel

Les obstacles institutionnels à la création d'un tribunal de faillite international nous paraissent aujourd'hui trop importants pour constituer un horizon de réforme crédible. Il nous semble toutefois essentiel de créer un nouveau dispositif institutionnel qui pourrait agir de manière efficace dans le cas d'une « crise de solvabilité », lorsqu'une restructuration de la dette s'avérerait nécessaire. Parallèlement aux clubs de Paris et de Londres, qui s'occupent respectivement des dettes vis-à-vis des États et des banques, il pourrait y avoir un comité permanent (mais « léger ») regroupant les créanciers obligataires, disons un « Club de New York », qui ne serait pas sans ressembler aux anciens comités de créanciers obligataires tels le *CFB* (*Council of Foreign Bondholders*) et *FBPC* (*Foreign Bondholders Protective Council*). Son rôle consisterait à superviser les négociations des créanciers obligataires avec le débiteur. Et parce qu'il traiterait avec l'ensemble des créanciers obligataires lors de négociations simultanées, au sein d'une même instance, cette institution contribuerait à résoudre le problème de l'agrégation des créances.

On pourrait également envisager la création d'un nouvel organe de médiation indépendant du FMI, comme l'ont proposé Eichengreen et Portes en 1995, doté d'une structure administrative « légère », destinée à coordonner les clubs de Paris, Londres et New York, et à veiller en premier lieu aux échanges d'informations et aux confrontations d'hypothèses en temps opportun. Cet organe pourrait vérifier la valeur des créances, superviser le vote des créanciers obligataires et assumer d'autres fonctions encore, par exemple entériner ou non un moratoire. Plus généralement, il pourrait superviser la mise en œuvre d'un code de bonne conduite inspiré des propositions de la Banque de France (cf. point 2.11 ci-dessous). Il s'agit d'un projet similaire au Centre international pour le règlement des différends relatifs aux investissements (CIRDI, *ICSID International Center for the Settlement of Investment Disputes*). La proposition de l'*Institute of International Finance* de réunir tous les créanciers au sein d'un comité de négociation

unique semble éclipser sans raison valable les structures existantes, les clubs de Paris et de Londres, dont le fonctionnement est efficace. Au fil des années, le Club de Paris, le Club de Londres et le Club de New York, sous l'égide de ce nouvel organe de médiation, seraient amenés à définir un « code de bonne pratique » pour les restructurations.

De nouveaux accords contractuels verraient le jour : les clauses d'action collective (CAC). Une innovation contractuelle de nature à faciliter les restructurations consisterait en effet à utiliser des CAC dans les emprunts obligataires (une pratique courante dans le droit britannique mais pas à New York (Buchheit et Gulati, 2002)). Dans ce cas de figure, le fiduciaire agit au nom de tous les porteurs d'une garantie donnée et centralise l'application de toute décision (il partage notamment le produit de tout règlement entre les différents créanciers obligataires).

2.6. Les CAC

Les contrats de dette sont incomplets et, comme nous venons de le voir, les problèmes qui en résultent sont plus graves pour les prêts internationaux que pour les prêts aux entreprises. La structure institutionnelle et juridique encadrant les prêts internationaux doit tenir compte de ce point fondamental. La notion de « clause d'action collective » permet de couvrir tout un éventail de propositions. À l'instar de ce qui a été proposé par Eichengreen et Portes en 1995 et élaboré dernièrement par Taylor (2002) et le groupe de travail du G10 (2002), l'idée est d'introduire dans les contrats obligataires, voire dans tous les instruments de prêts bancaires, une série de clauses qui favoriserait, selon nous, des restructurations ordonnées des dettes internationales, au lieu de la succession chaotique des défaillances que nous observons à l'heure actuelle, par exemple en Argentine. Ces dispositions incluraient des clauses permettant une période de gel des paiements et des recours en justice, détaillant les modalités des négociations ; une clause permettant de modifier, à la majorité qualifiée, les termes de la dette (y compris les montants et les échéances) ; une clause de partage, qui impose une répartition au prorata, entre les créanciers obligataires, de tout paiement reçu par l'un d'entre eux ; et une clause de non-accélération, afin d'éviter que le non respect d'une échéance de paiement n'oblige le débiteur à un remboursement intégral et anticipé de sa dette.

Il a été objecté que l'introduction de telles clauses dans les contrats d'emprunt affaiblirait le rôle contraignant de la dette et inciterait les prêteurs à fermer, réduire ou entraver l'accès au marché dont certains pays bénéficieraient déjà ou auquel ils aspirent. Ces objections ignorent ou écartent les résultats empiriques des comparaisons effectuées entre les obligations « de type britannique », généralement assorties de CAC, et les obligations « de type américain », qui en sont dépourvues. Cette étude comparative montre qu'en général les conditions accordées aux « mauvais » emprunteurs sont

moins favorables dans le cas des obligations britanniques, tandis que les conditions accordées aux « bons » emprunteurs (déterminés par la cote de crédit) s'avèrent au contraire plus favorables que dans le cas des obligations américaines (Eichengreen et Mody, 2000a et 2000b, Becker et *al.*, 2002 et Gugiatti et Richards, 2003).

Toutefois, la manière la plus convaincante de répondre à cette critique est de faire preuve d'imagination et de se demander à quoi ressembleraient les prêts aux entreprises en l'absence de codes de faillite. Peut-on sérieusement croire que si les accords permettant une restructuration ordonnée de la dette étaient supprimés, les conditions accordées aux emprunteurs en seraient améliorées ?

Le débat autour des CAC est arrivé à un point où il devient impératif de définir plus précisément ce que ces clauses recouvrent. Il nous semble essentiel tout d'abord que les CAC soient aussi uniformes que possible. Les formules standards d'un contrat de vente présentent un avantage : elles évitent à l'acheteur de devoir lire les petits caractères. Ce dernier peut alors se concentrer sur les caractéristiques essentielles de la marchandise ou du service qu'il acquiert, qui devraient se répercuter dans le prix de vente. Les CAC doivent devenir des routines, et ne plus attirer l'attention spécifique des créanciers⁽⁴⁾.

Prenons l'exemple d'un repas au restaurant. Le contrat ne s'étend pas sur les caractéristiques de la nourriture, du service ou de l'ambiance (bien que l'on soit en droit de supposer que l'établissement satisfait aux règles de santé publique, à la législation du travail et aux normes d'hygiène). Le contrat consiste à régler l'addition qui vous est présentée et non à contracter un crédit de trois mois sans intérêt (bien que le restaurant ait pu préciser au préalable que les cartes de crédit ne sont pas acceptées). Le prix reflète donc la qualité de la nourriture, le service et le décor. C'est l'information que nous voulons que les prix transmettent, l'information sur les éléments fondamentaux. Le marché des obligations souveraines perdrait considérablement en transparence si les prix devaient refléter les différences présentées par les clauses contractuelles, que les acheteurs n'ont ni le temps, ni les moyens, ni l'envie d'évaluer. Si le Mexique jouit d'un meilleur crédit que le Brésil en raison de la supériorité de ses fondamentaux, cela devrait apparaître au niveau des *spreads* de taux et non se traduire par un niveau de vote à la « super majorité » moins élevé. L'alternative consisterait à mettre les caractéristiques des CAC en concurrence parmi les souscripteurs, entraînant ce que la communauté des investisseurs serait raisonnablement en droit de considérer comme une détérioration des normes.

(4) Les tribunaux new-yorkais ont adopté une théorie dite de la chaudière (« boilerplate ») selon laquelle les acteurs de marché ont tous intérêt à ce que leurs contrats soient interprétés de manière uniforme et prévisible (voir sur cette théorie Buchheit et Gulati, 2000).

Alors, que faut-il uniformiser ? Il existe à l'heure actuelle différents modèles de CAC, proposés par le G10, la « bande des 7 » (un groupe constitué de six associations d'institutions financières du secteur privé, agissant sous l'égide de l'*Institute of International Finance*) et le Trésor américain (Taylor, 2002). Tous considèrent que les clauses fondamentales sont les suivantes :

- la clause définissant les modalités de la restructuration ;
- la représentation (de préférence un fiduciaire) ;
- l'action majoritaire (avec des seuils différents pour les sujets « réservés » et « non réservés ») ;
- le retrait du droit de vote (les obligations détenues par des États ne devraient pas participer au vote) ;
- l'accélération des paiements (à la suite d'un « cas de défaut ») et l'annulation de l'accélération ;
- les litiges (initiés par un représentant) ;
- le partage du produit du règlement ;
- l'information (sur demande).

Il s'agit là d'exemples typiques de CAC. D'autres clauses, ayant déjà un statut de norme, sont le traitement égal (« pari passu »), la clause de sûreté négative et la clause de défaillance croisée (Roubini et Setser, 2003)⁽⁵⁾.

Toutes ces dispositions devraient être uniformes et ne présenter que des différences mineures. En outre, elles ne devraient pas s'écarter de trop du vocabulaire des obligations de droit anglais, d'ores et déjà présentes en grande quantité sur le marché (ce qui rejoint les propositions du G10 et du Trésor américain mais pas celles de « la bande des 7 » associations d'institutions financières du secteur privé, cf. point 2.8 ci-dessous). La nouvelle émission obligataire du Mexique (février 2003) n'est pas dotée d'une clause définissant les modalités de la restructuration, mais rien n'indique qu'il s'agit d'une question de principe, et il serait souhaitable, dans l'intérêt même du Mexique, d'introduire une telle clause lors de sa prochaine émission obligataire. Le seul domaine où les acteurs du marché pourraient raisonnablement souhaiter une différenciation concernerait la clause d'information, qui pourrait être plus exigeante vis-à-vis des émetteurs de titres moins bien notés.

Certes, des problèmes subsistent. Par exemple, comment traiter les anciennes obligations qui n'incluent pas de telles clauses ? Les obligations sont fréquemment échangées et, si nécessaire, des mesures d'assouplissement pourraient y contribuer. Le Club de New York pourrait se charger de la coordination des émissions croisées ; les activités du *CFB* et du *FBPC* fournissent un précédent historique considérable en la matière. Il semble difficile que chaque instrument soit doté d'une « méta-CAC » qui imposerait un

(5) Voir aussi le compte rendu de la réunion du FMI (*Executive Board*) du 7 avril 2003 : www.imf.org/external/np/sec/pn/2003/pn0353.htm.

vote à la majorité qualifiée à tous les créanciers obligataires, dont le résultat s'appliquerait à l'ensemble des instruments en circulation d'un débiteur donné.⁽⁶⁾ Les « accords de sortie » ont été utilisés avec succès pour faire pression sur les créanciers dissidents dans le cas de l'Équateur (voir encadré et Buchheit et Gulati, 2002). Les acteurs de marché sont farouchement opposés à ce type de mesures agressives. Le problème de l'agrégation des créances est loin d'être simple, mais l'association des nouvelles institutions et des CAC peut y apporter une solution satisfaisante (Buchheit, 2000 et 2002)⁽⁷⁾. Avec l'introduction de CAC dans toutes les nouvelles obligations, émissions et échanges de titres de créance, c'est l'ensemble de toutes les obligations qui seront assorties de CAC en l'espace d'une décennie (notons que si ce processus avait commencé en 1996, nous aurions déjà pratiquement atteint ce stade).

Toutefois, un point fondamental différencie les CAC du MRDS : ce dernier traiterait simultanément toutes les obligations souveraines émises dans des juridictions étrangères. Il supplanterait donc les contrats existants et exigerait une législation nationale valable en droit international, c'est-à-dire ayant la force d'un traité. La réforme qui est proposée ici dispense d'une telle étape dont on a dit combien elle était aujourd'hui difficile à envisager. De fait, en avril 2003, les directeurs exécutifs du FMI ont conclu leur débat en indiquant « qu'un accord sur un MRDS ne semble pas acquis, car il exigerait un amendement aux articles du Fonds » (FMI, 2003b)⁽⁸⁾. La réunion du CMFI (Comité monétaire et financier international) qui suivit, a sans surprise, conclu à son tour qu'il se féliciterait de l'usage ordinaire des CACs par les marchés financiers et invite le FMI à promouvoir leur inclusion volontaire dans le cadre de l'activité de surveillance qui lui est confiée (par l'article IV)⁽⁹⁾ (FMI, 2003c).

(6) L'échange en cours des obligations uruguayennes inclut toutefois une provision de ce type. Les obligations peuvent être restructurées avec l'accord des deux tiers seulement des détenteurs de n'importe quelle obligation pourvu que, pondéré par la valeur des titres, 85 % de l'ensemble des détenteurs agréent à la restructuration.

(7) Les « accords de sortie, *exit consents* » ont été utilisés avec succès pour faire pression sur les créanciers dissidents dans le cas de l'Équateur (voir Buchheit, 2000 et 2002). Les acteurs du marché sont farouchement opposés à ce type de mesures agressives. Il serait sans doute utile de se demander si les émetteurs devraient tenter d'intégrer *ex ante* des clauses d'agrégation à leurs obligations. De telles clauses prévoieraient que les détenteurs d'une obligation doivent voter conjointement avec d'autres dans le cadre d'un même programme. Mais même ce type de « méta-CAC » est susceptible de se heurter à une forte résistance de la part du marché.

(8) *Report of the Managing Director to the International Monetary and Financial Committee on a Statutory Debt Restructuring Mechanism*, 8 avril 2003, www.imf.org/exTERNAL/np/omd/203/040803.ht.

(9) Communiqué du CMFI, 12 avril 2003.

Les « accords de sortie » (« *exit consents* »)

Quelques créanciers opportunistes peuvent représenter une menace à la restructuration des dettes, même lorsque celle-ci s'avère une bonne chose pour les créanciers dans leur ensemble. L'idée de l'« *exit consent* » est de permettre de contourner l'obstacle que représentent ces créanciers, lorsqu'ils cherchent à faire du chantage sur les autres pour extraire des avantages indus.

Le marché new-yorkais, par exemple, n'autorise pas que l'on change les termes initiaux prévus par un contrat sans l'accord unanime des créanciers. Mais, à l'instar de ce qui est permis à Londres, il est toutefois prévu que l'on puisse en changer certains termes, autres que le paiement *stricto sensu*, à la seule condition qu'une super-majorité de créanciers l'acceptent. Il est par exemple possible qu'un débiteur offre d'échanger une obligation ancienne contre une nouvelle, et contourne ainsi la règle de l'unanimité. À New York, par exemple, la dette obligataire d'une entreprise peut être amendée par un accord de sortie portant sur les points suivants :

- lever l'immunité d'un débiteur souverain ;
- soumettre le différend à une juridiction étrangère ;
- ajouter des clauses de sauvegarde ;
- l'obligation de l'emprunteur de maintenir la cotation de ses obligations.

Utiliser ces clauses de sortie présente l'avantage de ne pas avoir à changer les lois en vigueur ; elles permettent de changer les termes du contrat en obtenant l'accord d'une super-majorité de créanciers, qui peuvent ainsi échapper au chantage d'une minorité qui ne voudrait pas retenir les anciennes obligations ainsi modifiées. De plus, le besoin d'obtenir l'accord oblige le créancier à offrir des termes acceptables à une majorité de créanciers.

Source : (d'après Bucheit et Gulati, 2000).

2.7. Moratoires

En l'absence d'un nouvel accord international contraignant, donc d'un amendement de ses statuts, le FMI n'est pas fondé à déclarer une cessation des paiements qui gèlerait tout recours en justice des créanciers. Néanmoins, cela n'interdit pas au FMI (ou à une nouvelle agence) d'émettre un avis sur le bien-fondé d'un moratoire dans un cas donné. Un tel acte contribuerait à légitimer ledit moratoire et découragerait, au moins, l'ouverture d'une procédure judiciaire, notamment si le Fonds devait adopter des lignes directrices précisant les circonstances dans lesquelles un gel des paiements est justifié. L'application d'un moratoire nécessiterait un large contrôle des changes, et le FMI devrait être prêt à conseiller le pays sur la meilleure méthode pour le mettre en œuvre. L'arbitrage d'un recours judiciaire contre

une cessation des paiements serait certainement suffisamment long pour qu'il soit possible de trouver un accord entre-temps, conformément aux nouveaux accords de restructuration ordonnée de la dette.

Là encore, nous avons besoin de lignes directrices précisant les montants et la durée des prêts en arriérés du FMI. Comme mentionné ci-dessus, accorder un financement à un « débiteur en possession de ses actifs » présente des risques, notamment le risque que le débiteur « dilapide » son nouvel avoir, que sa situation ne s'améliore pas et que les créanciers préexistants se voient léser en raison du rang prioritaire des nouvelles créances.

L'alternative à un moratoire classique consisterait à introduire des options de renouvellement dans les instruments de dette (*UDROP : Universal Debt Rollover Option with Penalty*) (Buiter et Sibert, 1999). Dans ce cadre, tous les contrats de dettes (privés et publics) libellés en devises autoriseraient l'emprunteur à reporter le remboursement de sa dette pendant une période déterminée, moyennant le paiement d'un intérêt de pénalité. Des modifications ont depuis été suggérées (Kenen, 2001) : le contrat pourrait exiger que la banque centrale du débiteur déclare une pénurie de liquidités avant que le débiteur ne fasse jouer la clause de l'« *UDROP* ». Le contrat pourrait également prévoir que le gouvernement ou la banque centrale (plutôt que les emprunteurs individuels des secteurs privés et public) puisse prendre l'initiative de faire jouer ces clauses simultanément pour tous les contrats, dans des conditions définies.

2.8. Opinions des marchés

Les représentants des principaux investisseurs internationaux, s'exprimant notamment avec le soutien de l'*Institute of International Finance*, ont manifesté dès le début de l'année 1996 leur opposition à la plupart de ces mesures (IIF, 1996 et Portes, 2000). Selon eux, « la résolution des crises [devrait s'employer] à restaurer la confiance des investisseurs privés [et l'accès au marché]... le modèle en vigueur dans les années quatre-vingt-dix... ». Là encore, l'argument avancé reflète la volonté de rendre les défauts de paiement aussi désordonnés et d'un coût aussi exorbitant que possible dans la mesure où, selon eux, les débiteurs ne remboursent que lorsque le fardeau de la défaillance devient insupportable. Ils ont manifesté leur opposition tout à la fois aux clauses d'action collective (jusqu'à une date récente), à tout soutien officiel aux moratoires, à la politique de prêts en arriérés du FMI jugée nocive, ainsi qu'à tout recours massif aux « accords de sortie » (*exit consents*). On ne s'étonnera pas d'apprendre que ces mêmes représentants se soient prononcés en faveur d'une « aide publique d'assez grande ampleur mais d'une durée limitée » (en janvier 1999), estimant que « l'existence d'engagements d'octroi de financements publics de grande ampleur est souvent le meilleur vecteur pour faire progresser la confiance des marchés » (janvier 2001).

L'opinion des marchés à propos des clauses d'action collective a considérablement évolué au fil du temps. À l'origine, les opérateurs estimaient que « toute initiative internationale visant à conférer un caractère contraignant à de telles clauses... susciterait l'impression que le secteur public est disposé à faciliter la défaillance » (janvier 1999). Plus récemment, ils ont toutefois reconnu que « le recours aux CACs dans les contrats obligataires peut être de nature à aider la restructuration de la dette... et qu'on pourrait encourager leur utilisation sur la base du volontariat... » (janvier 2001). Le volte-face a pris un caractère définitif lorsque le directeur de l'IIF a écrit au président du CMFI (Comité monétaire et financier international, en charge de l'élaboration de la politique du Fonds) qu'« ... une initiative associant secteur public et secteur privé... (devrait) proposer des avancées pratiques... en vue de l'introduction massive de clauses d'action collective » (C. Dallara, dans une lettre du 9 avril 2002 adressée à G. Brown). On serait tenté de dire que ce changement de ton reflète simplement le fait que les CACs sont considérées comme une solution moins néfaste que les autres propositions avancées par le Fonds.

De fait, le principal mérite du projet de MRDS est peut-être d'avoir réussi à inciter efficacement les marchés à se rallier à l'idée d'une solution basée sur un modèle « décentralisé et contractuel ». En réponse à la pression à laquelle les marchés étaient soumis, un groupe constitué de six associations d'institutions financières du secteur privé a publié en juin 2002 des « principes basés sur le marché » définis d'un commun accord et conçus comme des outils de gestion de crise et de restructuration de la dette. En outre, comme indiqué précédemment, ils ont récemment fait connaître leur propre version de la CAC « idéale ». Toutefois, les propositions émises affichent un équilibre de façade : elles reprennent d'une main ce qu'elles ont concédé de l'autre. D'un côté, les clauses de modification des conditions financières proposées sont plus restrictives que celles dont sont actuellement assorties les obligations de droit britannique et, de l'autre, les clauses proposées en matière de modification des conditions non financières sont plus restrictives que celles auxquelles sont soumises les obligations de droit de l'État de New York (Roubini et Setser, 2003).

Les opérateurs de marchés mettent fréquemment en avant l'hostilité des pays émergents eux-mêmes à l'égard des CAC. C'est dans une certaine mesure exact, mais il est possible que cela soit la conséquence de l'interaction existante entre les sociétés d'investissement new-yorkaises et les emprunteurs dans une structure de marché de type oligopolistique. Les souscripteurs déconseillent les CAC aux emprunteurs. Certains d'entre eux reconnaissent en privé agir de la sorte uniquement parce que les emprunteurs considèrent d'ordinaire, bien que ceci ne soit aucunement justifié d'un point de vue empirique, qu'ils bénéficieraient de conditions moins favorables en cas de recours aux CAC. D'autre part, lorsqu'ils sont en situation de

concurrence pour l'obtention d'un mandat, ils estiment ne pas être en mesure de plaider la cause des CAC auprès d'émetteurs qui y sont opposés étant donné que, de son côté, la concurrence affirmera aux émetteurs que les CAC sont inutiles et non souhaitables. Cependant, dans l'hypothèse où les sociétés de souscription sont convaincues du bien-fondé de ce qu'elles avancent, elles devraient toutefois être conscientes que lorsque les choses tournent mal, les obligations non assorties de CAC ne leur confèrent aucune protection supplémentaire contre le risque de devoir participer au renflouement – elles sont simplement synonymes d'embarras supplémentaires (comme dans le cas de l'Ukraine)⁽¹⁰⁾.

Les opérateurs ont également avancé que le MRDS s'attaque au problème des crises d'insolvabilité alors qu'en réalité, les crises les plus courantes et les plus graves sont les crises liées à la pénurie de liquidités, que le MRDS n'est rien d'autre qu'une tentative du FMI de protéger son propre statut de créancier privilégié et que, en outre, le MRDS comme les CAC remettent en cause le caractère sacré des contrats, généreront une augmentation de l'aléa moral à un niveau intolérable, qui se traduira de fait par la hausse du coût du capital pour les emprunteurs des marchés émergents (voir ci-dessus).

Ces éléments constituent-ils les véritables motifs de l'hostilité des marchés au MRDS et aux CAC ? Il ne fait aucun doute que l'éventualité d'une hausse des *spreads* préoccupe les émetteurs, quoi qu'en disent les études empiriques, et que ceux-ci cherchent à prouver qu'ils ne sont pas en position de « repli ». Par ailleurs, les émetteurs comme les souscripteurs s'efforcent de vendre des obligations et redoutent l'effet dissuasif d'éventuels « contrats pré-nuptiaux ». Les prêteurs, toutefois, et c'est là l'élément décisif, comptent sur le maintien des opérations de renflouement (*bail-outs*) aussi longtemps qu'il n'existera aucune solution alternative instituée d'implication du secteur privé. Tant que le secteur public continuera de procéder à des opérations de sauvetage, les marchés n'auront aucun intérêt à recourir aux CAC ; d'un autre côté, cependant, la pratique du renflouement demeure indispensable tant qu'il n'existe aucune autre solution pour limiter le coût des défaillances de paiement. En d'autres termes, c'est l'éternel dilemme de l'œuf et de la poule.

Certains signes montrent toutefois que cette opposition est en train de s'éroder. Le Mexique dont le gouverneur de la Banque centrale fut longtemps sceptique quant au rôle des CAC a pris l'initiative d'émettre un nouvel emprunt souverain comportant des CAC en février 2003. Il a été suivi par le Brésil et l'Afrique du Sud en avril 2003. Le prix de ces obligations

(10) À ce propos, l'article du *Financial Times* décrivant la réaction des marchés suite à l'émission récente par le Mexique d'une obligation assortie d'une CAC est édifiant (cf. *Financial Times* du 27 février 2003).

semble avoir été totalement indifférent à l'introduction de ces clauses. Le cas uruguayen dont nous avons parlé précédemment va dans le même sens. Il est possible qu'en fait la partie soit déjà jouée.

2.9. Quelle attitude adopter ?

Nous estimons nécessaire de passer outre à l'opposition des opérateurs et des emprunteurs. Le secteur privé (banques et sociétés d'investissement) réclame toute idée de « système obligatoire » et ne reviendra jamais sur son opposition. Ce refus s'applique également aux CAC obligatoires. Toutefois, pour atteindre le maximum d'efficacité, de telles clauses doivent avoir une portée universelle ou presque. Le plan d'action du G7 ne va pas encore assez loin pour faire évoluer la situation. Dans ces circonstances, le renflouement demeurera la seule solution structurée acceptable à la disposition des autorités.

Il est possible que la pression des autorités suffisent à faire pencher la balance. Sinon, il existe un moyen relativement simple de mettre en œuvre nos propositions (Portes, 2000). Les autorités de régulation américaine (SEC) et britannique (FSA) sont, entre autres, mandatées pour protéger les investisseurs et maintenir l'ordre sur les marchés. Bien que ces organismes récusent une telle interprétation de leurs missions, nous estimons qu'elles jouissent de l'autorité et de la légitimité suffisantes pour intervenir sans nouvelle législation. L'exemple argentin montre clairement que ces marchés étaient et restent désordonnés et que les investisseurs n'ont pas été protégés efficacement contre un éventuel risque de défaillance par une procédure *ex post* adéquate.

Aussi suggérons-nous que les principales autorités de régulation financière, américaines, britanniques et autres, exigent que toute obligation émise ou négociée sur le marché soumis à leur autorité soit assortie de CAC et d'autres clauses favorables à la renégociation. Le FMI pourrait initier et cofinancer un programme d'échange volontaire des encours obligataires en circulation dépourvus de clauses de ce type. Et le FMI devrait limiter l'éligibilité aux facilités de réserve supplémentaire (et même à tous ses programmes) aux seuls pays recourant aux CAC. Compte tenu de l'hostilité des marchés, le Trésor américain et le Trésor britannique devraient certainement exercer une pression importante pour initier une évolution en ce sens. Cela semble cependant suffisant pour permettre la mise en œuvre à grande échelle des CAC. Si les marchés ne généralisaient pas les exemples précédents, les autorités ne devraient pas hésiter à agir.

2.10. Le point de vue de l'Union européenne

Une fois n'est pas coutume, les pays de l'Union européenne sont parvenus à une position commune sur un aspect important du débat relatif à l'architecture financière. C'est une excellente chose, même si cette position demeure encore trop fragile pour générer une évolution significative. C'est

le Comité des relations internationales du Système européen des banques centrales (le SEBC auquel participent les 15 pays membres de l'Union européenne) qui est à l'origine de la position commune européenne. Les Européens dénoncent l'absence actuelle de tout système digne de ce nom. Ils s'inquiètent de l'impossibilité pour le G7 de mettre en œuvre ses propres principes (une situation qui, nous l'avons souligné précédemment, est la conséquence des incohérences temporelles de ces principes et de l'absence de tout mécanisme fiable de règlement ordonné). Le Comité souligne la nécessité d'établir des limites présumées à l'octroi de fonds publics. Il souhaite un renforcement des justifications *ex ante* et des responsabilités *ex post* en cas de financements exceptionnels. Ils demandent également la mise en œuvre de politiques plus claires concernant les moratoires et les prêts en arriérés. Ils se montrent plutôt favorables à l'approche statutaire ou tout du moins à la menace d'un recours à cette approche pour faire pression sur les opérateurs de marché et les emprunteurs. Certains pays européens sont enfin désireux de montrer l'exemple en incluant les CAC dans leurs propres titres de créance. Toutefois, l'Union européenne n'est pas parvenue à dégager un véritable consensus à propos de la mise en œuvre concrète de ces principes. En outre, on ne peut que regretter que le SEBC se soit abstenu de rendre ses propositions publiques. Cela aurait pu inciter à analyser les raisons pour lesquelles la position commune européenne semble, du moins vu de Washington, n'avoir eu qu'une incidence limitée sur la politique du Fonds.

2.11. Un code de bonne conduite

La Banque de France (2003) a fait valoir à juste titre que, compte tenu des contraintes entravant la mise en œuvre des réformes souhaitées, il convenait d'opter pour une solution médiane à mi-chemin entre l'approche contractuelle et l'approche statutaire. Le principe serait celui d'un accord portant sur les modalités à observer en cas de restructuration de la dette, de manière à ce qu'aucune des parties ne soit tentée d'interpréter les actions de l'autre comme hostiles et malintentionnées.

Selon le modèle élaboré par la Banque de France, « le code de bonne conduite établirait un certain nombre de principes et de bonnes pratiques visant à faciliter l'émergence d'une résolution ordonnée des difficultés liées au fardeau du surendettement ». Cela nécessite :

- l'établissement anticipé de contacts avec les créanciers avant et au moment de la survenue de difficultés liées au service de la dette ;
- un échange d'information loyal entre toutes les parties concernées ;
- une représentation loyale des créanciers (par le biais des CAC) ;
- une procédure rapide et placée sous le signe de la coopération ;
- un traitement équitable des créanciers ;
- un partage juste du fardeau de la dette ;
- des négociations de bonne foi.

L'objectif serait de préserver la situation financière du débiteur : à cette fin, différents instruments pourraient être envisagés, comme des mesures de refinancement concertées (*rollover*), l'octroi de financements additionnels ou des mesures concertées de cessation de paiement.

Toute procédure de renégociation de la dette devrait être axée sur l'objectif final de rétablir la soutenabilité de la dette. Le FMI fournirait à toutes les parties concernées les éléments d'information nécessaires à l'établissement d'une solution soutenable.

Cette méthode a le mérite de briser certains tabous et d'offrir une feuille de route utile pour trouver une solution en cas de crise. L'existence d'un code de conduite de ce type est propice à l'établissement d'attentes et de raisonnements partagés convergeant vers la définition d'exigences communes à l'égard des parties concernées.

S'il est un point qui mérite toutefois un examen plus approfondi, c'est celui de la mise en œuvre du code. Nous ne sommes pas ici en présence d'un modèle susceptible d'être mis en œuvre de manière spontanée par les acteurs concernés, comme c'est le cas lorsque chacun agit en fonction de l'attitude de son partenaire. Il s'agit plutôt d'un modèle dans lequel chacun des partenaires, créanciers ou débiteurs, est censé, chacun à son tour, agir conformément à ce que l'on attend de lui.

Afin d'illustrer plus précisément ce point, étudions à présent deux cas de figure dont la résolution pourrait être facilitée par le recours au code de bonne conduite.

2.11.1. Objectif : atténuer les tensions quand la dynamique de dette est soutenable

Le code de bonne conduite analyse tout d'abord le cas où la dynamique de la dette est supposée soutenable à moyen terme, mais le service de la dette est soumis à des tensions passagères. Il est alors inutile de procéder à une réduction de la dette. « Les créanciers sont tenus d'accorder des financements à des conditions viables ». Dans de telles circonstances, l'existence d'un code de bonne conduite serait-elle de nature à constituer une aide ? Probablement, mais ce n'est pas certain non plus. « Une gestion proactive de la dette peut s'avérer bénéfique ». Toutefois, il suffit que le pays soit jugé présenter un risque pour que les *spreads* augmentent, entraînant de ce fait un risque d'explosion de la dette. Dans de telles circonstances, c'est au débiteur qu'il incombe, avec l'aide du FMI, de faire preuve d'un comportement approprié. C'est là que notre proposition entre en ligne de compte : les débiteurs devraient s'engager auprès du FMI à mener une politique appropriée, avec le soutien financier du Fonds (prêteur en premier ressort).

2.11.2. Proposer une solution au cas où le débiteur n'est pas en mesure d'assumer la charge dans les conditions contractuelles initialement prévues

Le code de bonne conduite analyse ensuite un second cas de figure, lorsque la dette n'est plus soutenable et qu'il revient aux prêteurs d'accorder leur soutien à une opération de restructuration. Il faut ici trouver le moyen d'éviter la mise en œuvre de stratégies non coopératives par certains investisseurs privés (francs-tireurs...). Le gel des recours en justice et les mesures concertées de cessation des paiements, tels que le suggèrent le code de bonne conduite, constituent des mesures appropriées. Et le recours aux CAC est sans conteste indispensable pour obtenir des investisseurs une attitude plus coopérative. Dans ce cas de figure, « le FMI devrait accepter de faire des prêts en arriérés, sous réserve de la signature entre les créanciers et les débiteurs d'un accord de restructuration de la dette garantissant la soutenabilité de cette dernière ». Dans ce second scénario, ce sont les créanciers, plus encore que les débiteurs, qui devraient faire preuve de bonne volonté.

En mettant en parallèle ces deux exemples, on constate que l'existence d'un code de bonne conduite peut s'avérer réellement profitable à condition qu'une tierce partie soit en position de garantir le respect du principe d'équité en toutes circonstances. Le FMI pourrait peut-être endosser ce rôle d'instance tierce. Son rôle consisterait dans le premier cas de figure à inciter le pays à agir, et dans le second cas à faire pression sur les créanciers pour obtenir la résolution de la crise, même au cas où cela impliquerait une réduction de la dette. Toutefois, la perspective de renforcer encore plus la responsabilité et l'autorité du FMI dans la gestion des crises liées à la dette suscite déjà de vives oppositions. Ainsi que nous le suggérons précédemment, il pourrait être préférable et moins sujet à controverse de confier à une nouvelle instance *ad hoc* indépendante, du type du Forum de résolution des litiges liés à la dette souveraine (*SDDRF*), un rôle plus limité de surveillance et de coordination.

Il est important à nos yeux que le code de bonne conduite indique comment l'origine des difficultés rencontrées par un pays influe sur les décisions à prendre. Dans le cas d'une chute exogène de la capacité à exporter, il revient au FMI d'expliquer dans quelle mesure elle affecte la soutenabilité de la dette. Si des orientations politiques erronées sont à l'origine de la crise, le FMI devrait mettre en garde publiquement le pays incriminé. Cet élément devrait être pris en compte postérieurement, dans le cadre de la stratégie de prêts en arriérés. En cas de crise de confiance, enfin, le FMI devrait agir en qualité de prêteur en premier ressort.

2.12. Conclusion

Depuis novembre 2001, des progrès considérables ont été enregistrés. La proposition Krueger et la réaction des États-Unis à celle-ci ont permis d'éliminer des obstacles de poids, mais de nombreux problèmes restent à résoudre. La question essentielle demeure celle de la mise en œuvre. Une approche décentralisée et volontaire est tout simplement vouée à l'échec, comme l'ont suffisamment démontré l'exemple passé et le retour d'expérience accumulé ces dernières années.

Nous avons esquissé des solutions réalistes. Le débat consacré au MRDS s'est avéré extrêmement bénéfique, même si son apport apparaît désormais devoir se limiter au rôle de catalyseur au service de la mise en œuvre de propositions réalistes telles que les CAC. Dans l'intervalle, le jugement selon lequel le MRDS était finalement irréalisable a remis en cause sa crédibilité en tant qu'instrument de pression. Nous devons à présent lui substituer d'autres moyens de pression appropriés. Même à supposer que les marchés prennent sur eux d'universaliser l'usage des CAC, d'autres innovations institutionnelles seront requises pour les faire fonctionner. Celles-ci aussi devront être plus audacieuses qu'un simple encouragement à agir.

Annexe

Typologie des crises de la dette

1. Crise A (un MEDC, mécanisme élargi de crédit)

	(t) : année de l'accord	Dette/PNB en %			Dette/EXP en %			Part dette publique dans dette de long terme ^(***) en %
	date du prog.	(t-2)	(t-1)	(t)	(t-2)	(t-1)	(t)	
Algérie	mai-95	54,2	74,3	84,0	219,5	277,0	265,6	100,0
Argentine	févr-98	35,8	38,7	48,5	331,2	362,4	380,4	74,8
Colombie	déc-99	34,9	34,5	42,1	186,6	225,4	217,2	62,7
Égypte	sept-93	100,2	78,0	67,2	240,4	180,6	181,9	97,8
Gabon	nov-95	99,8	113,0	102,8	144,6	160,6	148,9	100,0
Indonésie ^(*)	août-98	58,3	65,3	167,9	219,3	206,9	262,0	57,6
Jamaïque	déc-92	122,8	132,9	147,4	189,8	184,9	173,5	99,2
Jordanie	févr-96	132,4	126,2	121,7	185,7	167,6	151,7	99,6
Pakistan	oct-97	49,4	45,7	47,5	252,2	249,7	263,9	92,3
Panama	déc-97	68,0	68,3	65,3	83,0	76,4	75,4	97,4
Pérou	juin-99	50,1	53,8	57,8	321,0	332,4	320,6	85,6
Philippines	juin-94	61,2	64,9	59,9	187,1	187,3	161,0	93,2
Russie ^(**)	mars-96	37,9	35,3	29,7	156,7	129,6	119,5	100,0
Yémen	oct-97	178,1	137,6	76,7	190,5	174,6	103,6	100,0
Zimbabwe	sept-92	38,2	41,1	62,9	159,6	172,4	219,0	91,5
	moyenne	74,8	74,0	78,8	204,5	205,9	203,0	90,1

Notes : ^(*) Conséquences politiques et économiques de la crise asiatique ;

^(**) Plus une composante FRS (Facilité de réserve supplémentaire) en juillet 1998 ;

^(***) Moyenne sur 3 ans.

Source : FMI.

2. Crise B (deux ou trois accords de confirmation (AC) consécutifs)

	(t) : année de l'accord		Dette/PNB en %			Dette/EXP en %			Part dette publique dans dette de long terme ^(***) en %
	date du prog.		(t-2)	(t-1)	(t)	(t-2)	(t-1)	(t)	
Brésil*	déc-98	2AC	23,5	24,1	31,4	302,5	291,6	372,8	55,8
Costa Rica	août-91	3AC	91,2	68,8	74,6	236,2	179,4	174,8	91,5
République dominicaine	août-91	2 AC	63,3	64,9	61,9	164,9	195,8	197,5	97,3
Salvador	juil-95	3AC	29,4	27,6	27,7	92,9	83,7	82,7	99,7
Équateur**	déc-91	3AC	97,5	97,5	97,5	291,3	291,3	291,3	97,4
Inde	janv-91	2 AC	26,0	26,7	32,5	318,0	330,9	317,2	97,8
Papouasie**	juil-91	3AC	69,2	69,2	69,2	119,5	119,5	119,5	60,7
Turquie*	déc-99	2 AC	47,1	47,1	54,3	157,0	155,8	194,0	67,8
Uruguay*	mars-99	3AC	33,5	34,9	36,8	138,5	159,8	174,9	94,0
	moyenne		53,4	51,2	54,0	202,3	200,9	213,9	84,7

Notes : (*) Le Brésil, la Turquie et l'Uruguay ont également bénéficié de FRS joints avec des accords de confirmation (2 pour Brésil, 1 pour Turquie et Uruguay) ;

(**) 3 accords de confirmation répartis sur la décennie quatre-vingt-dix. Les données en (t) sont les moyennes sur la période 1990-2000 ;

(***) Moyenne sur 3 ans.

Source : FMI.

3. Crise C (un accord de confirmation)

	(t) : année de l'accord		Dette/PNB en %			Dette/EXP en %			Part dette publique dans dette de long terme ^(**) en %
	date du prog.		(t-2)	(t-1)	(t)	(t-2)	(t-1)	(t)	
Corée	déc-97		25,4	27,4	32,8	76,1	83,8	84,9	61,6
Indonésie	nov-97		64,6	58,3	65,3	226,7	219,3	206,9	62,0
Malaisie ^(*)	juil-97		40,6	41,3	49,8	39,9	41,8	49,3	55,4
Mexique	févr-95		33,6	34,4	61,1	195,1	179,4	172,5	82,5
Nigeria	août-00		103,4	93,4	92,9	257,7	189,9	146,8	99,0
Thaïlande	août-97		50,5	51,3	62,6	112,1	120,2	122,7	37,0
Venezuela	juil-96		65,18	47,1	50,18	190,87	157,11	128,58	93,1
	moyenne		54,7	50,5	59,2	156,9	141,7	130,2	70,1

Notes : (*) La Malaisie n'a pas demandé d'aide au FMI. Juillet 1997 est la date de flottement du change ;

(**) Moyenne sur 3 ans.

Source : FMI.

4. Spreads de taux (points de base) avant la crise

	1 mois avant	6 mois avant	de 6 mois à 1 an	1 an avant	de 1 à 2 ans
Crise A					
• Argentine	3 413,7	2 051,8	795,2	1 428,3	622,5
• Russie	1 399,6	869,0	492,5	682,2	
Crise B					
• Brésil	1 030,1	1 030,1	444,7	597,5	363,7
• Équateur	2 184,9	1 527,8	1 135,7	1 333,3	596,9
• Turquie	591,8	503,9	462,9	483,6	737,9
Crise C					
• Corée (entreprise)	270,5	136,1	74,8	105,7	
• Indonésie (souverain)	253,51	257,64	261,63	259,62	
• Mexique	285,2	263,7	252,1	257,9	366,9

Source : Calcul des auteurs.

Références bibliographiques

- Banque de France (2003) : « Vers un code de bonne conduite volontaire pour restructurer la dette souveraine », *Revue de la stabilité financière*, juin, Banque de France.
- Becker, T., A. J. Richards et Y. Thaicharoen (2002) : « Bond Restructuring and Moral Hazard: Are Collective Action Clauses Costly? », *IMF Working Paper*, n° 01/92.
- Buchheit L. C. et G. M. Gulati (2000) : « Exit Consents in Sovereign Bond Exchanges », *UCLA Law Review*, n° 48, pp. 59-84.
- Buchheit L. C. et G. M. Gulati (2002) : « Sovereign Bonds and the Collective Will », *Working Paper Georgetown University Law Center*, n° 34.
- Buiter W. H. et A. C. Sibert (1999) : « UDROP: A Contribution to the New International Financial Architecture », *International Finance*, n° 2, pp. 227-247.
- Calvo G. (1988) : « Servicing the Public Debt : The Role of Expectations », *American Economic Review*, n° 78, pp. 647-661.
- Chamon M. (2002) : *Are Debt Crises Self-Fulfilling?*, Mimeo, Harvard University.
- Cohen D. (1991) : *Private Lending to Sovereign States*, MIT Press.
- Cohen D. (2001) : « The HIPC Initiative : True and False Promises », *International Finance*, vol. 5, n° 3.
- Cohen D. (2003) : *How to Avoid Self-Fulfilling Debt Crises?*, Mimeo, Ecole normale supérieure.
- Cole H. et T. Kehoe (1996) : « A Self-Fulfilling Model of Mexico's 1994-1995 Debt Crisis », *Journal of International Economics*, n° 41, pp. 309-30.
- Cole H. et T. Kehoe (2000) : « Self-Fulfilling Debt Crises », *Review of Economic Studies*, n° 67, pp. 91-116.
- Eichengreen B. et A. Mody (2000a) : « Would Collective Action Clauses Raise Borrowing Costs? », *NBER Working Paper*, n° 7458, janvier.

- Eichengreen B. et A. Mody (2000b) : « Would Collective Action Clauses Raise Borrowing Costs? An Update and Additional Results », Institute of Business Economic Research, *University of California, Berkeley Paper*, n° C00-114.
- Eichengreen B. et R. Portes (1995) : *Crisis? What crisis? Orderly Workouts for Sovereign Debtors*, Londres, Centre for Economic Policy Research.
- Fischer S. (1999) : « Reforming the International Financial System », *Economic Journal*, n° 1 109, pp. 557-76.
- FMI (2002) : *Fund Policy on Lending into Arrears to Private Creditors – Further Consideration of the Good Faith Criterion*, disponible sur : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/privcred/073002.htm>.
- FMI (2003a) : *Compte rendu de l'Executive Board (7 avril 2003)*, disponible sur : www.imf.org/external/np/sec/pn/2003/pn0353.htm.
- FMI (2003b) : Report of the Managing Director to the International Monetary and Financial Committee on a Statutory Debt Restructuring Mechanism', disponible sur : <http://www.imf.org/external/np/omd/203/040803.ht>.
- FMI (2003c) : *Communiqué du CMFI (12 avril 2003)*.
- Gugliatti, M. et A. Richards (2003) : « Do Collective Action Clauses Influence Bond Spreads? New Evidence from Emerging Markets », *Research Discussion Paper*, n° 2003-02, Reserve Bank of Australia.
- G7 des ministres des Finances et des gouverneurs des Banques centrales (2002) : *Plan d'Action, annexe au communiqué*, 20 avril, Washington DC.
- Groupe des 10 (1996) : *The Resolution of Sovereign Liquidity Crises*, BRI, mai.
- Groupe des 10 (2002) : *Working Group on Contractual Clauses*, BRI, septembre.
- Institute of International Finance (1996) : *Resolving Sovereign Financial Crises*, Washington.
- Institute of International Finance (1999) : *Report of the Working Group on Financial Crises in Emerging Markets*, Washington.
- Kenen P. (2001) : *The International Financial Architecture: What's New? What's Missing?*, Institute for International Economics.
- Krueger A. (2001) : « International Financial Architecture for 2002: A New Approach to Sovereign Debt Restructuring », *American Enterprise Institute*, Washington DC, n° 26, novembre.
- Krueger A. (2002a) : *New Approaches to Sovereign Debt Restructuring, an Update of our Thinking*, Washington DC, 1^{er} avril.

- Krueger A. (2002b) : *Crisis Prevention and Resolution : The Role of Sovereign Debt Restructuring*, Remarques à l'American Enterprise Institute Symposium, Washington DC, 7 octobre.
- Krueger A. (2002c) : *Sovereign Debt Restructuring Mechanisms: One Year Later*, présentation à la Conférence de la Banque du Mexique « Macroeconomic Stability, Financial Stability and Economic Development », Mexico City, 12 novembre.
- Lerrick A. et A. H. Meltzer (2001) : *Blueprint for an International Lender of Last Resort*, Mimeo.
- Meltzer (International Financial Institution Advisory Commission) (2000) : *Final Report*, disponible sur : <http://www.bicusa.org/usgovtoversight/meltzer.htm>.
- Portes R. (2000) : « The Role of Institutions for Collective Action », C. Adams, R. Litan et M. Pomerleano (dir.), *Managing Financial and Corporate Distress: Lessons from Asia*, Brookings Institution, Washington DC, pp. 47-73.
- Rogoff K. et J. Zettelmeyer (2002) : Bankruptcy Procedures for Sovereigns: A History of Ideas, 1976-2001, *IMF Staff Papers*, n° 49, pp. 470-507.
- Roubini N. et B. Setser (2003) : Improving the Sovereign Debt Restructuring Process: Problems in Restructuring, Proposed Solutions and a Roadmap for Reform, Mimeo.
- Sachs J. (1995) : *Do we Need an International Lender of Last Resort?*, The Frank D. Graham Memorial Lecture, Université de Princeton.
- Stiglitz J. (2002) : *La grande désillusion*, Fayard.
- Taylor J. (2002) : *Sovereign Debt Restructuring: A US Perspective*, disponible sur : <http://www.treas.gov/press/releases/po2056.htm>.
- Tirole J. (2002) : *Financial Crises, Liquidity, and the International Monetary System*, Princeton University Press, Collation xii.
- Williamson J. (2001) : *The Role of the IMF: A Guide to the Reports*, Institute for International Economics, mai.
- Williamson J. (2002) : « Is Brazil Next? », *International Economics Policy Brief*, Institute for International Economics, août.

Commentaire

Olivier Davanne

Professeur associé à l'Université de Paris-Dauphine

Le rapport de Daniel Cohen et Richard Portes doit être replacé dans le contexte des débats qui existent depuis plusieurs années sur la meilleure façon de prévenir, puis éventuellement de guérir, les situations de surendettement extérieur public dans les pays émergents. Ces crises de surendettement n'ont bien sûr rien de nouveau car, sans remonter à l'entre-deux-guerres, on se souvient du prix payé tout au long des années quatre-vingt par les pays d'Amérique Latine pour apurer l'endettement excessif accumulé dans la décennie précédente. Mais l'intense mouvement de globalisation financière des années quatre-vingt dix a renforcé les risques dans ce domaine en multipliant, dans les périodes d'euphorie, les sources de fonds disponibles pour les pays émergents. Pour les États, trouver temporairement des complices du côté des créanciers pour mener des politiques financières aventureuses est ainsi devenu beaucoup plus facile. Les crises deviennent plus fréquentes, mais aussi plus difficiles à résoudre : cette diversification des mouvements internationaux de capitaux rend beaucoup plus complexe l'éventuelle renégociation de la dette extérieure, qui est maintenant détenue par des investisseurs éparpillés et non plus par un oligopole de grandes banques internationales. Cette difficulté à restructurer si nécessaire une dette devenue excessive a bien sûr un coût direct pour les pays en crise, mais elle a aussi, de façon plus insidieuse, des conséquences indirectes très négatives sur le fonctionnement du système financier international. Pour les grands pays économiquement et/ou politiquement importants (Russie, Argentine, Turquie...), faute de mécanismes de restructuration de la dette extérieure, la communauté internationale se montre en effet très réticente à prendre le risque d'un défaut de paiement et en conséquence le FMI aide souvent à son corps défendant ces pays à poursuivre au-delà du raisonnable des politiques économiques ou financières à haut risque. La crise, quand elle ne peut finalement être évitée (Russie, Argentine), n'en est alors que plus grave. Au total, comme l'ont souligné

Rogoff et Bulow (1988 et 1990) dès la fin des années quatre-vingt, ces prêts de la communauté internationale aux pays en difficulté pervertissent profondément le fonctionnement du marché international des capitaux. Dans certains cas (Russie, Argentine, Turquie), les conditions que les États obtiennent sur leurs prêts extérieurs dépendent presque autant de l'analyse politico-économique des créanciers privés sur le soutien probable de la communauté internationale que de leur évaluation des « fondamentaux économiques ». Certains se réjouissent de voir ainsi l'offre de fonds biaisée en moyenne vers le haut – j'y reviendrai – mais cette garantie que le FMI offre aux créanciers, bien que très partielle, facilite la montée du surendettement.

En conséquence, il existe un large accord sur les conséquences négatives du système, ou plutôt du non-système, régissant les crédits souverains internationaux. L'absence de mécanisme de résolution des crises de surendettement et, de façon liée, l'absence parallèle de règles claires dictant les soutiens accordés par la communauté internationale conduisent en définitive à un marché instable et dangereux pour les débiteurs. Un pays peut facilement passer en quelques années du statut de « chouchou » des investisseurs à celui de paria en situation durable de cessation de paiement.

Si le constat est clair, les solutions proposées divergent cependant. Deux philosophies s'opposent. À un extrême, on peut souhaiter sortir par le haut de ces difficultés et mettre en place au plan international les institutions qui ont prouvé leur efficacité sur les marchés du crédit nationaux. Concrètement, on envisage alors de créer au plan international un « droit de la faillite » inspiré des (diverses) dispositions qui régissent précisément dans les droits nationaux internes les suites à donner à un défaut de paiement. Un droit de la faillite bien conçu permet de limiter strictement dans le temps les conséquences d'un défaut de paiement et précise les droits et devoirs des créanciers et débiteurs, ainsi que le champ de responsabilité des juges. À la surprise générale, c'est cette voie très ambitieuse que le FMI a décidé de soutenir en novembre 2001, avant de beaucoup reculer dans ses propositions et de renoncer notamment à exercer lui-même la fonction très sensible de juge international des faillites. Mais une autre approche extrême, obéissant à une philosophie radicalement opposée, est possible. Beaucoup d'auteurs ne croient pas à la possibilité d'un « tribunal de la faillite internationale » qui nécessiterait d'importants abandons de souveraineté. Définir la fraction de la dette qui doit être payée, éventuellement après rééchelonnement, et celle qui doit être annulée, c'est fondamentalement définir le degré d'austérité qu'un pays sur-endetté devrait imposer à sa population. Qui a la légitimité pour le faire et qui est d'ailleurs capable de l'imposer au gouvernement concerné ? Dans ce contexte, il existe une autre voie beaucoup plus directe pour en finir avec les difficultés : réduire purement et simplement de façon marquée le marché de la dette souveraine internationale ! Ce n'est que rarement dit aussi clairement, mais certaines propositions conduiraient très directement à cette implosion souhaitée... Par exemple, Jeremy Bulow dans

un papier récent propose la suppression de tout soutien du FMI, sauf dans des cas très strictement définis, et surtout propose l'assujettissement des crédits souverains internationaux au droit domestique de l'émetteur. En d'autres termes, il n'y aurait plus de différence juridique entre une obligation d'État en monnaie nationale émise sur le marché intérieur et une obligation d'État en devises émise à l'étranger. Cela faciliterait considérablement d'éventuelles restructurations de dettes, car il suffirait d'une simple loi votée par le parlement local. Mais on imagine l'intérêt des investisseurs internationaux pour des titres ne bénéficiant plus d'aucune garantie implicite de la part du FMI et susceptibles d'être restructurés par les autorités locales sans recours possible devant des tribunaux étrangers ! Jeremy Bulow justifie ces propositions non seulement par la difficulté qu'il y aurait à mettre en place un droit international de la faillite souveraine efficace, mais aussi par l'intérêt qu'il y a à encourager d'autres formes de financement des pays émergents plus favorables au développement (investissements en actions, que ce soit sous la forme d'investissements directs ou d'investissements de portefeuille). Cette approche me semble pleine de bon sens et on peut regretter que la communauté internationale, et en premier lieu le FMI, se soient laissés enfermer dans un seul cadre d'analyse (recherche des contours d'un droit international des faillites souveraines) sans suffisamment explorer l'alternative stratégique. Celle-ci repose sur un effort pour limiter l'endettement extérieur souverain soumis au droit privé international et privilégier les autres formes de financement (aide au développement, crédits multilatéraux ou bilatéraux publics, investissements de portefeuille en actions et obligations soumis au droit local de ces pays, financements interbancaires). Il s'agit d'un vaste chantier et le développement de ces financements internationaux beaucoup plus sains exige de nombreuses réformes (renforcement des marchés financiers internes, supervision bancaire, politique de change....) (Davanne, 2000).

Ce cadrage général du paysage me permet maintenant de revenir au rapport de Daniel Cohen et Richard Portes. Le premier élément frappant est son refus de choisir entre les deux approches extrêmes qui viennent d'être décrites (FMI versus Bulow, pour faire simple) et sa croyance en la possibilité de solutions intermédiaires. Ce rapport ne remet pas en question l'idée selon laquelle l'endettement extérieur en devises des États auprès de créanciers privés peut jouer un rôle important dans le financement du développement. Il se place ainsi plutôt sur le terrain du FMI et dans le prolongement de la ligne choisie au cours des dernières années par la communauté internationale. En revanche, il décrit avec beaucoup de pertinence toutes les difficultés à la mise en place d'un véritable tribunal international des faillites et soutient des innovations institutionnelles beaucoup plus modestes (généralisation des clauses d'action collective dans les émissions obligataires internationales, mise en place d'un code de bonne conduite encadrant le processus de restructuration des dettes si nécessaire). Ces innovations peu-

vent jouer un rôle très utile, et on ne voit guère de raisons de s'y opposer, mais elles ne remplacent pas un véritable droit international de la faillite souveraine. Elles laissent la solution d'une crise de sur-endettement au bon vouloir des négociateurs, éventuellement soumis à la pression du FMI. Or, la résolution des crises de dettes souveraines restera probablement extrêmement difficile à négocier, c'est-à-dire longue et coûteuse. Conscients de cette situation, les deux auteurs insistent alors sur le rôle central de la prévention. Compte tenu de son coût potentiel, il faut absolument tout faire pour éviter en amont l'apparition d'une situation de sur-endettement. Mais ce constat ne les fait pas basculer dans le camp des partisans de « l'autre politique »... Loin de réfléchir à une inflexion en profondeur du financement des pays émergents les plus avancés, ils cherchent des solutions de compromis permettant à la fois un développement des crédits internationaux souverains et des garde-fous face au risque de surendettement. Ils aboutissent alors à l'idée très innovante de « régime d'endettement ». Les pays s'engageraient à ne pas abuser de l'offre de crédit mis à leur disposition et plutôt que de se fixer des limites quantitatives *a priori* (du type dette publique extérieure inférieure à x % du PIB), ils s'engageraient à limiter drastiquement les nouveaux emprunts internationaux, en sollicitant notamment l'aide temporaire du FMI, si les taux ou plutôt les primes de risque exigés par les créanciers privés se tendaient au-delà d'un certain seuil.

Cette idée est séduisante car au lieu de fixer une limite arbitraire à l'utilisation du marché des crédits souverains internationaux, elle essaye, dans une logique de prévention, d'utiliser un indicateur objectif de la capacité à payer des États. Que trouver en principe de mieux que les « spreads de crédit », c'est-à-dire la prime de risque exigée par les investisseurs pour prêter au pays considéré plutôt qu'aux grands pays industrialisés ? Cette prime de risque reflète en principe – nous allons y revenir – l'évaluation moyenne faite par un nombre considérable d'investisseurs de la probabilité de défaut du pays. Mais aussi séduisante soit-elle, l'idée est très ambiguë et sa véritable portée dépend essentiellement du choix fait pour le niveau de spread considéré comme acceptable sur la dette internationale. Supposons par exemple que ce spread maximal soit fixé à un niveau très bas (0,5 % ou, au maximum, 1 %), il est clair que pour respecter une contrainte aussi forte le pays concerné va devoir considérablement limiter dans la durée ses émissions internationales⁽¹⁾ et la prévention du surendettement extérieur sera très efficace. En d'autres termes, avec des cibles de spreads très basses, la proposition du rapport s'inscrit parfaitement dans la perspective d'une réorienta-

(1) Ou donner des garanties aux investisseurs. De façon générale, Andrei Schleifer voit d'ailleurs dans le développement de prêts collatéralisés, par exemple sur les exportations de matières premières, une réponse aux difficultés du marché des dettes souveraines. Des garanties crédibles permettraient de laisser vivre ce marché sans développer un nouveau droit international de la faillite souveraine (voir Schleifer, 2003).

tion stratégique du financement des pays émergents avancés. Interprétée ainsi, la proposition du rapport me semble mériter un examen attentif de la part de la communauté internationale, notamment du FMI⁽²⁾.

Mais il est clair que ce qui précède constitue plus un détournement de la proposition du rapport qu'un véritable soutien. En effet, les auteurs ne semblent pas envisager leur proposition de « régime d'endettement » comme un des moyens de contenir dans des limites strictes le marché des dettes souveraines internationales, mais plutôt comme une façon astucieuse de développer l'offre de fonds tout en évitant les crises. Ces deux objectifs me paraissent cependant largement inconciliables. Plus précisément, le rapport, sans développer beaucoup cette question pourtant essentielle, avance une limite de spread beaucoup plus élevée, de l'ordre de « 300-400 points de base ». De tels niveaux de *spreads* correspondent toujours au maintien de dettes extérieures souveraines en devises très importantes. De plus, de telles primes de risque reflètent nécessairement des probabilités de défauts très élevées. Sur de la dette à long terme, 300 à 400 points de base de prime de risque annuelle, c'est accepter une situation dans laquelle le marché juge que sur une dizaine d'année le pays a plus d'une chance sur trois de connaître un défaut de paiement. Compte tenu de l'absence de droit de la faillite souveraine efficace et des doutes persistants sur la capacité des États et des créanciers à négocier efficacement une restructuration de dette, peut-on juger satisfaisant un mode de financement des pays émergents porteur d'autant de risques ?

En complément de cette réserve portant sur le niveau évoqué pour les *spreads*, j'ai aussi une inquiétude plus fondamentale sur le mécanisme envisagé. Les *spreads* de marché contiennent bien sûr de l'information sur la situation des pays et les probabilités de défaut de paiement, mais cette information est-elle fiable au point de leur faire jouer un rôle central dans la conduite de la politique financière d'un pays ? Comme le rappelle le rapport, la crise d'Amérique Latine du début des années quatre-vingt avait été très mal anticipée par les investisseurs internationaux qui continuaient à prêter à des conditions généreuses à ces pays peu de temps avant le défaut mexicain de 1982. Déterminer le bon spread sur de la dette souveraine est d'ailleurs un exercice très difficile qui exige de conjuguer analyse économique prospective (croissance du pays, évolution des taux d'intérêt, prix des matières premières exportées, etc.), expertise politique locale (orientations des gouvernements, priorité accordée aux engagements internationaux) et expertise politique internatio-

(2) On peut objecter qu'aucun grand pays émergent ne serait aujourd'hui capable d'atteindre un tel objectif. Mais, la réduction cible des *spreads* peut s'effectuer selon un calendrier pluriannuel, ce qui laisserait du temps aux pays pour s'adapter et développer de nouvelles sources de financement. Notons d'ailleurs qu'une telle orientation stratégique à moyen terme pourrait rassurer les investisseurs étrangers et s'accompagner d'une réduction rapide à court terme des *spreads*, ce qui apporterait un ballon d'oxygène transitoire aux pays concernés.

nale (degré de soutien du FMI et de la communauté internationale en cas de difficultés). Les incitations qu'ont les investisseurs privés à effectuer ces analyses complexes et coûteuses ne sont pas toujours évidentes. Ils se reposent souvent sur le travail des agences de notation et les services d'étude des grandes banques internationales, qui ont souvent des moyens limités. Il y a par ailleurs à mon sens un risque que l'introduction de « régimes d'endettement » ne vienne encore diminuer ces incitations et pèse encore un peu plus sur le « contenu informationnel » des spreads de marché. En d'autres termes, les investisseurs, rassurés par l'engagement des États de ne pas s'endetter au-dessus d'un certain niveau de taux, perdraient en vigilance et sous-estimeraient les risques de crise et de défaut de paiement. Il faut d'ailleurs noter que l'estimation du « bon » spread en ligne avec les fondamentaux économiques et politiques, déjà compliquée en temps normal, devient encore plus complexe quand il faut prendre en compte des phénomènes de rétroaction directe entre les spreads eux-mêmes et les décisions de politique économique ! Dans ces conditions, loin de constituer un instrument de prévention, les « régimes d'endettement » pourraient alors faciliter le processus de surendettement.

Il est difficile de quantifier ce risque, mais il existe un précédent inquiétant : celui de la politique monétaire et du marché des changes. Jusqu'au début des années quatre-vingt-dix, et la crise du Système monétaire européen, puis les crises mexicaines et asiatiques, beaucoup d'économistes vantaient les mérites d'une politique monétaire axée sur la défense d'un change fixe. C'était en principe une façon efficace de discipliner la politique monétaire et de lui imposer une priorité absolue à la lutte contre l'inflation. Le change était supposé donner longtemps à l'avance les bons signaux pour l'orientation des taux d'intérêt : par exemple, une inflation trop élevée et une perte de compétitivité s'accompagnent en principe de pressions à la baisse sur le change, ce qui contraint les autorités à durcir leur politique monétaire. Dans la réalité, le marché des changes s'est généralement laissé endormir par la volonté des autorités de stabiliser les taux de change et n'a envoyé des signaux que beaucoup trop tard, c'est-à-dire quand la compétitivité était dégradée et une crise de change devenue inévitable (cas par exemple de l'Italie en 1992 ou de la Thaïlande en 1997). Or les parallèles entre les taux de change et les spreads de crédit sont nombreux. Dans les deux cas, il s'agit de variables financières dont les fondamentaux économiques et politiques sont de façon générale particulièrement difficiles à analyser. Dans les deux cas, cette complexité intrinsèque devient à mon sens pratiquement insurmontable si l'on introduit une rétroaction directe de ces prix financiers sur la politique monétaire (cas des régimes de change fixes) ou sur la politique budgétaire (cas des « régimes d'endettement » du rapport de Daniel Cohen et Richard Portes). Les investisseurs peuvent alors être un peu pardonnés s'ils limitent leur analyse fondamentale et ont tendance à prendre les engagements des États au pied de la lettre, au risque de se réveiller un peu tard à la réalité de déséquilibres devenus insoutenables.

En conclusion, le rapport apporte une contribution tout à fait significative à des débats importants qui sont très loin d'être terminés. Leur analyse de la dynamique des crises – dont je n'ai pu traiter dans ce commentaire – est particulièrement éclairante. Leur évaluation des propositions du FMI et de la faisabilité d'un véritable « tribunal international des faillites » est très convaincante. Leur intuition selon laquelle il doit être possible de mieux mobiliser l'information disponible dans les spreads de crédit est intéressante, même si elle mériterait d'être approfondie. Une question centrale est notamment celle des spreads de taux acceptables dans leurs « régimes d'endettement » si l'on veut éviter le risque d'effets pervers.

Références bibliographiques

- Bulow J. (2002) : « First World Governments and Third World Debt », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 1, pp. 229-255.
- Bulow J. et K. Rogoff (1988) : « Multilateral Negotiations for Rescheduling Developing Country Debt: A Bargaining Theoretic Framework », *International Monetary Fund Staff Papers*, n° 35, pp. 644-57, décembre.
- Bulow J. et K. Rogoff (1990) : « Cleaning Up Third World Debt Without Getting Taken to the Cleaners » *Journal of Economic Perspectives*, vol. 4, n° 1, pp. 31-42, hiver.
- Davanne O. (2000) : « Reforming the International Financial System: Where do we Stand? », *Document de Travail du CAE*, n° 03-2000, mai.
- Krueger A. (2001) : *A New Approach to Sovereign Debt Restructuring*, disponible sur www.imf.org, novembre.
- Schleifer A. (2003) : « Will the Sovereign Debt Market Survive », *Document de Travail du NBER*, n° 9493, février.

Commentaire

Sylviane Guillaumont-Jeanneney

*Professeur à l'Université d'Auvergne et CERDI
et Centre d'Etudes et de Recherches sur le Développement
International (CERDI)*

Daniel Cohen et Richard Portes partent de l'idée qu'il existe deux types de crises financières, des crises de liquidité qui relèvent de l'intervention d'un prêteur en dernier ressort, des crises de solvabilité qui appellent une restructuration de la dette souveraine. Comme le soulignent les auteurs il est difficile dans la réalité de caractériser les crises : il est rare qu'elles soient purement d'un type ou de l'autre et surtout, en raison de la réaction des marchés, les crises de liquidité se transforment spontanément en crise de solvabilité. C'est pourquoi, face aux graves conséquences des crises financières, pour les pays en développement débiteurs ainsi que pour l'économie mondiale, les auteurs analysent comment éviter que des crises de liquidité ne dégénèrent en crises de solvabilité et comment répondre à ces dernières. Nous allons reprendre les deux volets de l'analyse.

1. La prévention des crises

Pour contribuer à prévenir les crises financières, une solution originale est présentée : « les pays membres du FMI devraient pouvoir s'engager *ex ante* sur un régime d'endettement qui leur permette d'agir préventivement sur l'évolution de la dette. ». Selon ce régime, dès que les spreads des taux d'intérêt de la dette atteindraient 300 ou 400 points de base, le pays qui aurait souscrit à ce « régime d'endettement » renoncerait à emprunter sur les marchés et passerait un accord de financement avec le FMI. Cette proposition est fondée sur deux types d'arguments différents, dont on ne saurait trop souligner la pertinence.

En premier lieu, les auteurs mettent en lumière qu'à l'origine des crises figurent à la fois un manque de confiance des marchés (induisant une hausse

excessive des taux d'intérêt) et des facteurs structurels et de politique économique. L'intérêt de leur proposition est de faire « coup double » : elle vise à réduire le risque d'une crise de confiance en assurant les prêteurs que leurs créances ne seront pas compromises par un endettement ultérieur du pays débiteur à des conditions déraisonnables ; elle devrait conduire les pays en développement à gérer leurs difficultés « en amont », en faisant appel au FMI avant le déclenchement de la crise, autrement dit à un moment où l'on peut supposer que les problèmes sont plus faciles à résoudre.

En second lieu, les auteurs soulignent les difficultés des solutions qui impliquent une pré-qualification, telle la nouvelle ligne de crédit préventive du FMI qui n'a pas été jusqu'à présent sollicitée. Il n'existe pas en effet de consensus international « sur la bonne politique économique ». S'il est normal d'exiger des pays candidats à la pré-qualification une certaine transparence financière, il semble contestable de leur imposer la liberté des changes ou de strictes règles de politique budgétaire. Par exemple la question essentielle de savoir si le déficit public à considérer doit ou non exclure les investissements publics du calcul des dépenses est loin d'être tranchée⁽¹⁾. L'avantage de la proposition qui est faite ici est de pouvoir adapter le programme d'ajustement à la situation spécifique de chaque pays et à l'origine des difficultés qu'il connaît. De plus la crédibilité d'une procédure de pré-qualification suppose que les pays non qualifiés ne bénéficient pas *ex post* du même soutien du FMI, ce qui est un engagement que la communauté internationale peut difficilement prendre. Ici c'est le pays lui-même qui se qualifie par son seul engagement en matière d'endettement.

Cependant ce nouveau « régime d'endettement » me paraît poser quatre questions qui mériteraient une analyse approfondie pour que la proposition devienne opérationnelle.

– À quels pays cette possibilité d'engagement serait-elle offerte ? Comme nous venons de le voir, il n'est pas question que le FMI intervienne *ex ante* pour qualifier les pays car sinon on retrouverait le principe de la « ligne préventive de crédit » qui, selon les auteurs, devrait être réservée aux pays qui n'ont jamais eu de cessation de paiement. Mais il est très important que l'engagement pris par le pays qui adhérerait au « régime d'endettement » soit crédible puisque l'un de ses objectifs est de réduire les spreads des taux d'intérêt et ainsi le risque boule de neige de la dette. Suffit-il que les spreads de taux d'intérêt soient à la date de l'engagement inférieurs à 300 points ? ou convient-il de limiter le champ d'application du « nouveau régime d'endettement » en imposant d'autres règles de solvabilité ? Peut-on définir celles-ci de manière générale ?

(1) Rappelons que cette question est au cœur des discussions sur le pacte de stabilité de l'Union monétaire européenne.

– Qui va fixer le seuil de spreads à partir duquel le pays émergent devrait renoncer à un emprunt privé et s’adresser au FMI ? Ce seuil doit-il être le même pour tous les pays ? Cette question est étroitement liée à la précédente. Dans les deux cas la réponse implique une analyse approfondie de la relation entre spreads et déclenchement des crises, tenant compte des facteurs, tels par exemple la composition de la dette ou celle des exportations, qui conditionnent vraisemblablement cette relation. Il existe une importante littérature sur la prévision des crises et les indicateurs d’alerte qui pourrait nous éclairer. Le rapport donne d’ailleurs l’exemple du Mexique et de la Corée du Sud qui ont connu des crises sans spreads importants, le premier pays à cause sans doute d’un déficit courant excessif et le second en raison d’une dette faisant une place trop importante à des engagements de court terme. Même si les conséquences de ces crises ont été pour ces pays moins dramatiques qu’ailleurs, il n’en aurait pas moins été souhaitable (et sans doute plus facile) de les prévenir.

Les deux questions suivantes me paraissent plus difficiles à résoudre.

– Quelle serait exactement la nature de l’engagement du pays en développement de recourir au FMI ? Il est explicitement prévu que le financement du FMI ne doit pas être automatique et serait donc soumis à la même conditionnalité que les facilités traditionnelles (accords de confirmation et mécanisme élargi de crédit). Il est certes difficile qu’il en soit autrement. Mais que se passera-t-il en cas de désaccord entre le pays concerné et le FMI sur son programme de redressement économique, désaccord envisageable en particulier si les mesures à prendre concernent les finances publiques et impliquent un vote du parlement ? Doit-on considérer que l’engagement du pays n’est pas seulement de s’adresser au FMI, mais aussi d’accepter le programme négocié quelles qu’en soient finalement les exigences ? Cette lecture maximaliste de l’engagement souscrit donne un pouvoir assez exorbitant au FMI, à contre-courant des réflexions actuelles de la communauté internationale et du FMI lui-même sur la nécessaire appropriation des politiques économiques par les responsables des pays aidés comme condition du succès des programmes d’ajustement⁽²⁾. La question est d’autant plus importante qu’une grande incertitude règne parmi les économistes quant à l’efficacité des politiques de sortie de crises (autant ou même plus qu’en ce qui concerne les politiques de prévention), et que chaque pays constitue un cas particulier. Inversement doit-on considérer que les pays sont simplement tenus à négocier avec le FMI, étant délivrés de leur engagement relatif aux conditions financières de leur endettement en cas d’échec des négociations ? Cette seconde lecture minimaliste de l’engagement souscrit par les pays enlève une grande partie de sa portée à l’engagement des

(2) Allan Drazen (2002) : « Conditionality and Ownership in IMF Lending: A Political Economy Approach », *IMF Staff Papers*, vol. 49, Special Issue.

pays émergents et partant de son efficacité pour éviter les crises de confiance auto-réalisatrices.

– Enfin le mécanisme proposé est qualifié à juste titre comme faisant du FMI « un prêteur en premier ressort ». Il s'agit bien en effet de substituer aux prêts bancaires et aux émissions de titres sur les marchés les prêts du FMI, lorsque le secteur privé ne veut plus accroître ses créances sur le pays considéré, voire ne veut pas refinancer une dette arrivant à échéance, sans hausse (considérée comme dangereuse) des taux d'intérêt. Or le rapport insiste par ailleurs sur le fait que le FMI ne dispose pas des ressources lui permettant véritablement de jouer le rôle de prêteur en dernier ressort. Même si l'un des buts du mécanisme proposé est de conduire à une réforme de la politique économique des pays en développement avant que leur situation ne soit devenue catastrophique, il n'est pas évident qu'en cas d'événement exogène grave et imprévu (telle qu'une profonde détérioration des termes de l'échange), les fonds à engager ne soient pas considérables.

2. La résolution des crises

La deuxième partie du rapport présente une excellente analyse des méfaits du vide juridique relatif à la faillite des États. Il montre les dangers des renflouements massifs, source d'aléa moral, et la nécessité d'impliquer plus largement le secteur privé dans la résolution des crises financières. Il fournit une analyse éclairante des différentes solutions avancées et de l'opinion internationale à leur égard. Depuis une dizaine d'années les propositions relatives à la restructuration de la dette souveraine sont de deux sortes, l'une juridictionnelle, systématisée dans la proposition du FMI d'un « mécanisme de restructuration de la dette souveraine » (MRDS) apparenté à un tribunal international des faillites souveraines, l'autre plus conforme aux mécanismes de marché et représentée par l'introduction de « clauses d'action collective » dans les contrats de prêts. Le rapport propose un compromis entre ces deux approches. Il s'agirait :

- de généraliser l'emploi des clauses d'action collective afin de donner un support juridique non contestable à la procédure de restructuration ;
- d'imaginer deux institutions légères, indépendantes du FMI, un comité permanent ou Club de New York pour faciliter le déroulement ordonné des restructurations et un organisme de coordination de ce club avec ceux de Paris et de Londres, assurant la cohérence de leurs décisions ;
- de laisser le temps nécessaire à un accord de restructuration de la dette, grâce à l'action du FMI qui porterait un jugement sur la nature de la crise et le niveau d'endettement supportable, donnerait son avis sur une suspension provisoire des paiements dus et fournirait le cas échéant un apport d'argent frais.

La principale justification du compromis proposé est la suivante : les auteurs du rapport ont le sentiment que leur solution serait politiquement plus facile à adopter que le MRDS. Ce dernier implique un amendement aux statuts du FMI pour que celui-ci ait le pouvoir de rendre exécutoires les décisions du panel de juges. On sait en effet qu'un amendement aux statuts du Fonds suppose 85 % de voix favorables et que les États-Unis en possèdent plus de 15 %. Dans le climat international actuel de tension forte entre l'Europe et les États-Unis, la réaction négative de ce pays à une proposition qui renforce la gouvernance multilatérale était prévisible et explique que le Comité monétaire et financier international lors de sa réunion du 12 avril dernier ait pris acte qu'il n'était pas possible à l'heure actuelle d'établir un MRDS, mais que les travaux devaient se poursuivre sur la question de l'équité entre les créanciers, l'amélioration de la transparence et de l'information et le problème de l'agrégation des créances. Pourtant la proposition du FMI avait été rendue plus acceptable par une diminution du rôle attribué au FMI dans la procédure. Quant à l'opposition des débiteurs, elle aurait pu être atténuée si l'on avait prévu que le recours à la juridiction internationale ne dût s'appliquer qu'aux pays en développement ayant préalablement ratifié l'amendement. Une application progressive de la procédure pourrait lever les obstacles en faisant la démonstration de son efficacité (Bolton, 2002)⁽³⁾. Bien que le MRDS ait été pour le moment enterré et que le FMI ait reçu mandat de promouvoir l'adoption de clauses d'action collective dans le cadre de ses actions de surveillance, les difficultés politiques et techniques d'une solution fondée sur le marché méritent d'être mises en parallèle avec celles du MRDS.

La généralisation des clauses d'action collective ne va pas de soi. Elle pourrait certes être favorisée par une décision conjointe des organismes nationaux de régulation des marchés des grands pays qui imposeraient cette clause pour toute cotation d'un titre sur leur marché. Une telle disposition ne serait sans doute pas suffisante car la dette des PVD n'est pas systématiquement négociée sur les grands marchés. C'est pourquoi les auteurs suggèrent également que le FMI annonce à l'avance qu'il refusera tout financement à des États dont la dette ne comporterait pas de clause d'action collective. On peut se demander si une telle prise de position du FMI est bien conforme à ses statuts (non discrimination *a priori* entre les États membres) et si l'engagement serait crédible (les auteurs du rapport considèrent en effet qu'une limitation *a priori* du montant des concours du FMI n'est pas crédible en raison de son rôle *de facto* de prêteur en dernier ressort.) Et surtout les administrateurs du FMI ont déjà exprimé leur désaccord sur cette proposition. La mesure leur est apparue disproportionnée avec l'enjeu des prêts du FMI : on

(3) Bolton Patrick (2002) : « Toward a Statutory Approach to Sovereign Debt Restructuring : Lessons from Corporate Bankruptcy Practice around the World », *Working Paper*, n° 03/13, IMF, Research Department.

voit mal en effet ce dernier refusant son financement à un pays disposé à mettre en œuvre un bon programme d'ajustement, d'autant plus que le lien entre l'usage de clauses d'action collective et les objectifs macroéconomiques est ténu⁽⁴⁾.

Le principal problème avec une solution fondée seulement sur le marché est qu'il faudra une dizaine d'années pour que s'épuise le stock des créances sans clauses d'action collective. C'est pourquoi là encore les auteurs souhaitent que le FMI encourage des échanges de dettes sans clauses contre des dettes avec clauses d'action collective. D'autre part, le recours au marché comporte un risque intrinsèque d'une diversité excessive des contrats. Aussi le rapport plaide-t-il en faveur d'une uniformisation des dispositions incluses dans les clauses d'action collective, avec une prédominance du droit anglo-saxon. Est-ce une exigence politiquement et techniquement acceptable, quel que soit le lieu d'émission ? En effet s'il existe effectivement des divergences dans les législations et pratiques nationales, ces divergences se justifient souvent par des situations financières différentes. Le choix du seuil à partir duquel un certain nombre de créanciers peut imposer une restructuration commune à tous en est un bon exemple : aux États-Unis la concentration des porteurs de titres (le marché est dominé par les investisseurs institutionnels) justifie que le seuil soit calculé au prorata de la valeur des titres, alors qu'au Royaume-Uni la plus grande dispersion des porteurs explique que le seuil soit fixé en fonction des créanciers présents lors de la négociation⁽⁵⁾.

Il serait utile de préciser comment les organismes de conciliation prévus par le compromis proposé se distinguent de ceux qui résulteraient de la généralisation des clauses d'action collective ou de l'hypothétique tribunal international des faillites. Comme on l'a rappelé, il est prévu par les auteurs, afin de faciliter l'exécution des clauses d'action collective, d'organiser à côté du Club de Paris et du Club de Londres un comité permanent dit « Club de New York » regroupant les créanciers obligataires. La dispersion des porteurs de titres rend sans doute cette solution plus difficile à mettre en œuvre que les comités *ad hoc* prévus dans les clauses d'action collective (dont il aurait pour mission de superviser les négociations). Il est aussi conseillé de créer un organisme léger de supervision du Club de New York et de coordination avec les deux autres clubs. Cet organisme aurait notamment pour fonction de vérifier les créances, de résoudre les éventuels conflits, de superviser les votes et éventuellement d'entériner ou non un moratoire. En fait il s'agit des mêmes fonctions que celles attribuées au panel de juges du MDRS ; en diffère-t-il alors seulement par la composition et la légitimité ?

(4) FMI (2003) : « Collective Action Clause : Recent Developments and Issues », International Capital Markets, Legal and Policy Development and Review Departments, p. 26, mars.

(5) idem, p. 25.

Pour que la proposition devienne opérationnelle, une série de questions devront être traitées, notamment en ce qui concerne les relations entre le Club de New York et le FMI qui est le seul à pouvoir certifier qu'une restructuration de la dette est nécessaire et quel est son montant souhaitable. Il conviendra aussi que dans ce dispositif soit pris en compte l'endettement de l'État vis-vis de ses résidents...

Le troisième volet de la proposition concerne la suspension provisoire des paiements et les nouveaux prêts (prêts en arriérés). L'opinion des auteurs est que le FMI n'a pas actuellement le pouvoir d'imposer une suspension des paiements. C'est une question qui fait l'objet depuis longtemps de débats. Certains, par exemple Jeffrey Sachs dans sa célèbre conférence de 1995⁽⁶⁾, considèrent que l'article VII 2b des statuts du FMI lui donne cette possibilité. Quoi qu'il en soit, je me range volontiers à l'idée qu'il suffit que le FMI donne son opinion sur l'opportunité d'une telle suspension pour que les créanciers suspendent leurs poursuites (qui sont toujours des procédures longues et coûteuses), d'autant plus qu'en prêtant lui-même au pays concerné dans le cadre d'une conditionnalité macroéconomique il contribue à garantir la sortie de crise.

En conclusion j'aimerais souligner qu'alors même que l'objectif sous-jacent d'une résolution des crises de dette fondée sur le marché est de contenir le champ d'action du FMI, quelle que soit l'option adoptée, le rôle du FMI restera central dans la restructuration de la dette ! En fin de compte la question la plus difficile est bien de savoir quelle politique économique et donc quelle conditionnalité du FMI seraient les plus aptes dans un pays donné à prévenir ou à guérir la crise. Mais cette question sort du cadre du rapport.

(6) Sachs Jeffrey (1995) : « Do we Need an International Lender of Last Resort ? », Frank D. Graham Lecture at Princeton University, n° 8, 20 avril, Miméo.

Complément A

Le prêteur en dernier ressort international et la réforme du FMI

Michel Aglietta

Université de Paris X et CEPII

Est-il pertinent que le FMI agisse en qualité de prêteur en dernier ressort ? Cette question aurait paru saugrenue aux négociateurs du Traité de Bretton Woods qui a défini les missions du Fonds monétaire international. Pourtant elle s'est posée après la crise mexicaine en 1995 et plus encore après la crise asiatique en 1998.

Dans un travail antérieur, on a montré que le FMI a dû s'adapter aux transformations monétaires internationales. Pas moins de quatre modèles d'action collective peuvent être identifiés : coopérative de crédit dans l'assistance mutuelle des pays rencontrant des problèmes de balance courante ; émetteur du DTS germe avorté d'une monnaie universelle ; intermédiaire financier du développement pour les pays exclus des marchés internationaux de capitaux ; gestionnaire des crises financières subies par les pays qui ont ouvert leur compte de capital. Au lieu de se succéder, ces modèles se superposent. Cela crée une grande confusion parce que les formes du financement, les conditions d'accès et les techniques de contrôle sont très différentes d'un modèle à l'autre. Cela sollicite à l'extrême les ressources du Fonds qui est enclin à se mêler de tous les problèmes de politique économique des pays qui ont recours à lui. Cela provoque querelles et contestations parce que la polarisation entre pays contributeurs et pays utilisateurs est très éloignée de l'esprit du fonds d'assurance mutuelle.

La globalisation financière a multiplié les crises qui ont entraîné des interventions d'urgence du Fonds qui n'y était absolument pas préparé parce que toute son expérience procédait de modèles d'action (déficits de balances

courantes ou financement à long terme des pays débiteurs) en porte à faux par rapport à la nature des crises qui ont éclaté à partir du milieu des années quatre-vingt-dix.

Les velléités de recentrer l'action du FMI sur les tâches de la surveillance macroéconomique et de la réponse aux crises financières ont été exprimées avec insistance dans les milieux officiels américains. Étant donné l'hégémonie sans partage qui est exercée sur le Fonds par le Trésor des États-Unis depuis plus d'un demi-siècle, les imprécations lancées contre les montages financiers de plus en plus gigantesques sont à prendre au sérieux. Encore faut-il que l'assignation d'un rôle leader dans la gestion des crises soit soutenue par une doctrine cohérente. Comme la fonction du prêteur en dernier ressort est le pivot de la gestion des crises et que sa mise en œuvre au niveau international est sujette à controverses, l'élaboration de la doctrine est une tâche incontournable.

Pour contribuer à cette réflexion on se propose de procéder en trois points. Dans une première section on montrera en quoi la fragilité financière pose un problème d'action collective. Dans une seconde section on décrira quelles peuvent être les figures du prêteur en dernier ressort international et on remarquera que le FMI n'est impliqué, s'il doit l'être, que dans une partie d'entre elles. Enfin dans une troisième section on présentera les controverses sur l'organisation du prêteur en dernier ressort international.

1. La fragilité financière et le problème de l'action collective

Parce que de nombreuses crises ont éclaté dans des pays qui se sont endettés en monnaie étrangère, ce qui entraîne des répercussions proprement internationales, une confusion tend à s'établir entre crise financière et crise de balance des paiements. Cette confusion n'est pas innocente. Car les crises de balance des paiements se rapportent au modèle fondateur de l'action du FMI, celui de l'assurance mutuelle. De telles crises peuvent être sinon éliminées, du moins rendues plus rares et moins nocives, par une bonne gestion macroéconomique pour laquelle il existe aujourd'hui un consensus. Il faut choisir un régime de change suffisamment flexible pour absorber les chocs et conduire une politique monétaire de discrétion contrainte, guidée par un ciblage de l'inflation. Il revient au FMI de conseiller les bonnes politiques et d'améliorer ses dispositifs de surveillance pour détecter les déséquilibres macroéconomiques et alerter les gouvernements suffisamment tôt. Son action peut ainsi être resserrée sur des principes dont la légitimité est incontestée. Certes de telles crises de balance des paiements, provoquées par exemple par l'endettement souverain, peuvent toujours exister. Mais ce ne sont pas des crises financières proprement dites.

Les crises financières se déclenchent dans les pays développés comme dans les pays en développement pour des raisons qui n'ont rien à voir avec le régime de change, ni avec l'inflation. Ces raisons sont intrinsèques à la finance libéralisée. Elles ont des origines microéconomiques, sont ancrées dans l'histoire de la finance depuis des siècles et sont exacerbées par la libéralisation financière. Ces raisons sont résumées dans la notion assez vague, mais confortée par les observations répétées sur une longue période, de fragilité financière.

Au plan théorique toutefois, cette notion peut être précisée en remarquant que la fragilité est inhérente aux modes de coordination des décisions privées qui s'établissent en finance. Ce sont les défauts de coordination dans les marchés qui sont les fondements de la fragilité financière. Il est banal de constater que la finance est le commerce des promesses. Les comportements y dépendent de croyances qui gouvernent les anticipations. Or, comme l'a encore illustré récemment la bulle de la « nouvelle économie », les croyances sont indéfinies *a priori*. Elles ne procèdent pas de l'axiomatique des choix rationnels. Elles ne sont nullement bornées par les « fondamentaux » existants, c'est-à-dire les techniques connues, les goûts actuels, les stocks de connaissance et les ressources matérielles et humaines présentement exploitables. Les croyances qui s'expriment sur les marchés financiers dans des anticipations de valeurs futures résultent des interactions stratégiques entre les représentations individuelles de l'avenir les plus diverses. Ces croyances sont des constructions sociales produites par les marchés financiers. Elles sont portées par des engouements collectifs et sont vulnérables à des effondrements imprévisibles. Si l'on appelle confiance le mode de coordination collective des croyances, une économie dans laquelle les marchés financiers dirigent la formation des croyances est soumise aux fluctuations de la confiance.

Ces fluctuations épousent le cycle économique lorsque la finance joue un rôle prépondérant dans l'accumulation du capital par l'interaction du crédit et de la variation anticipée du prix des actifs. Cette dynamique fait le lien entre les défauts de coordination microéconomique des marchés et les fluctuations cycliques de la confiance. Le cycle produit de manière endogène la fragilité dans la phase d'essor du crédit et de hausse du prix des actifs, parce que le processus du financement par l'effet de levier de l'espoir de valorisation des actifs est auto-renforçant. Il ne comporte pas de rééquilibrage à cause des deux caractéristiques essentielles des défauts de coordination : les asymétries d'information et la complémentarité stratégique.

Les asymétries d'information concernent les relations entre les contreparties du crédit. Elles reportent les risques des acquéreurs de propriété immobilière, des actionnaires et des dirigeants d'entreprise sur les créanciers. Elles font de la valeur boursière une option réelle sur la valeur actuelle des cash flows anticipés. Plus le levier augmente, plus la probabilité de faillite s'accroît, plus la volatilité des *cash-flows* futurs s'amplifie, plus la

valeur boursière augmente. La fragilité financière est donc dissimulée par l'appréciation de la valeur de marché des entreprises pendant la phase d'engouement financée à crédit. Pendant cette phase la valorisation boursière est accrue par l'incertitude croissante des projets d'investissement. Elle a donc la nature d'une bulle spéculative eu égard à la valeur moyenne des *cash-flows* anticipés. La contrepartie du point de vue des créanciers est la sous-évaluation du risque. Puisque le ratio dette/valeur de marché des fonds propres diminue en dépit de l'accroissement de la probabilité de faillite des entreprises avec le levier, le risque est sous-évalué. La révélation de la fragilité financière, c'est-à-dire l'éclatement de la crise est imprévisible puisqu'elle résulte de l'éclatement de la bulle spéculative dont la date est irrémédiablement inconnue. Par rapport à ce processus général, l'endettement en devise étrangère entraîne un degré d'incertitude plus grand sur le montant du levier, donc sur la probabilité de faillite. C'est pourquoi une entrée massive de fonds spéculatifs et (ou) de crédits étrangers provoque des bulles spéculatives beaucoup plus violentes que dans les grands marchés financiers occidentaux. Mais les crises financières y sont de même nature.

La complémentarité stratégique exprime un défaut de coordination qui entraîne qu'un retournement du cycle financier, provoqué par l'éclatement d'une bulle sur certains marchés d'actifs, peut se transformer en crise financière.

La complémentarité stratégique est l'interdépendance par laquelle les actions dans un sens d'un agent sur un marché entraînent des actions dans le même sens des autres. Lorsque cette forme d'interdépendance se produit, la demande agrégée sur le marché est fonction croissante du prix. Il y a une pression acheteuse nette dans un marché en hausse, une pression vendeuse nette dans un marché en baisse. Il peut donc y avoir de grandes variations du prix avant que le marché ne s'équilibre en suscitant suffisamment de contreparties.

La caractéristique essentielle des marchés financiers qui provoque la complémentarité stratégique est la liquidité. Car la liquidité n'est pas un attribut intrinsèque des actifs. Elle est le produit d'une croyance commune. Le doute sur la croyance que l'on peut toujours trouver une contrepartie pour vendre un actif au prix courant entraîne le test de la liquidité parce qu'on pense que les autres vont le faire. Lorsque chacun agit ainsi dans la crainte que les autres ne le précèdent, la liquidité s'évapore et le prix de marché subit une baisse massive.

Remarquons que ce comportement n'a rien à voir avec l'asymétrie d'information. C'est, au contraire, sa symétrie qui est redoutable. Elle entraîne la confusion des jugements, leur indifférenciation par perte des repères qui permettaient jusqu'alors la formation d'un prix conventionnel doté de résilience sur un marché donné et l'évaluation différenciée des actifs d'un marché à l'autre. La crise de liquidité est donc un moment crucial d'une crise financière dont on a vu que les causes profondes sont en amont dans la

formation de structures financières fragiles. Dans le cas d'une spéculation alimentée par un endettement en devise étrangère, le marché des changes est particulièrement exposé à la crise de liquidité. D'où le nom de crise duale (financière ou bancaire et de change) donnée aux phénomènes qui se sont produits en Asie en 1997.

La crise de liquidité provoque aussi la contagion entre marchés. En effet, la phase d'engouement spéculatif nourrie par l'asymétrie d'information encourage la prise des positions exposées au risque, tout en sous-estimant ce dernier. Le choc de la dégradation de la liquidité sur un marché particulier détériore immédiatement la confiance qui avait conduit à l'acceptation d'un levier très élevé pour prendre les positions spéculatives prometteuses de rendements très attractifs sur les fonds propres engagés. La crainte de manquer de liquidités est maintenant d'autant plus forte qu'il faut régler des dettes plus élevées à l'échéance plus courte. Le fonctionnement même des marchés en baisse provoque des exigences de liquidités supplémentaires (appels de marge et remplacement de collatéraux dont la valeur fond).

La contagion prend la forme de la fuite vers la qualité. De multiples processus y contribuent : la couverture des positions sur un marché qui manque de liquidités conduit à vendre sur d'autres marchés où l'on craint qu'il puisse en être de même ; les assurances de portefeuille et toutes formes de garantie au passif des investisseurs institutionnels les amènent à resserrer leurs portefeuilles sur des actifs moins volatils, la couverture dynamique des teneurs de marchés dérivés, devenant illiquides lorsque les utilisateurs prennent des couvertures dans le même sens, reporte la pression vendeuse sur les marchés sous-jacents. La pression vendeuse peut donc se propager jusqu'à ce que des réceptacles de liquidité procurés par des marchés assez profonds calment l'inquiétude de ceux qui ont pu échapper aux défauts sur leurs dettes.

On peut tirer la conclusion suivante de cette analyse. La fragilité financière découlant des deux modes d'interdépendance de la finance que sont les asymétries d'information et la complémentarité stratégique entraîne des défaillances de marché. Celles-ci peuvent être circonscrites ou déclencher des événements systémiques selon l'importance de l'endettement préalable, l'ampleur de la hausse des prix des actifs, le degré de confiance dans les arrangements institutionnels qui préservent la liquidité sur les marchés critiques où se replient les intervenants qui cherchent à réduire leurs positions.

Le prêteur en dernier ressort est le principal de ces arrangements institutionnels qui constituent le système de gestion de crise. D'un point de vue macroéconomique, le risque systémique peut s'exprimer selon deux types de configurations théoriques qui dépendent de la manière dont on interprète les défauts de coordination microéconomique. Le premier modèle est celui des équilibres multiples à la Diamond et à la Obstfeld. Parce que tous les intervenants sont homogènes, l'auto-référentialité des anticipations est complète. En fonction de l'interprétation commune d'éventualités qui

dépendent de cette interprétation, l'un parmi deux ou plusieurs équilibres peut se réaliser. Cette réalisation est entièrement imprévisible *a priori*. Le second modèle est celui de la bifurcation d'un équilibre à un autre, conformément aux modèles de Allen et Gale ou de Morris et Shin. L'interdépendance entre agents hétérogènes (fondamentalistes, stratégiques, preneurs de liquidité, contrarians, chasseurs de tendance) aboutit à une convention de marché dans les périodes calmes. Celle-ci constitue un *benchmark* qui est un centre d'attraction du prix de marché tant que la confiance dans la convention résiste aux informations nouvelles qui arrivent sur le marché. Aux périodes de fragilité, au contraire, une bifurcation se produit, qui détruit la convention établie, lorsque certains intervenants parviennent à entraîner le reste du marché dans leur sens.

Quelle qu'en soit l'interprétation, une crise financière découle toujours d'externalités qui secrètent des coûts sociaux considérables. Ceux-ci justifient la nécessité d'une action collective. Parce que la maturation de la fragilité financière, ainsi que la résolution de la crise, concerne des problèmes de solvabilité, le dispositif de gestion de crise est plus large que le prêteur en dernier ressort. Mais parce que l'assèchement de la liquidité est une phase cruciale de la crise financière, le prêteur en dernier ressort est le pivot du dispositif.

2. La posture du prêteur en dernier ressort : pourquoi y a-t-il un problème international ?

Il découle de l'analyse ci-dessus que le prêteur en dernier ressort est une institution monétaire qui préserve la confiance dans la liquidité des marchés financiers. Ce faisant, il stoppe la fuite vers la qualité en mettant un plancher sous la baisse des prix des titres financiers qui subissent une pression vendeuse à sens unique. Il rétablit donc le cadre cognitif des évaluations dans la finance.

Les débats sur le prêteur en dernier ressort sont obscurcis par les difficultés de tirer des conséquences politiques univoques de la reconnaissance théorique du caractère monétaire de son action. La préconisation de prêts collatéralisés à la Bagehot pour séparer illiquidité et insolvabilité s'oppose à la démarche « *too big to fail* ». Cette dernière affirme que cette séparation est impossible parce que l'illiquidité est un moment de la crise financière qui résulte d'une fragilité préalable et qui, en retour, aggrave l'insolvabilité. C'est le coût social d'une crise non étouffée par le PDR, eu égard au coût de l'aléa moral suscité par son action qui définit la taille des banques au-delà de laquelle l'intervention s'impose (Goodhart et Haizou Huang, 1999). Par ailleurs la modalité de l'action en dernier ressort est sujette à controverse. Certains préconisent des interventions réglées et contractualisées (Freixas et Rochet, 1999). D'autres mettent en avant les vertus de la discrétion et de

l'ambiguïté constructive selon une ligne théorique qui fait de l'intervention en dernier ressort l'acte de souveraineté monétaire par excellence.

Cependant, hormis les ultra-libéraux fanatiques, peu d'experts des questions monétaires contestent que la banque centrale est au niveau national l'institution la plus capable de remplir ce rôle. Pour l'assumer, elle dispose en effet de quatre avantages au moins sur toute autre institution.

En premier lieu, la banque centrale peut mieux que tout autre agent établir le diagnostic de l'existence ou non d'un risque de système constitué dans une situation de stress. Or la qualité du diagnostic est la première condition d'efficacité, trop souvent oubliée, de l'action du PDR. Le contre-argument selon lequel la banque centrale n'a pas plus d'information que les marchés n'est pas sérieux. Car une situation de stress se caractérise par l'intensité des complémentarités stratégiques entre les acteurs financiers privés. C'est justement le contexte dans lequel les modèles d'évaluation du risque microéconomique des établissements financiers sont piégés par les externalités de leurs interdépendances. Parce que tous utilisent des modèles semblables, tous se précipitent dans la fuite vers la qualité qui aggrave la situation macroéconomique. Parce que la banque centrale n'est pas un agent du marché, mais une entité vouée à la conservation de la stabilité financière considérée comme un bien public, elle a la motivation de rechercher les informations diverses qu'il faut rechercher pour faire un diagnostic. En outre, parce que la banque a des contacts étroits avec les marchés, elle a les capacités de détecter les maillons faibles avant que la contagion n'étende les désordres financiers au-delà de leur foyer initial.

En deuxième lieu, la banque centrale est hiérarchiquement supérieure aux banques qui dépendent d'elle parce qu'elle fournit le moyen de règlement dans les systèmes de paiements interbancaires. Or les crises de liquidité, même si elles prennent naissance dans des systèmes périphériques de règlement des titres, se répercutent nécessairement dans les systèmes de règlement interbancaire. Par conséquent, même si la banque centrale n'est pas directement le superviseur des banques, la hiérarchie monétaire des paiements la place en position haute lorsque la stabilité financière dans son ensemble est une question.

En troisième lieu, un événement systémique avéré, dégénérant en crise financière, détériore la transmission de la politique monétaire et crée des dilemmes d'objectifs. Parce qu'elle est responsable de la stabilité monétaire, la banque centrale est la première intéressée à ce que les conditions d'efficacité de sa politique sur l'économie globale soient satisfaisantes.

En quatrième lieu, la banque centrale est la seule institution à pouvoir émettre instantanément des montants indéfinis de liquidité ultime. Elle peut donc établir des prix planchers sur des marchés financiers cruciaux, à partir

desquels l'évaluation d'une structure différenciée de primes de risque redevient possible.

Par rapport à cette doctrine, l'action collective dans les crises internationales pose un double problème. D'abord l'identité du prêteur en dernier ressort ne va pas de soi. Ensuite le système de gestion de crise dans lequel le PDR est inséré n'est pas placé sous une autorité politico-juridique qui arbitre le partage des pertes et qui guide les restructurations financières.

Le PDR a des figures multiples dans les crises financières internationales. L'expérience des trente dernières années suggère d'en identifier au moins trois. Le FMI n'est impliqué, s'il doit l'être, que dans la troisième. Son implication conduit à s'interroger sur le modèle d'action collective, puisqu'on a montré les raisons pour lesquelles le PDR est étroitement associé à une fonction de banque centrale ; ce que n'est pas le FMI. Tout au moins ce modèle n'a-t-il rien à voir avec l'assistance mutuelle des gouvernements qui est le socle des missions inscrites dans les statuts du Fonds.

La première figure découle de l'extension internationale des activités bancaires et de la formation de conglomerats plurinationaux, voire sans nationalité bien établie. Des difficultés peuvent se propager dans le système bancaire international à partir de la faillite d'une entité active dans les paiements internationaux ou ayant des engagements financiers à l'égard de banques dont l'exposition au risque est élevée. Les épisodes des faillites des banques Herstatt, Ambrosiano, BCCI ont émaillé les turbulences financières depuis les années soixante-dix. Le club des banques centrales placé sous l'égide du comité des gouverneurs s'est emparé des problèmes suscités par ces accidents. Il a défini de manière pragmatique un partage des responsabilités vis-à-vis d'entités financières qui font défaut hors de leur pays d'origine ou dont le défaut a des répercussions qui fragilisent des institutions dans d'autres pays. On est en présence d'une coopération internationale de banques centrales sous la forme d'un apprentissage commun de risques induits par la globalisation financière.

La deuxième figure découle de la propagation internationale de crises de liquidité éclatant sur certains marchés financiers ou monétaires perturbés (krach boursier de 1987, suites du choc LTCM en septembre-octobre 1998, augmentation massive de demande de liquidité bancaire post-11 septembre 2001). Il s'agit alors d'interventions discrétionnaires de banques centrales. C'est le cas d'un PDR dominant (la Fed) lorsque les marchés en crise sont ceux d'une monnaie véhiculaire (le dollar). Il y a aussi des actions conjointes de plusieurs banques centrales, financées par des swaps entre elles, sur le marché interbancaire international.

La troisième figure est celle d'un PDR extérieur intervenant pour le compte d'une banque centrale qui ne peut pas créer la liquidité demandée. C'est le cas de pays à marchés émergents dont les banques ou les entreprises

s'endettent en devise étrangère. Une crise financière interne y entraîne un report de demande de liquidité sur le marché des changes. Qu'il y ait crainte d'une insuffisance de réserves de la banque centrale dans un régime de zone cible ou d'un effondrement du taux de change dans un régime de change flottant, il y a un effet en retour sur la fragilité financière qui aggrave la crise. Dans cette situation un prêt d'une institution internationale, qui peut être le FMI, permet à la banque centrale nationale d'être prêteur en dernier ressort auprès de son propre système financier.

Il s'agit bien d'une intervention internationale en dernier ressort puisque le problème est de rétablir la liquidité. Mais la crise asiatique a montré que si cette intervention n'est pas insérée dans un système complet de gestion de crise, elle a des effets redistributifs particulièrement choquants. Elle fait un transfert massif de richesse au profit des investisseurs internationaux et au détriment des populations du pays en crise. Cette anomalie vient de la transposition d'un modèle d'action collective (l'assistance aux difficultés de balances de paiements) dans des conditions où la mise en œuvre de ce modèle est incongrue. C'est ainsi que la conditionnalité *ex post* qui est attachée à ces prêts est étrangère à la philosophie du PDR qui est de préserver la liquidité des marchés et d'étouffer la contagion. Pourtant les interventions les plus récentes du FMI depuis l'automne 2000 en Argentine et en Turquie ont bien eu une finalité monétaire. Il s'agissait de prévenir la déstabilisation du marché des obligations internationales. Elles ont effectivement eu pour résultat d'éviter la contagion. Mais n'était pas insérées dans un système de gestion de crise, elles ont eu des effets néfastes sur les pays concernés.

Pour être le coordinateur d'un tel système, le FMI doit avant tout améliorer ses méthodes de surveillance pour les rendre capables de détecter un événement systémique en formation. C'est un changement d'approche considérable par rapport à la surveillance macroéconomique routinière au titre de l'article IV, qui s'inscrit dans le processus d'assistance mutuelle concernant des difficultés de la balance des paiements. La surveillance a essentiellement le souci d'observer les politiques de change. Elle est bilatérale et passe par des consultations avec les gouvernements dont les enseignements ne peuvent être publiés qu'avec leur approbation. Quant à la surveillance multilatérale, elle se limite à fournir une perspective générale de l'économie mondiale. En aucun cas elle n'est conçue pour détecter des zones de vulnérabilité financière et pour diagnostiquer de manière précoce des conditions de stress pouvant contribuer au risque systémique.

Une réforme de la surveillance dans le but de diagnostiquer le risque systémique devrait entraîner un changement significatif des pratiques du Fonds et une coopération étroite avec les organismes de supervision et d'observation des marchés financiers installés à Bâle. Elle devrait aussi engager le FMI dans la voie encore non explorée des contacts directs et réguliers avec les secteurs financiers privés.

Sur le front méthodologique le FMI explore des modèles d'indicateurs avancés pour évaluer la vulnérabilité des systèmes financiers aux risques potentiels. Des avancées peuvent être raisonnablement attendues de deux approches. La première cherche à estimer la sensibilité d'indicateurs de crise (augmentation brutale des prêts non performants, grande dépréciation du taux de change et (ou) élévation importante du risque pays, effondrement de prix d'actifs) à des facteurs de risque individualisés ou une combinaison de ces facteurs (ratio de la dette étrangère aux recettes en devises, dette étrangère à court terme aux réserves de change, crédit au revenu des agents non financiers, détérioration de la qualité du crédit mesurée par l'augmentation des primes de risque sur obligations et dérivés du crédit des secteurs à levier élevé).

La seconde approche est la réalisation de tests agrégés de stress. Encore non explorée, cette approche pourrait reposer sur les tests individuels que pratiquent les grandes institutions financières internationales. Le groupe des superviseurs de ces institutions, coordonné par le comité de stabilité financière de Bâle, pourrait spécifier les scénarios à étudier en sorte que les tests soient effectués de manière cohérente. Les superviseurs pourraient ainsi agréger les résultats et en tirer un indicateur des actifs internationaux à risque. Une variante de la même démarche consiste à collecter via les superviseurs nationaux des données sur l'exposition au risque des institutions financières individuelles. Les tests de stress seraient réalisés à Bâle sur données agrégées. On sait que ces tests ont des limitations sérieuses. Ils ne peuvent pas assigner des probabilités d'occurrence aux différents scénarios. Ils ne peuvent intégrer le risque de marché et le risque de crédit par méconnaissance des corrélations. On devra se contenter de construire des scénarios dédiés à différents types de risques, puis raisonner sur les interactions pour estimer les dangers de propagation entre domaines de vulnérabilité.

En dépit de leur insuffisance, ces tests de stress seraient des percées dans le diagnostic d'événements systémiques capables de se transformer en crises financières ouvertes. Ils pourraient notamment être utilisés pour estimer les conséquences de scénarios mettant en scène des chocs de liquidité de marché sur l'exposition agrégée des institutions financières.

Toutefois l'organisation de tests de stress agrégés demande une collaboration élaborée qui est très éloignée du comportement autiste que le FMI a toujours montré dans les affaires monétaires internationales. Il lui faudrait reconnaître que la globalisation financière associe étroitement les problèmes monétaires et les dynamiques financières. Le FMI ne dispose plus de l'exclusivité des moyens d'action et des sources d'information requises pour diriger un système international de gestion de crise. En particulier, seuls les superviseurs nationaux ont l'autorité pour obtenir des principaux établissements financiers internationaux qu'ils utilisent leurs modèles internes pour étudier les mêmes scénarios dont les facteurs de risque sont définis

par les superviseurs et pas par eux-mêmes. La coordination des superviseurs se trouve à Bâle et pas à Washington. La participation du FMI à un exercice de surveillance élargie n'en est pas moins indispensable. Le FMI, par le truchement de ses missions article IV, a la meilleure connaissance des déséquilibres macroéconomiques, et financiers des pays débiteurs. La mise en commun de la connaissance des situations financières des principaux agents de la finance internationale et des facteurs de risque dans les pays débiteurs, si elle est organisée dans des scénarios de stress, peut donner une meilleure compréhension des crises de liquidité. La fonction du prêteur international en dernier ressort serait ainsi mieux encadrée.

3. Les controverses sur l'organisation du prêteur en dernier ressort international

Le rôle du FMI en tant que gestionnaire de crise dans les années quatre-vingt-dix a été critiqué de deux points de vue. En premier lieu il ne peut accomplir la fonction du PDR comme le fait une banque centrale. Jusqu'ici il n'a pas disposé d'une capacité de diagnostic permettant une détection précoce des crises. Il a exclusivement pris le parti des créanciers avec d'énormes montages financiers. Il a imposé aux débiteurs des contraintes plus adaptées au suivi de financements à long terme qu'à la fourniture d'urgence de liquidités. En second lieu ses prêts d'urgence sont arbitraires et plus motivés par les considérations stratégiques de la politique américaine que par le bien-être des pays qui subissent les désordres des marchés financiers. Il n'opère pas sous le contrôle d'un droit international, ni même d'un accord mutuel de l'ensemble de ses membres qui définirait le cadre de son action. Contrairement aux deux autres figures du prêteur en dernier ressort international identifiées ci-dessus, celle qui concerne le FMI ne s'applique pas à de pures crises de liquidité. Des restructurations financières, des allocations de pertes, des clauses collectives forçant les créanciers à négocier devraient faire partie du traitement des crises. La position du FMI en tant que coordinateur des différentes formes de l'action collective serait justifiée dans un tel cadre. Les propositions pour organiser la fonction du prêteur en dernier ressort s'y inscrivent.

Une première proposition, articulée le plus rigoureusement par Calomiris, vise à construire un ordre monétaire international. La nostalgie d'un étalon-or idéalisé en fournit l'inspiration. Cette approche vise à construire le cadre institutionnel dans lequel l'action du PDR puisse s'inscrire. Elle cherche une solution dans l'héritage de Thornton et Bagehot. Les interventions du FMI dans les années quatre-vingt-dix sont critiquables parce qu'elles en sont très éloignées. C'est pourquoi, selon ce point de vue, elles ont une faible efficacité. Pour sortir de cette ornière il faut construire des règles prudentielles exigeantes qui supportent une discipline de marché.

Pour les partisans de cette proposition une discipline de marché bien conçue sépare l'illiquidité et l'insolvabilité. Il est donc possible de respecter les sanctions du marché sans menacer l'intégrité du système financier. La conditionnalité négociée serait abolie. Les pays qui pourraient bénéficier de l'aide du FMI en qualité de prêteur en dernier ressort devraient avoir été pré-qualifiés parce qu'ils auraient instauré des règles prudentielles strictes. Ces règles concernent les réserves, le capital des organismes financiers, l'émission de dettes subordonnées, l'assurance des dépôts, la libre entrée des établissements étrangers. Les crises de pure liquidité éclatant dans un des pays accrédités bénéficieraient de l'assistance du FMI sous la forme d'une fenêtre de l'escompte accordée aux banques centrales nationales contre collatéral et pour une durée ne dépassant pas trois mois. Le collatéral évalué aux valeurs d'avant crise, devrait comprendre des titres publics du pays emprunteur et des titres internationaux. De son côté le FMI emprunterait les devises demandées aux banques centrales émettrices.

En rompant avec les principes d'universalité et d'égalité de traitement de ses membres, cette proposition de réforme du FMI pose des questions menaçantes. Mais quel est le degré de réalisme de cette vue normative ? Aucun pays au monde ne satisfait l'ensemble des conditions préalables qui sont posées pour avoir accès aux prêts du FMI dans ce schéma ! Quel support politique peut-il exister pour transformer de fond en comble les statuts du FMI ? Certes la fonction du prêteur en dernier ressort est de l'ordre de l'autorité monétaire, pas de l'assurance mutuelle. Mais l'histoire des interventions en cette qualité, y compris à l'époque de l'étalon-or, montre qu'elles sont discrétionnaires et ne sauraient être codifiées. Rien ne peut remplacer le diagnostic des situations et l'ambiguïté constructive qui y est attachée.

La CCL (*Contingent Credit Line*) a été une tentative d'établir une forme édulcorée de ce schéma. L'échec a été total. Aucun pays ne s'est porté candidat à accepter le contrat léonin, mettant en pièce la souveraineté nationale, pour accéder à une ligne de crédit dont l'activation est incertaine. La CCL rejoint les propositions de la commission Meltzer si l'on conçoit la fonction de prêteur en dernier ressort du FMI comme un réseau de CCL. Par son mode de tirage, son remboursement à très court terme, son financement, ce système serait complètement séparé de la mécanique des quotas et des financements conditionnels pour les besoins des balances de paiements. En cela ce projet de réforme reconnaît qu'il faut changer de modèle d'action collective.

La position officielle du FMI constitue une seconde proposition sur le sujet. Elle a été exposée par Fisher. Toute son argumentation consiste à amoindrir l'importance de l'acte de prêter en dernier ressort en tant que tel et à accentuer le rôle de coordinateur en chef dans la gestion des crises financières. Selon Fisher, le FMI est l'institution la plus apte à être le leader.

Gérer la crise, c'est assumer une position de leadership dans l'action collective. Remarquons que c'est aussi ce que fait une banque centrale lorsqu'elle organise un consortium bancaire pour éviter une faillite en un maillon faible d'une chaîne d'engagements (ex. LTCM) ou pour soutenir la liquidité d'un marché (ex. les futures sur indice boursier lors du krach d'octobre 1987), sans injecter elle-même de fonds. Cela ne l'empêche pas de prolonger cette initiative par une augmentation massive et spectaculaire de la liquidité sur le marché monétaire pour rétablir la confiance ; ce que le FMI ne peut pas faire. Néanmoins, si l'on considère l'action ponctuelle sur le foyer de crise, il est vrai que la capacité de fournir de la liquidité au bon endroit et au bon moment n'est pas la même chose que de créer de la liquidité. Au besoin le FMI pourrait emprunter des devises aux banques centrales. On aimerait ajouter qu'il dispose de la possibilité d'émettre des DTS *ex nihilo*. C'est le blocage politique des pays créanciers du Fonds qui l'empêche. Remarquons toutefois que cette éventualité a été sérieusement envisagée en novembre 1998, lorsqu'il a été nécessaire d'aider d'urgence le Brésil alors que le Fonds manquait de ressources. C'est la ratification précipitée par le Congrès Américain de l'augmentation des quotas qu'il avait repoussée jusque là qui a évité cette innovation.

Dans la perspective de Fisher, le FMI peut assumer le rôle de leader dans la gestion des crises, sous réserve qu'il dépasse la conditionnalité macroéconomique qui est sa chasse gardée et qu'il renonce à se mêler de politiques structurelles qui ne le regardent en rien et qui gaspillent des ressources en pure perte. Le FMI devrait coordonner la surveillance en amont et l'implication du secteur privé en aval. La surveillance a été définie plus haut. Elle doit être tournée vers le diagnostic du risque systémique et requiert une division du travail entre plusieurs institutions. Elle pose donc un problème de coordination que le FMI est le mieux à même d'assumer. L'implication du secteur privé est traitée dans une autre partie du rapport. Elle renforcerait sensiblement le leadership du FMI dans les crises. En effet, pour être efficace le Fonds devrait avoir l'autorité de déclarer qu'une dette est insoutenable avant que la crise n'éclate. Il devrait aussi avoir la légitimité de prononcer un gel transitoire des paiements sur le service de la dette, ce gel étant obligatoire et s'appliquant aussi bien sur les dettes publiques que sur les dettes privées. Dans ce cadre institutionnel qui n'est pas détaillé ici, l'assistance en liquidité du Fonds consiste à maintenir le fonctionnement des marchés monétaires vitaux pour les échanges extérieurs du pays.

Une troisième position a déjà été exposée dans un précédent rapport du CAE. Elle part de l'analyse faite plus haut que deux des trois figures du prêteur en dernier ressort international sont issues de réseaux de banques centrales. La coopération de banques centrales est l'extension la plus « naturelle » du PDR qui résulte de la globalisation financière. En effet celle-ci a des incidences monétaires beaucoup plus profondes qu'on le croit généralement. Elles vont bien au-delà des interdépendances macroéconomiques. Elles

provoquent l'intégration des systèmes de paiements. Il s'ensuit que l'espace monétaire d'une devise à usage international ne coïncide pas avec le territoire politique de son émission. C'est une conception tronquée du contrôle de la monnaie, issue de la théorie quantitative, qui limite la responsabilité des banques centrales au territoire sur lequel la monnaie a cours légal.

On a énoncé plus haut les raisons qui assignent la fonction du PDR aux banques centrales de préférence à toute autre institution. Le club des grandes banques centrales du monde rassemble les agents de règlement des systèmes de paiements qui supportent la finance globalisée. Leur intervention dans la crise coréenne en décembre 1997 en relation étroite avec les trésors publics, les a placées (surtout la Fed bien entendu) devant une crise systémique dont l'origine se trouvait dans des marchés émergents.

Le rôle des grandes banques centrales du monde peut donc être accru, surtout si la surveillance progresse du côté de l'exposition au risque des prêteurs. Si la protection contre l'instabilité financière conduit à des arrangements monétaires régionaux dans les prochaines décennies, une évolution multipolaire du monde est envisageable. L'influence financière incontournable de nouvelles grandes puissances continentales conduira à un oligopole monétaire dont l'instabilité potentielle devra être gérée. Toutes les banques centrales auraient intérêt à circonscrire au niveau régional le plus grand nombre de perturbations se produisant dans leur environnement. Les banques centrales des monnaies régionalement dominantes seront reliées par une structure de paiements très intégrée, où les règlements multi-devises en continu auront supplanté les actuels marchés de change. Ces systèmes seront beaucoup plus efficaces pour contrecarrer des crises de change en temps réel. Ils pourront fournir l'infrastructure d'une coopération à géométrie variable entre les banques centrales qui constituera le prêteur en dernier ressort international.

Références bibliographiques

- Aglietta M. et C. de Boissieu (1999) : « Le prêteur international en dernier ressort », in *Architecture financière internationale*, Rapport du CAE, n° 18, la Documentation Française.
- Aglietta M. et S. Moatis (2000) : *Le FMI de l'ordre monétaire aux désordres financiers*, Economica.
- Allen F. et D. Gale (2000) : « Bubbles and Crises », *Economic Journal*, vol. 110, janvier.
- Calomiris C. (1998) : *Blueprints for a New Global Financial Architecture*, Joint Economic Committee, US Congress, Washington DC, octobre.
- Diamond C. (1997) : « Liquidity, Banks and Markets », *Journal of Political Economy*, vol. 105.
- Fisher S. (1999) : « Reforming the International Financial System », *The Economic Journal*, novembre.
- Freixas X, B. Parigi et J.C. Rochet (1999) : « Systemic Risk, Interbank Relations and Liquidity Provision by the Central Bank », *FMG Conference on the Lender of Last Resort*, juillet.
- Giannini B. (1998) : « Enemy of None but a Common Friend of All ? An International Perspective on the Lender of Last Resort Function », *Temi de Discussion*, n° 341, Banca d'Italia, décembre.
- Goodhart C. et H. Huang (1999) : « A Model of the Lender of Last Resort », *FMG Discussion Paper*, n° 313, LSE, janvier.
- Masson P. (1999) : « Multiple Equilibria, Contagion and the Emerging Market Crises », *IMF Working Paper*, n° 99/164, novembre.
- Mishkin F. (1998) : *Systemic Risks, Moral Hazard and the International Lender of Last Resort*, Columbia University, NBER, avril.
- Morris S. et H.S. Shin (1999) : « Risk Management with Interdependent Choice », *Oxford Review of Economic Policy*, vol 15, n° 3.
- Obstfeld M. (1994) : « The Logic of Currency Crises », *Cahiers Économiques et Monétaires de la Banque de France*, n° 43.

Complément B

Un prêteur en dernier ressort mondial ?

Charles Wyplosz

*Institut Universitaire de Hautes Études Internationales
et CEPR*

On a souvent tendance à comparer les interventions du FMI à celle d'un prêteur en dernier ressort, même si le Fonds prend toujours soin de garder une certaine distance. Michael Mussa, l'ancien économiste en chef, déclarait fréquemment que le Fonds est un prêteur en ressort *final*, un moyen d'affirmer une responsabilité très similaire, mais mystérieusement différente, à celle des banques centrales. Cette note examine d'abord la fonction de prêteur en dernier ressort dans un contexte national, pour ensuite analyser les différences entre les responsabilités et moyens d'intervention d'une banque centrale et du FMI lorsque ce dernier intervient. La conclusion est que le FMI ne peut pas et ne doit pas entreprendre d'être un prêteur en dernier ressort, et qu'une telle fonction reste une utopie, désirable mais distante.

1. La fonction de prêteur en dernier ressort national

La fonction de prêteur en dernier ressort est traditionnellement assurée par les banques centrales. Elle est justifiée par quatre caractéristiques du système bancaire. Premièrement, les banques ont tendance à prendre des risques excessifs dans la mesure où les actionnaires partagent avec les déposants les risques inhérents aux prêts. Deuxièmement, les paniques bancaires sont la réponse naturelle des déposants aux risques encourus sur les prêts. De par leur structure de bilan, les banques ne peuvent jamais faire face à des retraits massifs. Troisièmement, le risque est systémique du fait des relations interbancaires et de l'impossibilité qu'ont les déposants à discerner la

qualité des bilans bancaires. Finalement, les coûts économiques et sociaux, et donc politiques, de l'effondrement du système bancaire sont tels que les autorités ne peuvent rester inactives face à un effondrement systémique.

Bien que l'analyse ait été considérablement raffinée⁽¹⁾, les principes de prêt en dernier ressort restent largement ceux définis par Bagehot (1873). En cas de crise bancaire les autorités doivent prêter librement à toutes les banques solvables qui en font la demande. Les prêts doivent être garantis par des effets évalués à leur valeur en période normale. Le taux d'intérêt appliqué doit être pénalisant pour décourager des demandes de circonstance. Et les banques insolvables doivent être liquidées, les coûts incombant au maximum à leurs actionnaires, ceci afin de réduire l'aléa moral implicite dans la garantie de prêt en dernier ressort.

Deux questions essentielles méritent un examen particulier car elles jouent un rôle important dans l'analyse de prêteur en dernier ressort international. La première question concerne la question de savoir si cette fonction doit nécessairement être assurée par la banque centrale. On considère parfois que les autorités budgétaires peuvent, et même doivent, prendre en charge ce type d'intervention. La raison est que le coût d'une intervention de prêteur en dernier ressort est implicite (inflation, baisse des profits de la banque centrale) lorsque c'est la banque centrale qui agit, alors qu'une intervention par le Trésor assure une plus grande transparence et donc atténue les risques associés tels que les transferts au profit des actionnaires des banques ou un certain laxisme conduisant à un aléa moral important. Cette vue cependant se heurte au fait que les interventions de prêteur en dernier ressort doivent être conduites en temps réel et peuvent nécessiter des sommes considérables. Un Trésor ne dispose pas, en général de sommes adéquates et est soumis à de nombreuses règles de dépense (la loi de finances) qui limitent sa marge de manœuvre.

L'autre question est de savoir si les prêts en dernier ressort doivent être consentis directement aux établissements bancaires ou de manière plus diffuse au marché. Dans la mesure où l'aléa moral est une considération importante, les prêts au marché ont l'avantage de laisser aux banques le soin de déterminer la solvabilité des divers établissements. Ceci écarte le risque de favoritisme de la part des autorités et la possibilité d'interventions excessives. Mais cet argument ignore le fait que, lors de crises bancaires, le marché lui-même cesse de fonctionner et ne peut donc pas assurer la fonction de tri qui lui est impartie.

(1) Rochet et Vives (2001) offrent une excellente analyse de la question.

2. Le FMI peut-il être un prêteur en dernier ressort international ?

Les crises de change internationales, souvent d'ailleurs accompagnées de crises bancaires dans les pays affectés⁽²⁾, ressemblent aux paniques bancaires. Premièrement, les pays en développement ont tendance à emprunter de manière excessive. Ils surévaluent souvent la rentabilité des projets financés par de tels emprunts, ils tendent à ignorer les risques de change qu'ils prennent en empruntant en monnaies étrangères, ils savent que les défauts souverains conduisent souvent *ex post* à des remises de dette et, parfois même, les gouvernements emprunteurs de défontent à l'avance sur leurs successeurs. Deuxièmement, les prêteurs privés réagissent aux risques de crise en retirant précipitamment leurs fonds. Cette action transforme une crise potentielle en crise effective. Plus précisément, les crises sont parfois auto-réalisatrices, la réalisation d'un « mauvais » équilibre là où un « bon » équilibre aurait pu exister⁽³⁾. Troisièmement, le risque est systémique du fait de la nature contagieuse des crises financières. Finalement, les coûts économiques et sociaux des crises financières – et du risque de contagion – sont telles que la communauté internationale ne peut s'en désintéresser. Les accords de Bretton Woods formalisent la nécessité pour « l'orchestre des nations » de prêter son concours aux pays en difficulté de paiements.

Ce dernier point est une raison pour laquelle Fischer (1999) considère que le FMI est devenu *de facto* un prêteur en dernier ressort international. Depuis la création en 1997 de la facilité de réserve supplémentaire (FRS), le FMI peut débloquent rapidement des moyens importants soumis à des conditions plus légères – y compris la possibilité d'accorder un prêt à un pays en arriérés de paiements – que pour ses prêts habituels. Ces prêts sont consentis à un taux d'intérêt élevé, suivant en cela la règle de Bagehot. Fischer observe également que les moyens mis en œuvre par le FMI, souvent en conjonction avec d'autres organismes internationaux et avec des états souverains, sont devenus considérables. Le rapport Meltzer (IFIAC, 2000) propose que le FMI devienne explicitement un quasi-prêteur en dernier ressort, mais à des conditions préalables qui ressemblent aux contraintes de réglementation imposées au banque. Le rapport prévoit également des taux pénalisants et un collatéral constitué d'obligations publiques. Ces propositions méritent une analyse détaillée et de nombreux travaux ont récemment commencé à explorer la question. Deux questions dominent : la faisabilité et la désirabilité d'un tel projet. Cette section s'intéresse à la première question. La deuxième est traitée dans la section 3.

(2) Kaminski et Reinhart (1999) examinent la simultanéité des crises de changes et des crises bancaires.

(3) Les références sont Obsfeld (1986) et Chang et Velasco (1999).

De nombreux auteurs parviennent, de différentes manières, à la même conclusion : le FMI ne dispose pas des ressources qui lui permettent d'être un prêteur en dernier ressort international ⁽⁴⁾. Cette conclusion est basée sur la différence essentielle entre le FMI et une banque centrale. Alors qu'une banque centrale intervient en prêtant de la monnaie qu'elle produit elle-même, le FMI utilise les ressources dont il dispose. Certes, il peut emprunter en case de besoin et il organise des « tours de table », mais dans tous les cas les montants disponibles sont finis. De plus, le FMI ne peut prêter un montant total qui excède 300 % du quota du pays emprunteur. À plusieurs reprises cette limite a été transgressée de diverses manières⁽⁵⁾, mais l'existence d'une limite, même largement supérieure, renforce le caractère forcément fini des prêts ainsi consentis. Une banque centrale, par contre, ne connaît pas de limite. Même si en pratique, elle ne prête pas des montants infinis, le fait qu'elle puisse mettre en place tous les moyens qui lui paraissent nécessaires constitue une différence primordiale⁽⁶⁾.

L'importance de la distinction entre montant fini et infini provient de la nature même des attaques spéculatives. Les opérateurs financiers prennent position contre une devise par des ventes à terme qui bénéficient d'un très important effet de levier. Les montants ainsi mis en jeu peuvent être considérables, théoriquement infinis. On sait que le montant moyen brut quotidien des transactions sur les marchés des changes est de l'ordre de 1000 milliards de dollars, alors que le stock total de réserves de change est de l'ordre de 1 500 milliards. De plus, en période spéculative, le volume des échanges peut être multiplié par dix ou beaucoup plus en quelques minutes. Relativement à ces montants, les ressources que peut mobiliser le FMI sont faibles. Le fait qu'elles soient finies est une information précieuse pour les spéculateurs qui savent qu'ils ne peuvent en aucun cas être en position d'infériorité quantitative ⁽⁷⁾. À titre d'exemple inverse, le SME-1 prévoyait des soutiens illimités entre banques centrales ; le retrait de la Bundesbank durant la crise de 1992-1993 s'est soldé par l'éjection de l'Italie et du Royaume-Uni.

La dissimilitude entre prêteur en dernier ressort national et international va plus loin. Alors que le FMI ne dispose que de ressources limitées face à un volume spéculatif virtuellement infini, les banques centrales nationales ont des ressources illimitées face à un volume limité au volume des dépôts bancaires.

(4) Voir, par exemple, Capie (1998), Eichengreen (1999), Rogoff (1999) et Jeanne et Wyplosz (2001).

(5) Ce point est documenté dans De Gregorio *et al.* (1999).

(6) Fischer (1999) suggère, avec prudence, que cet aspect n'est pas crucial.

(7) C'est ce raisonnement qui a d'ailleurs conduit à la théorie des « solutions en coin » selon laquelle seuls les régimes de change extrêmes (flottement pur ou dollarisation/caisse d'émission) sont robustes. L'expérience argentine montre que même les régimes extrêmes sont vulnérables.

La dissimilitude concerne aussi l'inévitable aléa moral⁽⁸⁾. Dans le contexte national, le principe de Bagehot est que les banques qui deviennent insolvable sont liquidées et que leurs actionnaires perdent leur investissement. Cette sanction *ex post* a pour but d'encourager une gestion prudente *ex ante*. Dans le contexte international, le prêteur en dernier ressort intervient pour défendre un pays souverain. Il ne peut donc exister de sanction automatique correspondante. Même si, dans les faits, les gouvernements de pays en crise financière perdent rapidement le pouvoir, la sanction reste aléatoire et, bien souvent, les groupes d'intérêt qui sont en partie responsable de la situation, en sortent largement indemnes. Calomiris (1998) considère qu'il s'agit là d'un problème rédhibitoire.

Pour ces raisons, le FMI n'est pas à même d'agir en prêteur en dernier ressort international. Cela signifie que, parfois, il ne sera pas à même d'aider des pays à échapper à des attaques spéculatives. Ces attaques peuvent être parfois injustifiées – le cas des crises auto-réalisatrices – et économiquement et socialement très coûteuses, ce qui rend la conclusion profondément insatisfaisante. Mais la cause des crises est l'instabilité inhérente des marchés financiers en général, et des marchés des changes en particulier. La solution n'est pas de tenter une mission impossible mais de réduire l'incidence de telles crises, par l'adoption de politiques équilibrées, par le choix de régime de change adaptés et par une approche prudente de la libéralisation financière.

3. Peut-on et doit-on créer une nouvelle institution de prêt en dernier ressort

Si le FMI ne peut pas être un prêteur en dernier ressort international, est-il souhaitable et possible d'envisager une autre institution – ou de modifier les statuts du FMI – qui remplisse cette fonction ? Lors des négociations de Bretton Woods, Keynes avait souhaité établir une banque centrale mondiale, dotée du pouvoir d'émission monétaire. Une des fonctions qu'il prévoyait pour cette banque centrale était précisément celle de prêteur en dernier ressort international. On sait que le projet de Keynes a été rejeté par les États-Unis, largement parce qu'ils souhaitaient maintenir, voire renforcer, le rôle du dollar comme monnaie internationale, et se devaient donc d'éliminer toute concurrence. La banque centrale mondiale imaginée par Keynes aurait eu la possibilité d'intervenir de manière illimitée, ce qui ne signifie pas qu'elle était souhaitable. L'aléa moral dû à l'impossibilité de sanctionner les responsables de politiques indisciplinées constituait une difficulté largement insurmontable. La question reste posée aujourd'hui dans des termes similaires. Tant que l'aléa moral – qui soulève de redoutables questions de légitimité et de

(8) Cet aspect est développé avec précision par Tirole (2000).

responsabilité – n’est pas traité de manière précise, il sera difficile de prôner la création d’un prêteur en dernier ressort international.

Vue sous cet angle, la proposition du rapport Meltzer représente un pas dans la bonne direction. Le rapport envisage que le FMI soit transformé en prêteur en dernier ressort international. Sans aborder la question du financement, il traite l’aléa moral en proposant que les interventions soient limitées à des pays qui auront été préalablement pré-qualifiés sur la base d’un certain nombre de critères. Mais, en proposant de supprimer la fonction d’intervention limitée telle qu’elle est aujourd’hui remplie par le FMI, le rapport Meltzer crée un vide. Il est en effet inconcevable que la communauté internationale refuse de soutenir un pays non-qualifié, en particulier, mais pas exclusivement, s’il existe un risque de contagion. Comme au niveau national, il est impossible *ex post* de laisser une crise se développer au prétexte que tous les moyens pour l’éviter n’ont pas été mis en œuvre *ex ante*. Cette proposition n’est pas inter-temporellement conséquente ⁽⁹⁾.

Une autre approche est suggérée par l’analyse présentée dans Jeanne et Wyplosz (2001). Cette analyse reprend une distinction développée par Goodfriend et King (1988) dans le contexte national : la fonction de prêteur en dernier ressort peut être conçue comme une extension de la politique monétaire ou comme une composante de la politique bancaire. Dans le premier cas, les autorités interviennent en alimentant de liquidités le marché interbancaire. Dans le second cas, elles financent directement les établissements bancaires, en faisant le tri entre ceux qui sont solvables et éligibles, et ceux qui ne le sont pas et sont mis en faillite.

Cette distinction ne concerne pas les crises de change pures, puisque dans ce cas, le prêteur en dernier ressort n’est nécessaire que pour fournir des réserves de change. La question, cependant, est intéressante dans le cas de crises qui sont auto-réalisatrices et doubles, de change et bancaire. Le fait que la crise soit double signifie que les autorités doivent intervenir à la fois sur les marchés des changes en utilisant leurs réserves de devises, et sur le marché interbancaire en créant de la liquidité. La situation est particulièrement difficile à gérer dans la mesure où les liquidités créées sur le marché interbancaire sont systématiquement cédées sur le marché des changes, alimentant ainsi la spéculation. Ces crises sont souvent auto-réalisatrices dans la mesure où l’effondrement du système bancaire conduit à une fuite devant la monnaie nationale et, simultanément, la chute du cours des changes menace les banques endettées en devises (emprunts à l’étranger ou dépôts en devises) dont le passif s’accroît. Deux équilibres sont possibles : un bon équilibre où les déposants ne retirent pas leurs fonds et conservent la devise

(9) Une autre proposition, avancée par Fratianni et Pattison (2001), est de charger la BRI de devenir le prêteur en dernier ressort international. La BRI n’a ni les ressources nécessaires, ni l’autorité pour remédier à l’aléa moral.

nationale, et un mauvais équilibre où les retraits des dépôts conduisent à un effondrement du système bancaire et à une crise spéculative.

Les autorités nationales se trouvent dans une situation intenable. Si elles interviennent en prêteur en dernier ressort pour soutenir le système bancaire et créent de la liquidité, elles alimentent la spéculation et, inéluctablement se trouvent à cours de réserves de changes. La chute du taux de change précipite alors la crise bancaire que les autorités cherchaient à éviter.

Dans ce genre de situation, que peut faire un prêteur en dernier ressort international ?⁽¹⁰⁾ Il peut prêter des devises au marché, soit directement, soit au travers de prêts aux autorités monétaires. Le prêt en dernier ressort est alors une extension de la politique monétaire. Les fonds prêtés sont alors systématiquement ré-exportés, ne serait-ce que, dans une situation de panique, le marché interbancaire ne peut distinguer entre les établissements solvables et ceux qui ne le sont pas⁽¹¹⁾. Pour qu'une telle intervention réussisse, les prêts en dernier ressort doivent être illimités. Dans ce cas, en effet, c'est le bon équilibre qui prévaut. Seule la banque centrale du pays dont la devise est utilisée pour les interventions – donc la Réserve fédérale des États-Unis – peut remplir la fonction de prêteur en dernier ressort international.

Si le prêteur en dernier ressort international prête directement aux banques solvables, comme une composante de la politique bancaire, il n'a pas besoin d'engager des montants illimités. Il suffit qu'il fournisse un montant égal à l'écart de financement (*financing gap* dans le langage du FMI) du système bancaire, la différence entre ses engagements et ses avoirs à court terme en devises. Une telle somme permet de payer tous les créditeurs en devises et, avec la garantie de prêteur en dernier ressort des autorités nationales pour les créditeurs en monnaie locale, conduit à la réalisation du bon équilibre.

Cet exemple révèle les limites et conditions de la fonction de prêteur en dernier ressort international. Tant que ce dernier reste extérieur au système bancaire et financier national, il ne peut que prêter au marché via la banque centrale. Pour que de telles interventions soient crédibles, elles doivent être illimitées. Pour que des interventions limitées soient opérantes, le prêteur en dernier ressort international doit se substituer aux autorités monétaires nationales, ce qui soulève de nouvelles et difficiles questions d'agence⁽¹²⁾.

Le prêteur en dernier ressort international doit pouvoir décider quels sont les établissements qui sont solvables en période normale (le bon équilibre) et quels sont ceux qui doivent être liquidés. Ceci exige une connaissance intime des systèmes financiers. À ce jour, dans les meilleurs des cas, seules

(10) La question du *bailing-in* n'est pas abordée ici, voir Eichengreen et Portes (1995).

(11) Goodhart et Schenmaker (1995) observent que prêter dans ces conditions au marché revient à rejeter la justification de la fonction de prêteur en dernier ressort.

(12) Tirole (2001) offre une analyse pénétrante des questions d'agence en situation de crise financière et de change.

les autorités bancaires nationales disposent d'une telle connaissance. En pratique, les problèmes d'information asymétriques sont redoutables, ce qui impose des décisions urgentes mais en situation d'incertitude. Même si les autorités bancaires nationales acceptaient de partager complètement avec le prêteur en dernier ressort international les informations dont elles disposent, les décisions auraient un contenu arbitraire inévitable. Mais, dans la mesure où elles peuvent ainsi obtenir un traitement plus favorable pour les établissements financiers et bancaires nationaux, les autorités bancaires nationales ont, en général, intérêt à ne pas révéler toute l'information dont elles disposent. La seule solution serait que le prêteur en dernier ressort international exerce aussi, directement et en toutes périodes, la fonction de superviseur du système bancaire et financier.

On en revient donc à la notion de banque centrale mondiale défendue par Keynes, mais à une version considérablement plus ambitieuse puisqu'elle implique aussi la supervision bancaire et financière. On peut imaginer également une combinaison de cette approche et de celle suggérée par le rapport Meltzer : ce dernier, en effet, est moins ambitieux puisqu'il se contente de pré-qualifier les pays, en particulier en fonction de la solidité des systèmes bancaires et financiers. Mais les équilibres multiples sont possibles, même lorsque les systèmes bancaires et financiers sont réputés sains ; il faut alors aller au-delà des interventions limitées.

Fischer (1999) envisage de permettre au FMI des émissions de DTS en cas de besoin, ce qui reviendrait à évoluer en partie vers une banque centrale mondiale. On voit bien l'attrait de cette proposition : le FMI dispose déjà d'une bonne connaissance de chacun de ses membres, résolvant en partie le problème de la décision de la solvabilité des établissements bancaires. Mais il devrait aller plus loin dans son rôle de surveillance et dans le détail de ses interventions qu'il ne le fait actuellement, ce qui soulève le problème de sa légitimité⁽¹³⁾. Cette question de légitimité concerne aussi la question d'émettre des DTS, de fait de la monnaie. Les difficultés rencontrées lors des précédentes émissions de DTS suggèrent qu'il est peu probable que l'on puisse progresser dans cette direction, tout au moins dans un proche avenir.

La banque centrale mondiale peut être une nouvelle institution, ou la fonction peut-être exercée par une banque centrale existante, à ce stade ce ne peut qu'être la Réserve fédérale. Créer une Banque centrale européenne était, et reste encore, considérée comme une décision audacieuse. Une banque centrale mondiale est clairement utopique, ne serait-ce que parce que la question de légitimité est sans solution. De même, le refus des États-Unis de s'engager en 2000 sur la dollarisation de l'Argentine indique que la Réserve fédérale n'est pas prête à accepter la responsabilité de prêteur en dernier ressort international.

(13) De Gregorio et *al.* (1999) considèrent que même avec les fonctions limitées qui sont les siennes aujourd'hui, le FMI souffre déjà d'un grave manque de légitimité.

Références bibliographiques

- Bagehot W. (1873) : *Lombard Street*, Londres, H.S. King.
- Calomiris C. (1998) : « The IMF's Imprudent Role as Lender of Last Resort », *Cato Journal*, vol. 17, pp. 275-95.
- Capie F. (1998) : « Can There Be an International Lender-of-Last-Resort ? », *International Finance*, n° 1, pp. 311-25.
- Chang R. et A. Velasco (1999) : « Liquidity Crises in Emerging Markets: Theory and Policy », in *NBER Macroeconomics Annual*, Ben S. Bernanke et Julio Rotemberg (eds.), MIT Press.
- De Gregorio J., B. Eichengreen, I. Takatoshi et C. Wyplosz (1999) : « An Independent and Accountable IMF », *Geneva Reports on the World Economy* 1, CEPR, Londres.
- Eichengreen, B. (1999) : *Toward a New Financial Architecture*, Washington, Institute for International Economics.
- Eichengreen B. et R. Portes (1995) : *Crisis? What Crisis? Orderly Workouts for Sovereign Debtors*, Londres, CEPR.
- Fischer S. (1999) : « On the Need for an International Lender of Last Resort », *Journal of Economic Perspectives*, n° 13 (4), pp. 85-104.
- Fratianni M. et J. Pattison (2001) : *International Lender of Last Resort: A Concept in Search of a Meaning*, Kelley School of Business, Indiana University.
- Goodfriend M. et R. King (1988) : « Financial Deregulation Monetary Policy and Central Banking » in *Restructuring Banking and Financial Services in America*, W. Haraf and R.M. Kushmeider (eds), Lanham, MD, American Enterprise Institute and UPA.
- Goodhart C. et D. Schøenmaker (1995) : « Should the Functions of Monetary Policy and Bank Supervision be Separated? », *Oxford Economic Papers*, n° 47, pp. 539-60.
- IFIAC (2000) : *Report of the International Financial Institution Advisory Commission* (Rapport Meltzer), Washington DC.
- Jeanne O. et C. Wyplosz (2001) : « The International Lender of Last Resort: How Large is Large Enough? », *CEPR Discussion Paper*, n° 2842.

- Kaminski G. et C. Reinhart, (1999) : « The Twin Crises: The Cause of Banking and Balance-of-Payments Problems », *American Economic Review*, n° 89, pp. 473-500.
- Rochet J.C. et X. Vives (2001) : « Coordination Failures and the Lender of Last Resort: Was Bagehot Right After All? », *Financial Markets Group Discussion Paper*, London School of Economics.
- Rogoff K. (1999) : « International Institutions for Reducing Global Financial Instability », *Journal of Economic Perspectives*, n° 13 (4), pp. 21-42.
- Obstfeld M. (1986) : « Rational and Self-Fulfilling Balance of Payments Crises », *American Economic Review*, n° 76, pp. 72-81.
- Tirole J. (2000) : « Liquidity Provision and the International Financial System », *Paolo Baffi Lecture on Money and Finance*.

Complément C

Normes et codes de l'architecture financière mondiale⁽¹⁾

Helmut Reisen

Centre de développement de l'OCDE

1. Que faut-il entendre par « normes financières »

Depuis la crise du Mexique de 1994-1995, et *a fortiori* celle des marchés émergents de 1997-1998, ce qu'il est convenu d'appeler la « communauté internationale » accorde une importance croissante à la conception, à l'adoption, à la mise en œuvre et à l'évaluation de normes et de codes, en raison de leur rôle fondamental dans la prévention des crises. Créé en avril 1999 dans le cadre des efforts déployés pour consolider les systèmes financiers et améliorer la coordination des organismes qui en sont responsables, le Forum de stabilité financière (FSF) affiche, sur son site Internet : <http://www.fsforum.org/Standards/Home.html>, mis à jour en juin 2001, un recueil de normes (*Compendium of Standards*). Parmi les 69 (!) normes citées, douze ont été identifiées comme essentielles pour la stabilité des systèmes financiers (*cf.* tableau 1).

Les normes définissent des principes, des pratiques ou des lignes directrices largement acceptées dans un domaine donné. En termes d'obligation, de précision et de délégation, les normes sont des règles peu contraignantes (« *soft laws* »).

(1) Les opinions exprimées dans le présent complément sont strictement personnelles et n'engagent en aucune manière l'OCDE ou le Centre de développement de l'OCDE.

1. Normes essentielles pour la stabilité des systèmes financiers

Domaine	Norme	Organisme émetteur
<i>Transparence de la politique macroéconomique et des données</i>		
Transparence de la politique monétaire et financière	Code de bonnes pratiques pour la transparence des politiques monétaire et financière	FMI
Transparence de la politique budgétaire	Code de bonnes pratiques en matière de transparence des finances publiques	FMI
Diffusion des données	Norme spéciale de diffusion des données (NSDD) Système général de diffusion des données (SGDD)	FMI
<i>Infrastructure des institutions et des marchés</i>		
Insolvabilité	Principes et lignes directrices pour des systèmes d'insolvabilité et de droits des créanciers efficaces	Banque mondiale
Gouvernement d'entreprise	Principes relatifs au gouvernement d'entreprise	OCDE
Comptabilité	Normes comptables internationales (IAS)	IASB
Audit	Normes internationales d'audit (ISA)	IFAC
Paiement et règlement	Principes fondamentaux pour les systèmes de paiement d'importance systémique	CSPR
Intégrité des marchés	Les 40 recommandations du Groupe d'action financière sur le blanchiment de capitaux	GAFI
<i>Réglementation et contrôle du secteur financier</i>		
Contrôle bancaire	Principes fondamentaux pour un contrôle bancaire efficace	CBCB
Réglementation des valeurs mobilières	Objectifs et principes de la réglementation des valeurs mobilières	OICV
Contrôle du secteur des assurances	Principes fondamentaux de contrôle du secteur des assurances	AICA

OCDE = Organisation de coopération et de développement économique

CINC (IASB) = Comité international des normes comptables

FIDEF (IFAC) = Fédération internationale des experts-comptables

CSPR = Comité sur les systèmes de paiements et de règlements

GAFI = Groupe d'action financière ; CBCB = Comité de Bâle sur le contrôle bancaire

OICV = Organisation internationale des commissions de valeurs

AICA = Association internationale des contrôleurs d'assurance

Source : Forum de Stabilité Financière.

Dans l'optique de leur mise en œuvre, il est utile d'établir entre ces normes des distinctions en fonction de leur degré de spécificité :

- les *principes* sont des règles fondamentales qui s'appliquent à un large domaine d'action. La plupart du temps, ils sont énoncés en termes généraux et offrent ainsi une certaine marge de manœuvre pour leur mise en pratique, afin de pouvoir être adaptés à la situation d'un pays donné ;

– les *pratiques* sont plus spécifiques et détaillent les modalités d'application des principes dans un contexte plus restreint ;

– les *méthodologies* et les *lignes directrices* fournissent des indications détaillées sur les mesures à prendre ou sur les exigences à satisfaire et sont suffisamment spécifiques pour permettre une évaluation relativement objective du degré de respect des règles.

Le champ d'application des normes peut être considéré d'un point de vue sectoriel ou fonctionnel :

– l'*approche sectorielle* couvre les secteurs économiques et institutionnels, pour lesquels de nombreuses normes ont été définies, tels que l'administration et la Banque centrale, le système bancaire, les valeurs mobilières, les assurances et le secteur des entreprises ;

– l'*approche fonctionnelle* : en règle générale, des normes ont été établies au sein de chaque secteur en fonction de critères fonctionnels, de manière à couvrir des domaines tels que la gouvernance d'entreprise, la comptabilité, la diffusion des données et la transparence, le niveau des fonds propres, la réglementation et le contrôle, le partage de l'information, la gestion du risque, le paiement et le règlement, l'éthique d'entreprise...

Les normes établies en matière de politique macroéconomique et de transparence des statistiques ainsi que les normes de contrôle bancaire comptent parmi les normes financières qui sont le plus souvent évaluées et adoptées. Il s'agit des normes suivantes :

– le *Code de bonnes pratiques pour la transparence des politiques monétaire et financière*, qui identifie les pratiques de transparence souhaitables dans leur conduite de la politique monétaire pour les banques centrales, et dans la conduite de leur politiques financières pour les banques centrales et autres organes financiers ;

– le *Code de bonnes pratiques en matière de transparence des finances publiques*, qui énonce des obligations de transparence, pour donner au public et aux marchés des capitaux l'assurance que la structure et les opérations financières des administrations publiques, sont clairement définies et que le bien-fondé de la politique budgétaire peut être facilement évalué.

– la *Norme spéciale de diffusion des données (NSDD)* engage les pays qui y souscrivent à suivre des bonnes pratiques statistiques dans quatre domaines :

- les données : champ d'application, périodicité et délais de diffusion ;
- l'accès du public : fourniture de calendriers de diffusion préalable et de diffusion simultanée des données ;

- l'intégrité : publication d'informations sur les conditions régissant l'établissement et la publication des données, identification des autres fonctionnaires habilités à accéder aux données avant leur publication, commentaires ministériels formulés lors de la publication des données, procédure de révision et notification préalable des modifications majeures apportées à la méthodologie ;
- la qualité : diffusion de la documentation sur la méthodologie et les sources, diffusion de données détaillées et d'autres données qui permettent des vérifications statistiques croisées ;

– les *Principes fondamentaux pour un contrôle bancaire efficace* constituent un ensemble de 25 principes essentiels définis par le Comité de Bâle destinés à constituer une référence de base pour garantir un contrôle bancaire efficace. Ces principes sont conçus pour être appliqués par tous les pays, dans le cadre du contrôle des banques placées sous leur juridiction ;

– compte tenu de l'importance accordée par les organisations multilatérales au respect des normes et des codes, le FMI a entrepris, en 1999, l'élaboration de rapports sur l'observation des normes et codes (RONC) (cf. tableau 2). Les évaluations de l'état ou de l'évolution d'une ou plusieurs normes sont conduites sur une base volontaire. Il arrive que ces évaluations se déroulent dans le cadre du processus de surveillance du FMI (consultations au titre de l'article IV).

Le tableau 2 récapitule les RONC publiés au 1^{er} janvier 2002. Pour chaque norme internationale, il indique les pays qui ont procédé à leur propre évaluation ou qui ont été évalués par des groupes d'experts du FMI ou de la Banque mondiale. Ce tableau appelle plusieurs remarques. Tout d'abord, il s'avère que la grande majorité des pays qui ont participé à ce processus sont des pays en développement. Ensuite, les normes le plus souvent évaluées sont des normes relatives à la transparence et au contrôle du secteur bancaire, ce qui n'est pas du tout surprenant compte tenu du fait que l'accent est mis sur le renforcement des systèmes bancaires nationaux. Enfin, on observe de fortes disparités dans le degré de participation à l'évaluation des normes : tandis que certains pays de l'échantillon ont participé à l'évaluation d'une seule norme, d'autres ont été impliqués dans l'évaluation de la majorité des normes. À titre d'exemple, un seul RONC a été préparé pour le Chili, contre huit pour l'Argentine.

2. Modules de RONC publiés au 31 décembre 2001⁽¹⁾

Diffusion des données	Transparence des finances publiques	Transparence des politiques monétaires et financières	Contrôle bancaire	Contrôles du secteur des assurances	Réglementation des valeurs mobilières	Systèmes de paiements	Gouvernement d'entreprise	Règles comptables et audit	Insolvabilité et droits des créanciers	Total
Albanie Afrique du Sud Argentine Australie Bulgarie Cameroun Chili Estonie Hong Kong RAS de Chine Hongrie Mongolie Ouganda Rép. tchèque Roumanie Royaume-Uni Suède Tunisie Uruguay	Argentine Australie Azerbaïdjan Brésil Bulgarie Cameroun Corée Estonie France Grèce Hong Kong RAS de Chine Hongrie Hongrie Inde Japon Lettonie Mongolie Mozambique Ouganda Pakistan Papouasie Pologne Rép. tchèque Royaume-Uni Suède Tunisie Turquie Ukraine Uruguay	Argentine Australie Bulgarie Cameroun ⁽²⁾ Canada ⁽²⁾ Estonie ⁽²⁾ Finlande ⁽²⁾ France Géorgie ⁽²⁾ Hong Kong RAS de Chine Hongrie ⁽²⁾ Irlande ⁽²⁾ Islande ⁽²⁾ Israël ⁽²⁾ Mexique ⁽²⁾ Ouganda Pologne ⁽²⁾ Rép. tchèque ⁽²⁾ Royaume-Uni Sénégal ⁽²⁾ Tunisie Zone euro	Algérie Argentine Australie Bulgarie Cameroun ⁽²⁾ Canada ⁽²⁾ Estonie ⁽²⁾ Finlande ⁽²⁾ Géorgie ⁽²⁾ Hong Kong RAS de Chine Hongrie ⁽²⁾ Irlande ⁽²⁾ Islande ⁽²⁾ Israël ⁽²⁾ Mexique ⁽²⁾ Ouganda Pologne ⁽²⁾ Rép. tchèque ⁽²⁾ Royaume-Uni Sénégal ⁽²⁾⁽⁴⁾ Slovénie ⁽²⁾ Tunisie	Bulgarie ⁽²⁾ Cameroun ⁽²⁾⁽⁴⁾ Canada ⁽²⁾ Estonie ⁽²⁾ Finlande ⁽²⁾ Géorgie ⁽²⁾ Hongrie ⁽²⁾ Irlande ⁽²⁾ Islande ⁽²⁾ Israël ⁽²⁾ Mexique ⁽²⁾ Pologne ⁽²⁾ Rép. tchèque ⁽²⁾ Sénégal ⁽²⁾⁽⁴⁾ Slovénie ⁽²⁾	Canada ⁽²⁾ Estonie ⁽²⁾ Finlande ⁽²⁾ Hongrie ⁽²⁾ Irlande ⁽²⁾ Islande ⁽²⁾ Israël ⁽²⁾ Mexique ⁽²⁾ Pologne ⁽²⁾ Rép. tchèque ⁽²⁾ Sénégal ⁽²⁾ Slovénie ⁽²⁾	Cameroun ⁽²⁾ Canada ⁽²⁾ Estonie ⁽²⁾ Finlande ⁽²⁾ Géorgie ⁽²⁾ Hongrie ⁽²⁾ Irlande ⁽²⁾ Islande ⁽²⁾ Israël ⁽²⁾ Mexique ⁽²⁾ Pologne ⁽²⁾ Rép. tchèque ⁽²⁾ Slovénie ⁽²⁾ Zone euro ⁽²⁾	Croatie Égypte Géorgie ⁽²⁾ Inde Malaisie Philippines Pologne Rép. tchèque ⁽²⁾ Turquie Zimbabwe			
Total complété 23	33	36	36	18	16	24	11	3	1	201
Total publié 18	28	22	22	15	12	14	10	0	0	141

Notes : * Indique que le module provient d'un Programme d'évaluation du secteur financier (PESF) ; # Evaluation préliminaire ; @ Evaluation régionale effectuée pour la Commission régionale de contrôle des assurances (CRCA).

⁽¹⁾ Les modules relatifs aux données, aux finances publiques et à la gouvernance des banques sont considérés comme achevés lorsque la direction donne son aval. Les RONC qui dérivent de PESF ne sont achevés que lorsque l'évaluation de la stabilité du système financier (ESSF) a été examinée par le Conseil d'administration. Les nouvelles évaluations et les mises à jour des modules RONC précédents ne sont pas comptées séparément ; ⁽²⁾ Indique que le module provient d'un programme d'évaluation du secteur financier (PESF) ; ⁽³⁾ Evaluation préliminaire ; ⁽⁴⁾ Evaluation régionale effectuée pour la Commission régionale de contrôle des assurances (CRCA).

Source : FMI

2. Normes : pourquoi, quand et comment

À l'époque de la mondialisation des marchés financiers et de la libre circulation des capitaux, plus de 200 juridictions nationales continuent à œuvrer de manière cloisonnée en matière de monnaie, de contrôle, d'impôts, de lois et de règlements (droit civil, commercial, pénal ou droit de la faillite) et de tribunaux. Par ailleurs, les crises de 1997-1998 ont entraîné d'importantes perturbations dans les pays qui libéralisent leurs systèmes financiers sans avoir complètement remédié aux faiblesses et aux fragilités de leurs systèmes économiques et financiers nationaux. L'effort de codification et de diffusion générale des bonnes pratiques actuellement mené à l'échelle internationale devrait contribuer à faciliter l'intégration des économies locales au sein des marchés mondiaux. Lorsqu'un pays se mondialise, il doit s'efforcer de rendre ses structures institutionnelles, réglementaires, etc. conformes aux bonnes pratiques établies à l'échelle internationale, s'il veut que les signaux et informations émis par son marché national lui permettent de figurer en bonne place dans le « concours de beauté » pour l'offre mondiale de capitaux. C'est pourquoi la diffusion de normes et de codes présente un grand intérêt :

- premièrement, la mise en place de normes communes tend à faciliter les comparaisons internationales et à éviter les externalités négatives engendrées par des informations confuses et incomplètes sur les politiques économiques d'un pays donné. Elles contribuent à la stabilité du système financier international en ce qu'elles permettent de prendre des décisions mieux fondées en matière de prêt et d'investissement, et également de réduire les risques de contagion ;

- deuxièmement, en fixant la barre très haut, ces normes visent à renforcer le rôle de la discipline du marché : les pays qui veulent améliorer leur accès aux marchés internationaux des capitaux seront encouragés à veiller à l'application de ces normes ; celles-ci constituent des repères susceptibles de guider les efforts des réformateurs. Ces normes contribuent à renforcer les systèmes financiers nationaux en encourageant une réglementation et un contrôle adéquats, une transparence accrue et une plus grande efficience/solidité des institutions, des marchés et des infrastructures ;

- troisièmement, lorsqu'elles sont bien conçues, les normes sont un vecteur d'amélioration de l'efficience ; les pays devraient donc prendre conscience de l'intérêt qu'il y a pour eux à se les approprier lors du développement de leurs institutions et de leurs marchés. Par exemple, les normes de fonds propres des banques visent à réduire l'insolvabilité des banques pour préserver le système bancaire d'un pays, mettre à l'abri les contribuables en cas de faillites bancaires et faire coïncider les incitations financières des propriétaires et gestionnaires des banques avec celles des créanciers non privilégiés.

La pertinence des normes internationales pour la prévention des crises dans les pays en développement dépend beaucoup de la manière dont elles sont élaborées et « internalisées », ainsi que de leur calendrier de mise en œuvre et de

mise à jour. Diverses inquiétudes s'expriment dans les rares études consacrées aux normes financières (voir ONU, 2001, Griffith-Jones, 2001, Park, 2000, Persaud, 2000, Reddy, 2001, Rojas-Suarez, 2002 et CNUCED, 2001) :

- aucune norme donnée n'est valable pour tous les pays ou quelle que soit l'époque. La principale source de préoccupation est que les normes élaborées pour les pays industrialisés ne se révèlent inappropriées pour les pays en développement, qui doivent faire face à diverses contraintes, du moins à court terme ;

- les normes doivent être introduites selon une séquence appropriée, compte tenu de l'évolution des institutions et du marché d'un pays donné. L'un des problèmes majeurs est qu'en l'absence d'institutions adaptées, telles qu'un cadre juridique et un système judiciaire appropriés, le respect des normes dites « essentielles » n'entraîne pas nécessairement les résultats escomptés. Par exemple, un gouvernement peut respecter les normes relatives à la diffusion tout en ne divulguant, en fait, que très peu d'informations, en raison de leur pénurie qui résulte d'un contrôle inefficace du secteur public ;

- la participation des pays en développement dans l'établissement et l'élaboration des normes et dans le choix de leur ordre de priorité est insuffisante. Il se peut que la sous-représentation des pays en développement dans les institutions et enceintes chargées de l'établissement des normes contribue aux problèmes posés par l'adéquation, le choix de la séquence appropriée et la mise en œuvre de ces normes. Ajoutons également qu'une implication limitée du pays entraîne un défaut d'« internalisation » de la réforme proposée ;

- les normes et les codes élaborés pour discipliner les pays débiteurs détournent l'attention des pays fournisseurs de capitaux, qui ont également contribué aux crises de 1997/1998 et à leur propagation, notamment par le dénouement de prêts bancaires, et freinent ainsi la réalisation de progrès décisifs vers une architecture financière internationale capable de résister aux crises ;

- la non-prise en compte de l'instinct grégaire des investisseurs dans l'élaboration des normes, notamment en matière de gestion et de transparence des risques sensibles aux fluctuations du marché, est susceptible d'accroître, et non de réduire, la tendance du système financier international à générer des crises ;

- le fait de confier aux organisations financières internationales une mission trop lourde en matière d'élaboration et d'évaluation des normes peut entraîner un conflit d'intérêt entre leurs programmes d'évaluation et leurs programmes de prêts, et remettre en question le principe de l'adoption volontaire ; en effet, les mesures incitatives et les sanctions liées à l'établissement des normes risquent de devenir une forme de surveillance et de conditionnalité.

De la même manière que pour une simple procédure d'ouverture d'un compte de capital, la mise en œuvre des normes se heurte au problème du choix de la séquence appropriée et des contraintes de capacité. Les questions

de contrainte de capacité d'un pays pauvre, de multiplication des normes financières figurant sur le recueil du FSF et de classement des normes selon un ordre de priorité sont étroitement liées. On ne peut donc faire l'économie d'une réflexion sur les critères à retenir pour établir cet ordre de priorité. Rojas-Suarez (2001) montre de manière très convaincante que la profondeur des marchés financiers locaux et la qualité des cadres législatifs et institutionnels sont des paramètres qu'il est éminemment important de prendre en compte pour éviter les effets secondaires indésirables et faire en sorte que les normes soient efficaces. D'autres facteurs entrent également en ligne de compte : des normes purement techniques peuvent être plus faciles à mettre en œuvre que des normes ayant des conséquences sur la politique des pouvoirs publics, dont l'application s'inscrit dans un processus plus vaste de réforme économique ; les normes présentant une dimension socioculturelle importante sont celles dont l'application est susceptible de poser le plus de difficultés en termes de crédibilité (Reddy, 2002). Quoi qu'il en soit, la nécessité de rechercher un équilibre entre la tendance des organisations internationales à multiplier les normes et les contraintes de capacité des pays pauvres demeurera. Il est urgent de commencer à réfléchir aux coûts d'opportunité des normes et des codes. Rodrik (2001) cite une étude de la Banque mondiale qui estime à 150 millions de dollars le montant que doit dépenser un pays en développement type pour respecter les exigences relatives à seulement trois accords de l'OMC (sur la valeur en douane, les mesures sanitaires et les droits de propriété intellectuelle). Il fait remarquer que ce montant représente l'équivalent du budget annuel que de nombreux pays, parmi les moins avancés, consacrent à leur développement. Une telle quantification des coûts (d'opportunité) semble nécessaire au vu de leur croissance exponentielle, qu'il s'agisse des normes financières ou d'autres normes. Tout RONC devrait comporter ce type d'estimations.

Il est possible de se demander si le problème de l'« internalisation » n'a pas été exagéré. Andrew Crockett (2000) s'est, par exemple, inquiété, dès le début, de la nécessité de trouver un équilibre entre la légitimité du FSF (qui s'accroît avec le nombre de pays et la diversité des opinions représentées au sein des trois groupes de travail) et son efficacité. Les pays émergents disposant d'une expérience politique adéquate ont été très tôt intégrés au processus, et des groupes régionaux ont été mis sur pied.

Il serait peut-être plus légitime de s'inquiéter de l'éventuel manque d'efficacité de l'ensemble du processus relatif aux normes et codes. L'Argentine a été l'un des pays en développement pour lequel le plus grand nombre de rapports sur l'observation des normes et codes (RONC) a été publié sur le site Internet du FMI (<http://www.imf.org/external/np/rosc/rosc.asp>). Elle traverse pourtant une crise très profonde à l'heure actuelle.

Dans son rapport intitulé « *Experimental Report on Transparency Practices : Argentina* » (<http://www.imf.org/external/np/rosc/arg/index.htm>) publié

en 1999 (au moment où les marchés commençaient à faire grimper les marges des obligations en dollar du pays et les agences de notation à réviser à la baisse sa dette souveraine pour des raisons budgétaires), le FMI félicitait le pays pour avoir surpassé les exigences de son code de bonnes pratiques en matière de transparence des finances publiques. L'autre observation qui nourrit les inquiétudes au sujet de l'efficacité du processus est que les flux de capitaux privés vers les pays en développement sont en constante diminution, depuis que le processus en question a été lancé. Soit les investisseurs ne prêtent pas attention (du moins pas encore ?) aux RONC, soit aucun progrès tangible n'a été réalisé.

Cependant, certains signes indiquent maintenant que les investisseurs institutionnels commencent à se montrer attentifs aux normes et codes (Reisen, 2002). Au début de l'année 2002, la Caisse de retraite des fonctionnaires de la Californie (*California Public Employees' Retirement System* – CalPERS), le principal fonds de pension public des États-Unis avec un portefeuille d'investissements de 151 milliards de dollars, a décidé de se retirer d'Indonésie, de Malaisie, des Philippines et de Thaïlande, tandis qu'il prenait de nouvelles positions en actions en Hongrie et en Pologne. Le retrait de CalPERS faisait suite à une révision des critères utilisés pour déterminer les pays dans lesquels il est autorisé à investir (« permissible countries »), lesquels accordent désormais une plus grande importance aux éléments qui permettent d'identifier un « investissement socialement responsable ». Bien que le portefeuille d'investissements de CalPERS en Asie ait été modeste, sa décision enverra, du fait de la position dominante qu'il occupe, un signal fort en direction des autres investisseurs institutionnels.

Dans le nouveau modèle adopté par CalPERS pour l'investissement sur les marchés émergents, les critères suivants comptent pour 50 % des points : la liquidité et la volatilité du marché, la réglementation des marchés et la protection des investisseurs, l'ouverture des marchés des capitaux, le délai de règlement et le coût des opérations. La stabilité politique, la transparence financière et les normes du travail comptent pour les 50 % restants. Seuls 13 marchés émergents ont été classés parmi les pays « autorisés ». Parmi ces derniers, curieusement, l'Argentine réalise le meilleur score au regard des critères retenus (alors qu'elle est actuellement notée « selective default » (défaut de paiement partiel) par Moody's et par d'autres agences). Cette constatation donne à penser qu'une trop grande focalisation sur les normes et codes risque de creuser le fossé entre les pays qui sont jugés dignes d'intérêt par les investisseurs et ceux qui ne le sont pas. Toutefois, à la marge, les normes peuvent jouer le rôle de catalyseur des changements en matière de gouvernance, d'ouverture et de transparence. Les autorités des pays jugés dignes d'intérêt par les investisseurs institutionnels et en passe d'être inscrits sur la liste des pays où il est possible d'investir, peuvent être tentées de franchir les dernières étapes, par exemple dans les domaines de la réglementation bancaire ou de l'ouverture des marchés, leur permettant d'accéder au club des marchés de placement.

Références bibliographiques

- CNUCED (2001) : *Rapport sur le commerce et le développement*, Genève.
- Crockett A. (2000) : « Towards a Sustainable Financial System: A Role for the Financial Stability Forum », in *Achieving Financial Stability in Asia*, Adhikari R. et HIEMENZ U. (eds), Séminaires du Centre de développement de l'OCDE, Paris.
- Griffith-Jones S. (2001) : *New Financial Architecture as a Global Public Good*, Mimeo, Institute of Development Studies, Brighton.
- ONU (2001) : *Information Note by Financing for Development Secretariat*, disponible sur : www.un.org/esa/ffd/NGO/business_site1001/meetings_at_the_federal_reserve_.htm, 20 août.
- Park Y. C. (2000) : « On Reforming the International Financial System : An East Asian Perspective », in *Achieving Financial Stability in Asia*, Adhikari R. et HIEMENZ U. (eds), Séminaires du Centre de développement de l'OCDE, Paris.
- Persaud Avinash (2000) : *Sending the Herd Off the Cliff Edge: The Disturbing Interaction Between Herding and Market-Sensitive Risk Management Practices*, premier prix du 2000 Essay Competition in Honour of Jacques de Larosiere, The Institute of International Finance, Washington DC.
- Reddy Y. V. (2001) : « Issues in Implementing International Financial Standards and Codes », *BIS Review*, n° 62.
- Reisen H. (2002) : « Standards, Codes and Pension Flows », rubrique 'By invitation', *WIDER Angle*, UNU/WIDER, Helsinki, printemps.
- Rodrik D. (2001) : « Trading in Illusions », *Foreign Policy*, mars/avril.
- Rojas-Suarez L. (2001) : « Can International Capital Standards Strengthen Banks in Emerging Markets? », *Institute for International Economics*, Working Paper Series, Washington DC.

Complément D

Crises des paiements : une perspective historique, 1980-2002

Vincent Marcus

École normale supérieure et CEPREMAP

Les crises de paiements entre des emprunteurs et des prêteurs non-résidents ont régulièrement ponctué l'histoire des financements internationaux depuis le XIX^e siècle. Durant ces vingt dernières années, on a pu assister à la fois à plusieurs grandes crises de paiements et à un profond bouleversement de la finance mondiale au regard des trente années d'après-guerre. Ces bouleversements ont redéfini les modalités de ces crises, fait intervenir de nouveaux acteurs, et modifié les conditions de leur résolution. L'analyse des crises de paiements peut néanmoins s'organiser autour des réponses à trois questions récurrentes permettant d'explorer les modalités de ces crises.

Qui emprunte ? Dans les économies en développement, l'État (au sens large) est resté à bien des égards un emprunteur majeur de fonds étrangers, même si les années quatre-vingt-dix ont vu un accès croissant des firmes privées aux financements extérieurs. Cette distinction dette publique/ dette privée recouvre *a priori* deux types de risques différents. Dans le premier cas, le risque souverain reste géré de manière assez informelle au niveau international étant donné l'absence de toute juridiction supranationale. Les différents liés à la dette privée sont réglés, quant à eux, au sein des juridictions nationales. Mais cette distinction n'est pas toujours opératoire dans la mesure où certaines grandes firmes privées peuvent bénéficier plus ou moins implicitement d'une garantie publique. De surcroît, au niveau agrégé, il peut être collectivement bénéfique d'offrir une gestion publique d'une crise de dette privée.

Qui prête ? La nature des prêteurs se révèle également déterminante dans les modes de règlement des crises. Les comportements et les possibilités de négociation seront très différentes selon qu'il s'agit d'un État ou d'un ensemble d'investisseurs privés, aux objectifs et contraintes très divers. Une des spécificités des crises de la fin des années quatre-vingt-dix réside précisément dans cette opposition entre un État emprunteur et des détenteurs de dette nombreux et variés, difficiles à coordonner.

Comment prête-t-on ? La modalité du « comment », qui contient les deux précédentes, permet de décrire les vulnérabilités de la relation d'échange. Vulnérabilité temporelle, selon qu'il s'agira d'un investissement productif à long terme, d'un investissement financier, ou d'un prêt très spéculatif ; vulnérabilité encore selon qu'il s'agira d'un titre de dette, négociable sur le marché, ou d'une relation exclusive entre prêteur et emprunteur ; vulnérabilité enfin dans les modes de règlement des litiges, coopératifs (comme le cadre offert par le Club de Paris ou les clauses d'action collective figurant dans les obligations britanniques) ou décentralisés.

On se propose d'examiner ci-dessous les crises de paiements de la période 1980-2002 en montrant comment les transformations de l'environnement financier international modifient les termes des relations de financement international et engendrent des risques de crise spécifique. On offre ainsi une contrepartie empirique et historique aux analyses développées dans la première partie de ce rapport.

1. La crise de la dette (1982) : un jeu de marchandage à trois

Depuis les années trente, marquées par des défauts successifs des pays qui s'étaient endettés sur les marchés internationaux, jusqu'aux années soixante-dix, l'essentiel des prêts accordés aux pays en développement étaient des prêts inter-gouvernementaux ou des prêts émanant d'institutions internationales. Les chocs pétroliers de 1974 et de 1979, par les revenus qu'ils procurèrent aux pays exportateurs de pétrole, induirent une quantité importante d'épargne à recycler, et par conséquent une source d'activité pour les banques. Avec la hausse simultanée des prix des matières premières, les pays en développement retrouvaient des perspectives de croissance qui en faisaient des débiteurs crédibles. En empruntant auprès de banques étrangères, ces pays purent alors financer aisément leurs importations et leurs dépenses publiques. De fait, les banques occidentales s'engagèrent massivement dans les activités de prêts aux États des pays en développement, en prêtant à taux variable afin de se couvrir contre l'inflation. Ces prêts rassemblaient en fait un ensemble de banques, regroupées en syndicat, si bien que le pays emprunteur n'avait à faire qu'au représentant du syndicat chargé de coordonner les prêteurs. Cette structure devait permettre de régler

collectivement les éventuels problèmes de remboursement, même si le syndicat dans son ensemble restait exposé au risque souverain. Les banques ont peut-être cru alors qu'elles pourraient se retourner vers leurs propres gouvernements pour obtenir les paiements dus en cas de défaut du pays emprunteur (voir Dooley, 1994).

Au début des années 80, les pays de l'OCDE connurent une récession importante, qui se répercuta sur les exportations des pays en développement. En outre, aux États-Unis, le gouvernement mena une politique anti-inflationniste radicale en augmentant fortement les taux d'intérêt. Ces chocs dégradèrent très rapidement les conditions d'endettement des pays en développement. Le choc de taux se répercuta intégralement sur les montants du service de la dette. La retombée des prix des exportations, et indirectement des recettes de l'État, face à la relative inertie des dépenses publiques, entraîna une détérioration des déficits publics, générant un besoin d'endettement encore plus grand. En l'espace de deux années, le poids de la dette atteignit des niveaux insoutenables pour les économies de ces pays (voir tableau).

1. Ratio Dette Extérieure sur Exportations

	En %			
	1980	1982	1989	Variation 1980-1982
Argentine	242,4	447,3	537,0	84,5
Bolivie	258,2	362,2	489,3	40,3
Brésil	304,8	395,4	301,6	29,7
Chili	192,5	335,9	187,7	74,5
Colombie	117,1	204,3	220,8	74,5
Équateur	201,6	281,3	392,3	39,5
Mexique	259,2	311,5	262,9	20,2
Pérou	207,7	294,0	432,2	41,6
Venezuela	131,9	159,8	211,5	21,2
Algérie	130,6	119,2	248,8	- 8,7
Maroc	223,8	326,9	328,6	46,1
Égypte	208,4	277,8	355,3	33,3
Pakistan	196,9	215,0	242,6	9,2
Côte d'Ivoire	180,7	276,5	463,9	53,0
Nigeria	32,2	100,4	390,1	211,8
Soudan	499,3	699,3	1 051,2	40,1
Zaïre	202,2	296,2	370,1	46,5
Hongrie	95,9		158,7	
Turquie	332,9	195,8	189,8	- 41,2
Indonésie	94,2	123,6	210,6	31,2
Philippines	212,5	297,7	226,4	40,1

Source : Banque mondiale, Global Development Finance 2002.

Finalement, en août 1982, le Mexique déclarait ne plus pouvoir honorer ses engagements financiers extérieurs, suivi ensuite en cela par une trentaine de pays latino-américains et africains.

La résolution et la sortie de cette crise fut une longue et laborieuse négociation entre les pays, les banques et les bailleurs de fonds officiels (gouvernements et institutions) pour savoir qui, *in fine*, supporteraient les pertes liées au non-remboursement des dettes. En dépit de structures d'action collective chargées de renégocier hors marché les dettes (Club de Paris pour les crédits multilatéraux, Club de Londres pour les prêts bancaires) et de la garantie apportée par le FMI⁽¹⁾, aucune issue véritable ne put être trouvée. Il fallut attendre le plan Brady (1989) de réduction de dette, offrant une sortie aux banques via une titrisation de leurs créances, pour que les niveaux d'endettement redeviennent supportables et que les pays retrouvent l'accès aux marchés financiers. Plusieurs estimations suggèrent que les banques commerciales ont obtenu malgré tout un taux de remboursement de leurs créances très élevé (Cohen, 1992 et Dooley, 1994).

2. Les crises financières des années quatre-vingt-dix : une vulnérabilité induite par les flux de capitaux internationaux

Les crises des années quatre-vingt-dix sont, à bien des égards, le fruit des transformations de la finance internationale. Jusqu'au milieu des années quatre-vingt, les financements internationaux prenaient principalement la forme de prêts (prêt inter-gouvernemental, ou prêts émanant de consortiums bancaires), à destination des États ou de débiteurs bénéficiant d'une garantie publique. Les années 90 connurent ensuite deux évolutions majeures : d'une part, une part croissante de l'endettement extérieur devint le fait d'entreprises privées et d'autre part, les titres obligataires jouèrent un rôle croissant dans les instruments d'endettement extérieur.

(1) Le FMI octroyait un crédit au pays, associé à un programme de stabilisation économique devant permettre, à terme, le retour sur les marchés. Cet accord conditionnait l'octroi d'autres crédits multilatéraux et les renégociations de dettes au sein du Club de Paris et du Club de Londres. Mais le crédit du FMI n'était effectivement versé qu'à partir du moment où le pays était parvenu à un accord avec ses créanciers (il fallait que le pays ne soit plus *en arriérés de paiement*). Ce dispositif donna vraisemblablement un pouvoir de négociation excessif aux banques. En 1987, en l'absence de règlement, le FMI décida finalement de débloquer ces crédits aux pays encore en arriérés de paiement, amenant de ce fait les banques à endosser une part plus grande des pertes dans leurs négociations avec leurs débiteurs.

2. Le poids de la dette privée dans l'endettement extérieur

En %

	1980	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
<i>Part de la dette privée dans le stock de dette externe de long terme</i>													
PED	15,6	5,6	6,4	7,8	9,0	11,9	14,2	17,4	21,6	26,0	26,3	27,2	26,6
Rev. interm.	17,9	5,9	7,7	9,6	11,0	14,2	15,6	19,4	23,9	29,0	30,3	31,7	
<i>Part de la dette privée dans les flux de dette entrants de long terme</i>													
PED	19,9	14,7	15,0	23,8	27,8	33,5	32,2	38,8	41,1	41,3	42,2	45,8	35,5
Rev. interm.	21,7	13,3	16,9	26,7	30,6	37,0	34,8	41,0	44,5	41,9	45,3	49,4	

Source : Banque mondiale, Global Development Finance 2002.

Notes : PED : Pays en développement, Rev Interm : Pays à revenu intermédiaire

3. L'émergence d'un marché obligataire international pour les économies en développement

En %

	1980	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
<i>Part de la dette obligataire dans le stock de dette externe long terme (créanciers privés)</i>													
PED	4,8	18,8	20,4	23,0	30,4	40,2	39,5	42,4	41,3	38,5	39,9	42,9	45,5
Rev. interm.	5,1	21,8	22,2	24,6	32,7	43,2	42,8	44,6	43,0	48,0	42,8	45,6	
<i>Part de la dette obligataire dans les flux entrants de dette externe long terme (créanciers privés)</i>													
PED	2,2	9,0	17,3	19,3	38,5	36,3	33,3	43,1	40,5	33,5	32,9	35,5	40,0
Rev. interm.	2,3	9,9	16,2	20,6	40,4	37,7	32,8	40,0	39,0	33,6	34,2	34,8	

Source : Banque mondiale, Global Development Finance 2002.

Notes : PED : Pays en développement, Rev Interm : Pays à revenu intermédiaire

En outre, durant toute la première moitié des années 90, les pays émergents à revenus intermédiaires ont bénéficié de flux de capitaux croissants, investissement productif (IDE) ou investissement de portefeuille, qui ont pris également la forme de titres, susceptibles d'être détenus par une très grande variété d'acteurs (banques, fonds d'investissement, grandes entreprises, fonds de retraite...).

4. Flux nets de capitaux privés

En milliards de dollars

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Total économies émergentes											
Investissement de portefeuille	36,1	53,0	81,6	113,0	41,2	86,9	46,3	- 4,6	33,9	- 4,3	- 30,2
Investissement direct	26,7	35,5	56,7	80,8	100,1	117,0	142,7	154,7	163,8	153,4	175,5
Pays asiatiques ^(*)											
Investissement de portefeuille				13,3	18,6	26,9	8,9	- 9,0	11,8	7,0	3,2
Investissement direct				6,5	10,3	11,7	10,2	11,5	14,6	14,3	8,3

Source : FMI Financial Statistics, World Economic Outlook.

Note : ^(*) Corée, Indonésie, Malaisie, Philippines, Thaïlande.

Si ces investissements permettent de financer le développement de l'activité économique, l'investissement, et éventuellement la consommation, ils laissent néanmoins le pays bénéficiaire dépendant du maintien de ces flux. Dès lors, une source de vulnérabilité majeure réside dans l'inadéquation entre l'horizon d'utilisation de ces fonds et la durée de leur maintien. Le recours à des financements externes libellés en monnaie étrangère induit également une vulnérabilité à l'égard du change, dans la mesure exacte où ces financements étrangers ne sont qu'imparfaitement couverts par des revenus d'activité équivalents en devise.

De ce point de vue, la crise mexicaine et la crise asiatique peuvent apparaître comme l'une des issues possibles, mais non nécessaires, des situations de grande vulnérabilité financière que connaissaient ces économies⁽²⁾.

2.1. Mexique (1994-1995)

Depuis 1988, le Mexique avait engagé de profondes réformes de l'économie et avait renoué avec des perspectives de croissance, dans un contexte de ralentissement de l'inflation et de taux de change stable. Il connaissait des entrées de capitaux massives, pour financer à la fois des investissements à rendement attractifs et des importations elles aussi croissantes en volume.

5. Mexique

En milliards de dollars

	1990	1991	1992	1993	1994
Importations	63,5	72,7	86,1	91,1	108,00
Balance courante (en % du PNB)	- 2,93	- 4,87	- 6,89	- 5,98	- 7,28
Inv. portefeuille	10,72	13,34	16,88	29,48	8,80
Inv. direct	2,55	4,74	4,39	4,39	10,97

Source : FMI, International Financial Statistics.

Cette situation s'est dégradée à partir de 1994 lorsque l'horizon politique s'est détérioré avec respectivement la révolte des populations du Chiapas en janvier, l'assassinat du candidat PRI à la Présidence en mars, puis l'assassinat du secrétaire général du PRI en septembre. De fait, les investissements de portefeuille connurent un net retournement à la fin du second semestre de 1994, chutant de 8,7 milliards de dollars à 1,6 milliard. Dans ce contexte, l'État eut plus de mal à financer ses besoins (paiements d'intérêts, remboursements, déficits) sur le marché et décida d'émettre des bons du Trésor à court terme (de 3 mois à 1 an) indexés sur le dollar (*tesobonos*), à un taux

(2) On ne revient pas ici sur la fragilité intrinsèque de la finance dont les raisons sont développées par M. Aglietta dans ce même rapport (ensemble des croyances non bornées, asymétries d'information et complémentarité stratégique). Mais il ajoute bien qu'« une entrée massive de fonds spéculatifs et (ou) de crédits étrangers provoque des bulles spéculatives beaucoup plus violentes » et que, « dans le cas d'une spéculation alimentée par un endettement en devise étrangère, le marché des changes est particulièrement exposé à la crise de liquidité ».

plus faible, étant donné que les anticipations de dévaluation étaient encore quasi-nulles. Ce faisant, néanmoins, les autorités mexicaines s'exposaient largement au risque de change, et ce d'autant que ces *tesobonos* étaient détenus à 80 % par des non-résidents. Contre les pressions à la baisse sur le peso induites par les retraits de capitaux, le gouvernement défendit sa monnaie en puisant dans ses réserves de change, mais sans parvenir à restaurer la confiance des investisseurs. La première dévaluation de 15 % (20 décembre) accentua encore les pressions à la baisse du peso que les autorités ne purent plus contenir vu l'état des réserves ; le 22 décembre, le Mexique décidait de laisser flotter le peso.

Dès lors, la crise de change débouchait sur la possibilité d'une crise de dette auto-réalisatrice : si les *tesobonos* arrivant à échéance au 1^{er} trimestre 1995 n'étaient pas renouvelés, les montants que l'État aurait alors à mobiliser pour les rembourser seraient insoutenables (un quart de ses recettes fiscales de 1994 selon Kenen (2001)). Les investisseurs choisirent l'option non-coopérative, individuellement rationnelle, en refusant de renouveler les prêts, entraînant ainsi une crise collective des paiements. Le FMI offrit rapidement un énorme montant de liquidités (50 milliards de dollars !) qui permit à la fois d'éteindre les engagements des *tesobonos* et de reconstituer les réserves mexicaines de manière crédible. Ce faisant, on privilégiait le maintien des paiements extérieurs et l'accès au marché au détriment de l'implication des créanciers privés dans une procédure de négociation collective.

2.2. La crise asiatique (1997-1998)

Les causes de la crise asiatique, qui, partie de Thaïlande en juillet 97, toucha successivement la plupart des pays de la région (Philippines, Malaisie, Indonésie, Corée, et dans une moindre mesure, Taïwan, Hong Kong et Singapour) sont encore sujettes à débat. Pour certains auteurs (voir Corsetti, Pesenti et Roubini, 1998), l'origine de la crise réside avant tout dans les déséquilibres macroéconomiques et financiers et les déficiences des politiques économiques de ces pays, même si la propagation de la crise et ses conséquences économiques ont été amplifiées par des comportements de panique. D'autres auteurs (voir Radelet et Sachs, 1998), tout en reconnaissant les faiblesses de ces économies, insistent avant tout sur le changement de comportement des investisseurs et sur les politiques malencontreuses menées au début de la crise, tant par le FMI que par les autorités nationales.

De manière assez analogue au Mexique, ces économies ont connu des entrées croissantes de capitaux durant les années quatre-vingt-dix, comme l'attestent les différents indicateurs ci-dessous. Ces capitaux ont alimenté principalement les banques et intermédiaires financiers nationaux et les entreprises privées (qui néanmoins entretenaient souvent d'étroits liens avec l'État), et relativement peu l'État, dans un contexte de forte croissance (7-8 % de croissance annuelle du PIB pour les 5 pays asiatiques, indices boursiers en hausse, envolée des prix de l'immobilier).

6. Engagements nets auprès des banques étrangères par secteur

En milliards de dollars

		1993	1994	1995	1996	1997 : Q1	1997 : Q2	1997 : Q3
Corée	Secteur bancaire	20,9	29,2	43,8	59,5	57,8	58,9	39,8
	Secteur privé	9,1	11,2	14,3	20,6	22,6	23,5	23,1
Indonésie	Secteur bancaire	6,0	9,13	12,1	12,5	13,6	16,3	15,7
	Secteur privé	18,6	22,1	25,4	31,7	33,3	34,9	36,0
Malaisie	Secteur bancaire	- 5,5	2,4	2,8	4,3	8,8	11,1	12,4
	Secteur privé	2,3	1,8	3,0	4,2	3,6	4,5	3,2
Philippines	Secteur bancaire	0,4	0,2	1,0	4,6	4,8	7,4	3,7
	Secteur privé	0,4	- 0,4	- 0,2	1,1	1,7	1,9	3,3
Thaïlande	Secteur bancaire	22,2	39,4	70,0	78,1	77,8	79,3	61,7
	Secteur privé	7,5	8,0	10,4	12,2	11,9	11,5	10,1

Source : BRI, Statistiques bancaires internationales.

L'importance et la structure de ces financements externes rendaient néanmoins ces économies très vulnérables. Etant donné le volume des flux, une inversion brusque de ceux-ci assècherait les moyens de financement. En outre, cet endettement se faisant majoritairement en dollars mais finançant des activités en monnaie locale, une variation du change dégraderait fortement la solvabilité des banques et des entreprises engagées. Enfin, dans la mesure où la structure de l'endettement s'était déformée progressivement vers des maturités courtes face à des immobilisations à plus longue échéance, il existait également un risque de solvabilité en cas de remboursement généralisé des créances.

7. Part de la dette court terme dans la dette extérieure totale

En %

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Corée	48,5	46,8	43,9	44,3	42,7	51,3	49,9	37,5
Indonésie	15,9	18,0	20,5	20,2	18,0	20,9	25,0	26,4
Malaisie	12,4	12,1	18,2	26,6	20,4	21,2	27,9	31,6
Philippines	14,5	15,2	15,9	14,0	14,5	14,0	19,9	26,0
Thaïlande	29,5	33,1	35,2	42,9	44,5	49,5	41,5	37,3

Source : Banque mondiale, Global Development Finance.

8. Ratio dette court terme / réserves de change

	1993	1994	1995	1996	1997 (juin)
Corée	1,5	1,6	1,7	2,0	2,1
Indonésie	1,7	1,8	1,9	1,8	1,7
Malaisie	0,3	0,3	0,3	0,4	0,6
Philippines	0,5	0,5	0,5	0,7	0,8
Thaïlande	0,9	1,1	1,2	1,2	1,5

Source : BRI, Statistiques bancaires internationales.

Plusieurs causes d'affaiblissement macroéconomique sont néanmoins apparues à partir de 1996, notamment pour la Thaïlande : un ralentissement des exportations (en volume et en valeur) du à la récession japonaise, à l'appréciation relative du bath, et à la concurrence des productions chinoises. En outre, le marché boursier et le marché immobilier ont commencé à se retourner nettement durant l'année, fragilisant ainsi nombre d'institutions financières qui s'étaient engagées dans ces activités. Des pressions à la baisse s'exercèrent sur le bath thaïlandais à partir du printemps 1997, notamment en raison des opérations des résidents souhaitant couvrir leurs dettes étrangères en devise. Pour les contenir, La Banque centrale de Thaïlande engagea une grande partie de ses réserves dans la vente à terme de dollars, augmentant encore ainsi son exposition au risque en cas de dévaluation. Finalement, après l'annonce des pertes à venir de Finance One, l'une des principales institutions financières thaïlandaises, le gouvernement laissa le bath flotter et se dévaluer rapidement.

S'amorça alors une dynamique amplificatrice de crise : le renchérissement du dollar par rapport au bath accentua encore les demandes de dollars de la part des résidents endettés en dollars. D'autre part, la dévaluation, en augmentant le poids relatif des dettes étrangères par rapport aux revenus d'activités, rendit plus incertain les possibilités de remboursement de ces créances, entraînant un retrait des capitaux étrangers ; ce retrait lui-même, en raréfiant les sources de financement, accentua encore les risques de banqueroute... La plupart des pays de la zone furent touchés par ces phénomènes, à mesure que les investisseurs étrangers, anticipant des dévaluations et des difficultés, retiraient unilatéralement leurs fonds⁽³⁾. Pourtant, à l'exception notable de la Corée où plusieurs grandes entreprises avaient failli début 1997, les autres pays n'avaient pas connu de difficultés macroéconomiques semblables à celles de la Thaïlande. La crise fut également accentuée par le fait que les interventions initiales du FMI stipulaient la fermeture des institutions financières en difficultés ou douteuses et une politique monétaire restrictive, ce qui assécha encore davantage le marché de la liquidité et amplifia les faillites en chaîne.

Comme dans le cas du Mexique, le FMI, avec l'aide des banques régionales de développement et des gouvernements des pays industrialisés, se fit finalement grand pourvoyeur de liquidités (4 milliards de dollars pour la Thaïlande, 23 milliards pour l'Indonésie, 21 milliards pour la Corée) pour éviter une propagation des banqueroutes. Ces interventions paraissaient contredire le Rapport Rey du G10 (1996), rédigé à la suite de la crise mexicaine, qui s'opposait au remboursement systématique des créances privées

(3) Pour le dire autrement : face à une multiplicité d'équilibres auto-réalisateurs, et en l'absence de coordination collective, les investisseurs choisirent le « mauvais équilibre » (anticipation de dévaluation et de défaut) et retirèrent leurs fonds, ce qui précipita effectivement la dévaluation et la cessation de paiements.

par des fonds officiels (*bail-out*) en cas de crise. Le Rapport Rey, il est vrai, visait principalement les dettes publiques et récusait même la suspension des paiements dans le cas de dettes privées (notamment interbancaires). Toutefois, afin d'impliquer le secteur privé dans le partage du coût de la crise et d'instaurer un cadre d'action collective, le FMI conditionna le versement prévu (février 1998) de la seconde tranche de son programme d'aide à la Corée au renouvellement des prêts interbancaires des banques étrangères aux établissements coréens. Pressées par leurs gouvernements, les banques acceptèrent un premier renouvellement de trois mois, en échange d'une garantie publique. Fin Mars, la quasi-totalité de la dette de court terme des banques coréennes fut finalement renouvelée et transformée en obligations à moyen terme (1-3 ans) garanties par l'État. Pour l'Indonésie, les négociations débouchèrent sur un règlement analogue en juin 1998, avec transformations des dettes privées (interbancaires et entreprises) en dettes à garantie publique.

3. Crises récentes (1998-2002) : le risque souverain face à la multiplicité des investisseurs

Les crises financières précédemment décrites mettaient en jeu des emprunteurs privés (banques, entreprises) face à des investisseurs également privés, et dispersés. La fin de la période a vu le retour des crises de dettes souveraines, mais dans un environnement financier désormais totalement transformé par rapport aux années quatre-vingt.

D'une part, les États des économies émergentes accédant aux marchés financiers s'endettent désormais à l'extérieur en émettant des titres auprès d'une clientèle d'investisseurs diversifiée. Cette situation a deux conséquences : ces titres étant négociés sur le marché, leur prix reflètent les anticipations de crise, et peuvent suivre des dynamiques auto-réalisatrices. En particulier, des anticipations de défaut, en augmentant le coût des éventuels refinancements de la dette, accroissent de fait la probabilité d'une difficulté de paiement. De plus, les difficultés de paiement peuvent déboucher sur des comportements de retrait individuellement rationnels, mais collectivement désastreux. Face à la grande diversité des créanciers, la mise en place d'une structure d'action collective pour coordonner les créanciers, à la manière d'un Club de Londres ⁽⁴⁾, reste problématique.

(4) Lors de la crise des paiements des années quatre-vingt, les banques internationales formèrent, pour chaque pays, un comité restreint (une dizaine de banques au plus, en général très engagées sur le pays) chargé de négocier avec les autorités, et de faire accepter ensuite le règlement à l'ensemble des banques créditrices. Ces comités furent regroupés sous l'appellation de *Club de Londres*.

9. Un marché pour la dette souveraine : risque souverain et investisseurs privés

En %

	1980	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
<i>Part de la dette obligataire dans le stock de dette externe publique de long terme</i>													
PED	3,4	9,6	10,0	10,8	13,0	17,4	18,0	20,6	21,9	22,9	23,8	26,3	27,9
Rev Interm.	4,1	13,4	12,9	13,8	16,6	22,4	22,9	25,6	26,3	25,1	31,5	34,6	
<i>Part de la dette obligataire dans les flux entrants de dette publique de long terme</i>													
PED	2,0	5,6	9,2	9,4	21,3	19,6	20,6	35,7	34,2	32,6	34,1	38,6	37,6
Rev Interm.	2,3	6,7	9,3	11,4	25,2	23,3	21,3	34,6	36,0	31,8	40,0	41,8	

Source : Banque mondiale, Global Development Finance 2002.

D'autre part, les institutions financières internationales souhaitent désormais que les créanciers privés supportent davantage le coût des risques qu'ils prennent (notamment lors des prêts très rémunérateurs à visée spéculative) et ne soient pas renfloués par les fonds publics apportés par le FMI en cas de crise des paiements.

Les propositions examinées précédemment dans ce rapport (Tribunal international de faillite, utilisation accrue des clauses d'action collective) sont justement des tentatives de réponse systématique et organisée à ces situations nouvelles. Jusqu'à présent, comme le montre l'analyse des quelques situations ci-dessous, les solutions apportées restent plutôt *ad hoc* et inégales.

3.1. Le retour du risque souverain

L'examen des « crises » récentes (en particulier celles qui ont engagé de manière importante le FMI) montre que l'État, via le déficit des comptes publics et l'endettement extérieur, s'est retrouvé à nouveau au cœur de dynamiques déséquilibrantes.

3.2. Russie (1998)

Durant les années quatre-vingt-dix, un des problèmes chroniques de la Russie était de parvenir à asseoir la légitimité fiscale de l'État⁽⁵⁾ et de contenir un déficit public persistant (autour de 8 % du PIB). Elle était parvenue à le faire en partie grâce aux revenus tirés des exportations et de l'entrée de capitaux suite aux réformes lancées après les élections de 1996. En particulier, l'État russe s'était financé par des émissions importantes de bons du trésor en roubles (GKO) et d'euro-obligations⁽⁶⁾. À partir de 1997, et surtout au

(5) Notamment celle du gouvernement fédéral sur les autorités locales.

(6) La dette extérieure russe est à plus de 90 % composée de dette publique ou bénéficiant d'une garantie publique.

début de 1998, la baisse conjointe du prix des exportations et l'effondrement des recettes fédérales⁽⁷⁾ ont dégradé les anticipations des investisseurs sur les capacités de remboursement de la Russie et renchérit encore le service de la dette publique contractée à mesure que les taux servis sur les GKO augmentaient. Finalement, en dépit d'une aide consentie par le FMI en juillet, la Russie décida unilatéralement la suspension de ses paiements sur ses GKO le 17 août 1998, décréta un moratoire sur les dettes extérieures privées (les banques commerciales russes étaient également exposées à un fort risque de change et un risque de maturité) et laissa flotter le rouble. Cette crise devait en partie se résoudre par un accord de restructuration de la dette des GKO en novembre 1998.

3.3. Brésil (1998-1999) ⁽⁸⁾

Si le Brésil semble bien avoir subi les effets de la crise russe de 1998 (voir Baig et Goldfajn, 2000), les raisons de ses difficultés sont plus profondes et plus spécifiques. Depuis le Plan real de 1994, le Brésil tente de lutter contre une inflation historiquement très élevée, qui a généré une faiblesse structurelle de l'épargne financière intérieure. En outre, l'État central gère des déficits publics conséquents (6-7 % de PIB) et persistants, via des émissions de dette publique, le plus souvent à court terme, qui reste détenue principalement par des résidents. Les taux d'intérêt étant restés élevés (en raison de l'inertie des anticipations d'inflation), le poids et les charges de la dette n'ont cessé de croître.

Suite à la crise russe, pour éviter des sorties massives de capitaux, la Banque centrale a pesé à la hausse sur les taux d'intérêt. Mais ce faisant, en alourdissant la dette (à taux flottant), elle a dégradé à très court terme une situation budgétaire déjà très précaire. Résidents comme non-résidents ont alors émis des doutes croissants sur la soutenabilité de cette dette. Finalement, le 6 janvier, l'État du Minas Gerais déclarait un moratoire sur sa dette à l'égard du gouvernement fédéral, suivi par la plupart des autres États. La dynamique de sorties de capitaux, pesant à la baisse sur le real, contraignit alors les autorités à laisser flotter le real.

3.4. Turquie (2000-2001)

La Turquie présente plusieurs points communs avec le Brésil. Elle a connu longtemps une inflation très élevée (de l'ordre de 80 %) et s'est

(7) Dû à la volonté du gouvernement de ne plus accepter de règlements sous la forme de substitut de monnaie (troc, lettres de change, titres d'emprunt publics...).

(8) Concernant les difficultés rencontrées par le Brésil durant l'été 2002, qui ne sont pas analysées ici, on renvoie à Williamson (2002). Eu égard aux fondamentaux économiques, il insiste sur l'importance des dynamiques produites par les anticipations auto-réalisatrices dans l'émergence d'une « crise ».

engagé, dans le cadre d'un accord avec le FMI entériné fin 1999, à ramener l'inflation à 7 % fin 2002, à retrouver un excédent du budget primaire du secteur public et à contrôler les déséquilibres budgétaires à moyen terme.

Dès l'exercice 1999, les objectifs budgétaires n'ont pas été remplis, en raison du hausse des dépenses de personnel (qui a pu être liée aux perspectives électorales de milieu d'année), aux déséquilibres des comptes de sécurité sociale, aux dépenses engagées pour les deux tremblements de terre survenus dans l'année, et enfin aux pertes associées à certaines activités de prêts des banques d'État. Le déficit du secteur public consolidé est ainsi passé de 15,6 % du PNB en 1998 à 23,3 % en 1999, tandis que la dette publique (intérieure) passait de 24,1 % à 41,3 % du PNB (Source : études économiques de l'OCDE, Turquie 2001, pp. 80 et suivantes). L'État s'est financé en majorité sur le marché intérieur, à des taux très rémunérateurs, qui doivent intégrer les anticipations résiduelles d'inflation des investisseurs. Les principaux acquéreurs de ces titres sont les banques turques qui exploitent une opportunité de profit en s'endettant à taux faible en devise (plutôt à court terme) auprès de créanciers étrangers pour acheter des obligations d'État rémunératrices (d'échéance plus longue). Anticipant une baisse tendancielle des taux d'intérêt et une stabilité du change (conformément aux objectifs annoncés), elles peuvent ainsi espérer re-financer leurs engagements étrangers à bon marché.

10. Positions ouvertes des banques privées

En millions de dollars

[(actifs et achats à terme) – (passifs et ventes à terme)], en devises	
1994	– 720
1995	– 206
1996	– 1 324
1997	– 2 069
1998	– 4 511
1999	– 4 408
2000	– 7 481

Source : OCDE, Études économiques, Turquie, février 2001.

Le principal problème est venu d'une reprise à la hausse des taux d'intérêt qui a pesé sur les coûts de financement des banques. Fin novembre, la mise à jour de déséquilibres flagrants dans les bilans de plusieurs banques commerciales provoqua une défiance généralisée, entraînant une crise bancaire (fermeture des lignes de crédits à certains établissements) et une sortie massive des capitaux étrangers. Il fallut à nouveau que le FMI intervienne en fournissant des liquidités (10 milliards de dollars dès le 6 décembre) pour apaiser les anticipations. Une crise analogue s'est produite à nouveau en février 2001, suite aux altercations publiques entre le Président et le Premier ministre. Ces violents désaccords ont été interprétés comme le signe d'une

remise en cause du programme de stabilisation (change et inflation), et entraîné logiquement une nouvelle crise de liquidités et un assèchement des fonds étrangers.

3.5. Argentine (2001)

Au sortir des années quatre-vingt, l'Argentine est marquée par deux faiblesses majeures : d'une part, sa dette extérieure, qui s'est beaucoup alourdie durant la dictature militaire, passant de 8 milliards en 1973 à 46 milliards en 1983, et qui reste encore très élevée (elle représente près de 400 % des exportations en 1991) et, d'autre part, un épisode encore récent d'hyper-inflation (4 900 % en 1989 !).

Pour restaurer la crédibilité de la monnaie, le gouvernement Menem instaura alors en 1991 un système de *currency board*, qui gageait chaque peso émis sur un dollar, assurant une convertibilité de 1 pour 1 entre le peso et le dollar. Ce système permet de contrôler l'inflation et d'attirer des capitaux étrangers en offrant une garantie contre le risque de change. En même temps, il retire toute latitude à la politique monétaire : ainsi toute entrée de capitaux entraîne une expansion de la masse monétaire, toute sortie de capitaux implique une contraction de celle-ci. En outre, ce système n'offre pas véritablement d'options de sortie : en cas de tensions fortes, le renoncement au *board* ne peut que les amplifier, la Banque centrale n'ayant plus alors les moyens d'une politique crédible de la monnaie et du change.

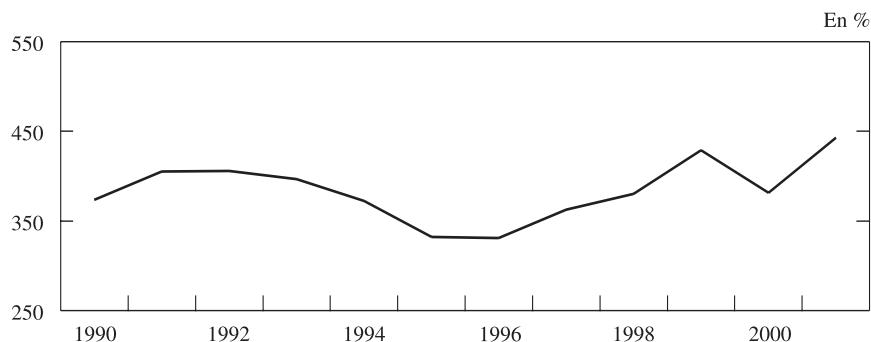
Ces mesures, accompagnées d'un ensemble de privatisations apportant des recettes supplémentaires à l'État, connurent un vrai succès jusqu'en 1996. Depuis lors, et a fortiori depuis la dévaluation du real brésilien en janvier 1999, l'Argentine a connu une forte baisse de la compétitivité-prix de ses exportations, à destination du Brésil bien sûr (qui en absorbait 30 %), mais également des autres pays du Mercosur et de l'Europe. Le financement du déficit commercial courant relança une dynamique d'endettement extérieur⁽⁹⁾, encore accentuée par le déficit budgétaire⁽¹⁰⁾. Avec ces perspectives assombries, l'Argentine dut offrir des taux très rémunérateurs (voir la courbe des *spreads*) pour obtenir les financements voulus, mais alourdit par là-même le service de sa dette. On peut supposer que certains investisseurs ont pensé bénéficier des très hauts rendements offerts, tout en essayant d'éviter *in extremis* (en cédant les titres) la cessation de paiements qui devenait de plus en plus certaine. Il va sans dire que ces dynamiques de taux augmentent mécaniquement le risque de difficultés de paiement. Le souhait du

(9) Qui reste encore majoritairement (75 %) un endettement public.

(10) En outre, l'évasion fiscale paraît constituer un phénomène important, qui prive l'État d'une partie de ses recettes. De surcroît, ces grandes fortunes privilégient les investissements de portefeuille à l'étranger et contribuent peu à l'investissement national.

FMI est précisément de faire en sorte que les investisseurs privés à l'origine de ce risque accru en supportent également l'issue.

Argentine Dette extérieure sur exportations



Source : Banque mondiale, Global Development Finance, 2002.

En maintenant obstinément le système du *currency board* durant ces années de récession tout en voulant faire face à ses contraintes de remboursement, le gouvernement fut finalement contraint de continger les retraits des dépôts bancaires des particuliers en décembre 2001, provoquant une crise sociale et politique qui n'est pas encore résolue.

4. Une nouvelle volonté d'implication du secteur privé ?

On illustre ici quelques tentatives concrètes émanant du FMI pour que les créanciers privés assument une part plus grande du coût des règlements de dettes.

4.1. Équateur (1999)

La situation économique et politique de l'Équateur présente plusieurs faiblesses majeures : un haut niveau d'endettement, qui néanmoins se réduit sensiblement en tendance (le ratio dette externe sur exportations est passé de 370 % en 1990 à 244 % en 1997) ; une grande vulnérabilité des revenus de l'exportation aux variations des prix du pétrole (qui est une source essentielle des recettes de l'État) ; des difficultés chroniques à asseoir une légitimité fiscale, corrélative d'une certaine instabilité politique (grèves, contestations des mouvements indigènes...).

En août 1999, le président en exercice annonça que l'Équateur ne pourrait pas servir les intérêts dus sur certaines obligations Brady, en proposant que les créiteurs se payent sur le collatéral associé à ces titres. Le gouvernement espérait ainsi se donner le temps d'obtenir une négociation collective avec ses créiteurs et une restructuration de sa dette. Juste avant le vote de cette proposition par les détenteurs des Brady, le FMI fit savoir (27 septembre) que l'accord de restructuration ne serait pas un pré-requis à l'obtention d'un plan d'aide du Fonds. Pour Eichengreen et Rühl (2000) et Cline (2000), les créiteurs privés y virent un durcissement de la politique du Fonds visant à faire supporter davantage au secteur privé les coûts des crises. Aussi, le vote déboucha-t-il au contraire sur une demande de remboursement anticipé, qui précipita le défaut effectif de l'Équateur le 1^{er} octobre 1999 sur ses obligations Brady puis sur ses euro-obligations le 25 octobre.

En août 2000, l'Équateur proposa une substitution entre les obligations objet du défaut et des obligations à 12 et 30 ans qui fut acceptée (elle impliquait une réduction de 40 % du principal). L'échange était délicat car les obligations d'origine, émises sous conditions américaines, ne contenaient pas de clauses d'action collective : en particulier, les termes des paiements offerts par l'obligation ne peuvent être modifiés qu'à l'unanimité des détenteurs. De ce fait, un accord d'échange aurait toujours été susceptible d'être dénoncé par un créancier dissident. Dans le cas présent, l'offre de l'Équateur impliquait aussi l'acceptation de certaines modifications dans les termes des obligations anciennes qui rendaient plus difficiles les poursuites en justice.

4.2. Pakistan (1999)

Depuis le début des années quatre-vingt-dix, le Pakistan connaît un niveau d'endettement externe structurellement élevé (un ratio dette externe sur export supérieur à 250 %, et un ratio Dette externe sur PNB légèrement supérieur à 50 %). Le Pakistan a donc souhaité réaménager sa dette à l'égard des créiteurs publics (gouvernements) rassemblés au sein du Club de Paris. Un accord fut conclu en janvier 99, mais soumis à la condition que le Pakistan trouve un accord comparable avec ses créanciers privés. Cette exigence de comparabilité des traitements a depuis longtemps été formulée par le Club de Paris, mais très rarement appliquée aux créanciers privés détenteurs d'obligations. Dans l'impossibilité d'émettre de nouveaux titres de financement suite au coup d'État militaire du 12 octobre 1999, le gouvernement pakistanais a finalement choisi de proposer (décembre 1999) des obligations en dollars en échange des titres courants, en des termes comparables à ceux de l'accord du Club de Paris. Cet échange fut d'autant plus facilement accepté que les détenteurs d'obligations pakistanaises provenaient majoritairement du Moyen-Orient.

Depuis, le Pakistan a de nouveau conclu deux accords de restructuration de dette avec le Club de Paris (janvier 2001 et décembre 2001) et retrouvé

une évolution favorable de son niveau d'endettement après les sommets de 1999 (dette/export à 340 %).

4.3. Roumanie (1999)

Au printemps 1999, la Roumanie poursuivait deux objectifs. D'une part, elle devait faire face à deux remboursements (mai et juin) sur des obligations émises en 1996. D'autre part, elle souhaitait négocier un prêt du FMI dans le cadre d'un *Stand-by Agreement* (SBA, prêts à 1 an - 1 an et demi pour des besoins de balance des paiements). Toujours pour éviter le renflouement des créanciers privés par des fonds officiels, le FMI exigea préalablement que les autorités roumaines parviennent à obtenir auprès des marchés le montant nécessaire pour les remboursements. La Roumanie n'obtint qu'un tiers des sommes nécessaires ; elle utilisa alors ses réserves pour honorer ses engagements, mais parvint néanmoins à les reconstituer assez rapidement dès le mois d'octobre. Assez paradoxalement, pour accorder un SBA, le FMI continua d'exiger que la Roumanie obtienne sur le marché le complément de fonds manquants, alors même que les problèmes de dette avaient été réglés. Sans beaucoup de surprise (la Roumanie ayant un rating de type *non-investment grade*), les autorités roumaines n'y parvinrent pas, ce qui entraîna une réduction des montants de prêts accordés par les FMI.

Dans le cas présent, la volonté d'impliquer à tout prix les créiteurs privés dans la résolution des difficultés financières d'un pays (plutôt issues en fait d'un déséquilibre temporaire de la balance des paiements) s'est révélée peu pertinente.

4.4. Ukraine (1998-2001)

Au second semestre de 1998, l'Ukraine devait faire face à des remboursements de bons du Trésor (libellés en monnaie locale) arrivant à échéance et redoutait de ne pas parvenir à les renouveler. Pour éviter à nouveau le renflouement des créanciers privés par des fonds officiels, le FMI imposa un seuil minimal de réserves très élevé, ce qui empêchait de fait l'Ukraine d'utiliser ces ressources pour rembourser ses créiteurs. L'Ukraine dut alors proposer d'échanger les bons du Trésor arrivant à maturité contre des obligations zéro-coupon à 2 ans à taux fortement rémunérateur, libellées en dollars, tout en payant également les intérêts dus. Vu les conditions offertes, et en l'absence d'autres issues plausibles, l'offre fut largement acceptée. L'Ukraine parvint à nouveau à restructurer à deux reprises (février 2000 et mars 2001) sa dette obligataire en proposant des euro-obligations à maturité moyenne (6 ou 7 ans), sans pour autant réduire les montants dus. En 2000 notamment, elle utilisa finement les clauses d'action collective dont étaient assorties les obligations objet de l'échange, s'assurant de l'accord de la majorité des créanciers avant de convoquer une assemblée des détenteurs de ces titres.

Références bibliographiques

- Baig T. et I. Goldfajn (2000) : « The Russian Default and the Contagion to Brazil », *IMF Working Paper*, WP/00/160.
- Cohen D. (1992) : *The Debt Crisis: A Postmortem*, NBER Macroeconomic Annual.
- Corsetti, G., P. Pesenti et N. Roubini (1998) : « What Caused the Asian Currency and Financial Crisis? », *NBER Working Paper*, n° 6833 et 6834.
- Dooley M. P. (1994) : « A Retrospective on the Debt Crisis », *NBER Working Paper*, n° 4963, décembre.
- Eichengreen B. et C. Rühl (2000) : « The Bail-in Problem: Systematic Goals, *ad hoc* Means », *NBER Working Paper*, n° 7653, avril.
- Groupe des 10 (1996) : *The Resolution of Sovereign Liquidity Crises : A Report to the Ministers and Governors*, Washington : International Monetary Fund.
- Kenen P. B. (2001) : *International Financial Architecture: What's New, What's Missing?*, Washington, Institute for International Economics.
- OCDE, Séries *Études économiques* : Mexique (1995), Russie (2000), Turquie (2001).
- Radelet S. et J. Sachs (1998) : « The Onset of the East Asian Financial Crisis », *NBER Working Paper*, n° 6680.
- Sgard J. (2000) : « La crise équatorienne et l'architecture financière internationale », *La Lettre du CEPII*, n° 188, mars.
- Sgard J. (2000) : « La gestion des crises de liquidité internationale : logique de faillite, prêteur en dernier ressort, et conditionnalité », *Document de travail du CEPII*, 2000-16.
- Sgard J. (2002) : « Le peso argentin peut-il résister à la concurrence du dollar ? », *La Lettre du CEPII*, n° 209, février.
- Williamson J. (2002) : « Is Brazil Next? », *International Economics Policy Briefs*, n° PB 02-07, Institute for International Economics.

Complément E

Pour une réforme profonde des institutions financières de Bretton Woods

Dominique Plihon

Université Paris XIII, Centre d'économie de Paris-Nord CEPN⁽¹⁾

Les institutions financières internationales (IFI) issues des accords de Bretton Woods sont en crise. Crise due à leur manque d'efficacité face aux objectifs qui leur sont assignés dans les domaines de la stabilité monétaire internationale pour le Fonds monétaire international, et du financement du développement pour la Banque mondiale. Également, crise de légitimité du fait de leur incapacité à se remettre en cause face à leurs échecs, et à se situer au niveau de l'intérêt général en prenant un minimum de distance par rapport aux intérêts des pays riches.

Aussi, une réforme profonde des IFI est-elle devenue aujourd'hui un des enjeux majeurs de la définition d'une nouvelle architecture du système financier international. Il est essentiel d'inscrire la réflexion sur l'avenir des IFI dans le cadre des principes normatifs qui doivent gouverner la mondialisation, à savoir l'objectif de développement durable et les droits fondamentaux inscrits dans la Charte des Nations unies.

On montre, dans une première partie, comment le respect de ces principes implique une nouvelle organisation de la gouvernance mondiale et des IFI. On présente ensuite brièvement les principales insuffisances des IFI, puis on détaille des propositions de réforme concernant les missions et

(1) Dominique Plihon est également président du conseil scientifique d'ATTAC. Ce texte contient les principaux éléments d'analyse présentés au groupe du CAE lors d'une audition le 10 avril 2002. Les opinions qui y sont exprimées n'engagent que la responsabilité personnelle de l'auteur.

l'organisation des IFI dans le contexte d'une nouvelle architecture de la gouvernance mondiale.

1. Quelle conception de la finalité et du fonctionnement de l'économie mondiale ?

Deux questions préalables sont posées : quelle philosophie pour le développement de la planète ? quels principes généraux en déduire quant à l'architecture des organisations internationales ?

La mondialisation qu'il s'agit de promouvoir doit être organisée autour de deux piliers principaux :

- la déclaration universelle des droits de l'Homme, ainsi que les traités et textes internationaux – tels que la Charte des Nations Unies (1945) – qui définissent les droits économiques, sociaux et culturels fondamentaux, et qui ont été ratifiés par la quasi-totalité des États de la planète ;
- l'objectif du « développement durable », initialement défini par le rapport Brundtland (1987) et adopté lors de la conférence sur l'environnement humain organisée à Stockholm en juin 1972 par l'ONU, dont les objectifs sont étroitement reliés aux valeurs défendues par la Déclaration universelle des droits de l'Homme.

Depuis Stockholm jusqu'à la conférence de Johannesburg (2002), le concept de *sustainable development* est devenu l'axe fondamental de la politique de l'ONU en matière de développement et d'environnement. Selon ses concepteurs, le développement durable est un développement économiquement efficace, écologiquement soutenable, socialement équitable, démocratiquement fondé, géopolitiquement acceptable, culturellement diversifié. La soutenabilité inclut donc plusieurs dimensions – économiques, politiques, sociales et environnementales – considérées comme indissociables. Le développement durable repose sur trois principes :

- le principe de solidarité avec les générations futures et entre les populations de la planète ;
- le principe de participation de tous les acteurs de la société civile au processus de décision (démocratie participative) ;
- le principe de précaution qui privilégie une approche préventive plutôt que curative pour tous les risques que l'activité humaine fait courir à la planète ainsi qu'à l'humanité actuelle et future.

La notion de développement durable est victime de son succès : pratiquement toutes les forces politiques et la plupart des grandes entreprises qui se disent « socialement responsables » utilisent désormais ce concept pour leurs politiques de communication. Pourtant, si l'on applique rigoureusement l'approche du développement durable, cela implique des changements profonds au niveau des comportements individuels et des politiques menées par les acteurs privés et publics, ainsi qu'une rupture radicale avec la logique

actuelle de la mondialisation fondée sur la domination de la logique financière et marchande.

Le développement durable implique une autre organisation de l'économie mondiale.

Reconnaître l'importance de l'objectif de développement durable, c'est admettre l'existence d'une hiérarchie parmi les normes internationales s'imposant à l'ensemble des acteurs privés et publics. Plus précisément, cela revient à mettre les valeurs et les objectifs politiques, sociaux, culturels et écologiques au-dessus des objectifs purement économiques, marchands et financiers. Ces valeurs supérieures sont reconnues dans les traités internationaux, tels que la Déclaration universelle des droits de l'Homme et la Charte des Nations unies. À partir du moment où l'on applique ce cadre de référence, une nouvelle conception de la « gouvernance mondiale » et des politiques publiques s'impose. On est alors amené à revoir complètement l'architecture actuelle de cette gouvernance, dominée par trois organisations internationales, à vocation purement marchande et financière : le Fonds monétaire international (FMI), la Banque mondiale et l'Organisation mondiale du commerce (OMC). Les autres organisations internationales, rattachées au système des Nations unies, qui défendent les valeurs fondamentales du développement durable, ont en revanche un poids minime. C'est notamment le cas de l'Organisation internationale du travail (OIT), de l'Organisation mondiale de la santé (OMS) et de l'UNESCO qui s'occupe de la culture. Il est essentiel de renverser la hiérarchie actuelle des organisations et des normes internationales, en donnant un poids supérieur à celles qui défendent les droits sociaux, politiques et culturels. Il n'est pas normal, par exemple, que la question des médicaments génériques pour le traitement des pandémies soit uniquement négociée à l'OMC, en fonction d'une logique purement marchande (c'est-à-dire sous la pression des lobbies pharmaceutiques). C'est à l'OMS que devrait revenir en priorité la responsabilité de cette question qui touche à la santé de l'humanité. De même que les questions environnementales devraient être traitées par une Organisation mondiale de l'environnement à créer et qui serait rattachée au système des Nations unies.

2. Brève analyse critique des IFI

Au départ, les signataires des accords de Bretton Woods, soucieux d'éviter le retour des mouvements spéculatifs et des errements monétaires des années trente, étaient explicitement hostiles à la libre circulation des capitaux. Malheureusement, cette conception fondée sur l'idée d'une régulation publique forte a été abandonnée. C'est très largement ce qui explique la spectaculaire dégradation du fonctionnement du système monétaire et financier international enregistrée depuis trois décennies.

Un tournant important a été pris à la fin des années soixante-dix avec le mouvement de libéralisation financière et le programme de privatisations initiés par Margaret Thatcher et Ronald Reagan. La « dictature » des créanciers s'installe, selon l'expression de Jean-Paul Fitoussi : libéralisation et déréglementation des mouvements de capitaux ; titrisation de la dette publique des pays avancés, États-Unis en tête. En 1979, la politique monétaire de la Banque centrale américaine (la Fed) se durcit brutalement, provoquant une hausse brutale et généralisée des taux d'intérêt et du dollar, ce qui déclenche la crise de la dette dès 1982.

Le G7, qui est le directoire des principales puissances de l'économie mondiale, impose le dogme du « consensus de Washington », expression née au début des années quatre-vingt-dix, sous la plume de l'économiste britannique John Williamson. Ce consensus oppose à la régulation keynésienne les vertus attribuées à la libéralisation des échanges et des capitaux. Il constitue le couronnement de la doctrine néo-libérale imposée par la communauté financière internationale aux pays en voie de développement pour les amener à s'ouvrir au processus de mondialisation. Cette doctrine est fondée sur une série de principes dont les principaux sont :

- la discipline fiscale, c'est-à-dire l'équilibre budgétaire et la baisse des prélèvements fiscaux ;
- la libéralisation financière, avec la fixation des taux d'intérêt par le marché et l'abandon des taux d'intérêt administrés en faveur des investissements prioritaires ;
- la libéralisation commerciale avec la suppression des protections douanières ;
- l'ouverture totale des économies aux mouvements de capitaux et, en particulier à l'investissement direct ;
- la privatisation de l'ensemble des entreprises ;
- la dérégulation, c'est-à-dire l'élimination de tous les obstacles à la concurrence ;
- la protection légale des droits de propriété intellectuelle des multinationales.

Avec le « consensus de Washington », la primauté est donnée aux marchés financiers et à la liberté totale des acteurs financiers privés. Les marchés émergents se trouvent de plus en plus tributaires d'allers et retours spéculatifs, engendrant une hausse artificielle des cours dans un premier temps, puis leur effondrement. Il en résulte une montée de l'instabilité, avec les conséquences économiques et sociales souvent dramatiques pour les populations concernées : crise de la dette des années quatre-vingt, puis « décennie perdue » en Amérique latine et dans de nombreux pays de par le monde, à commencer par l'Afrique, crises financières récurrentes dans les pays émergents, déstabilisation dramatique de grands pays comme le Japon et l'Argentine.

On peut adresser deux séries de critiques principales et fondamentales aux institutions financières de Bretton Woods : d'une part, leur fonctionnement peu démocratique et, d'autre part, le caractère dogmatique et inadapté de leur doctrine économique.

Ces institutions fonctionnent sur le principe censitaire « un dollar = une voix », à la différence du système des Nations Unies fondé sur le principe « un pays = une voix ». Le résultat est simple : le FMI et la Banque mondiale sont contrôlés par les pays riches, avec une tutelle forte des États-Unis, et plus précisément du Trésor américain. Dans ce cadre, les IFI défendent en priorité les intérêts des pays créanciers. Elles fonctionnent largement selon la logique de la finance privée, alors qu'ils s'agit d'institutions inter-gouvernementales chargées de défendre l'intérêt général.

Ayant un poids dominant par leur adossement sur les pays riches, ces deux institutions financières internationales marginalisent des institutions comme la Conférence des Nations unies pour le développement (CNUCED) ou le Programme des Nations unies pour le développement (PNUD) – qui relèvent de l'Organisation des Nations unies (ONU) et dont le fonctionnement est *a priori* plus démocratique que celui des IFI. Les IFI ont imposé des politiques contraires aux exigences d'un véritable développement durable, en privilégiant le paiement de la dette et l'ouverture aux capitaux privés, les objectifs sociaux, culturels et environnementaux étant considérés comme secondaires.

Dans le nouveau contexte de la globalisation financière, les IFI sont devenues des instruments de la communauté financière internationale, souvent avec la complicité tacite des États nationaux dont une partie des dirigeants sont corrompus. Les IFI ont ainsi imposé des politiques de réduction du rôle de l'État, entraînant des privatisations systématiques, des baisses des dépenses publiques souvent dramatiques dans les pays en développement, et une libéralisation du commerce extérieur qui ont contribué à ruiner l'artisanat local et à affaiblir les industries naissantes. Ce sont les fameux « programmes d'ajustement structurel » analysés plus loin.

Les critiques de Joseph Stiglitz (2002) – ancien vice-président de la Banque mondiale – adressées aux responsables du FMI sont dévastatrices, venant d'un connaisseur des IFI. Le prix Nobel d'économie 2001 souligne l'autisme idéologique et politique qui sévit parmi les responsables des IFI, mûs par un fanatisme du « tout marché », combiné à une paranoïa de l'inflation. Joseph Stiglitz dénonce la prétention à l'objectivité scientifique des experts de Washington, leur discours économique arrogant, aux bases théoriques invalidées par la réalité. Il montre le biais idéologique des dirigeants, soumis aux principes du consensus de Washington et aux diktats du Trésor américain. Disciple de Keynes, Joseph Stiglitz explique comment la doctrine de libéralisation incontrôlée des marchés financiers a conduit inévitablement à la spéculation internationale et aux crises financières dans les pays émergents. À propos de la crise asiatique, il écrit : « avec le recul, les choses sont claires. Les mesures du FMI n'ont pas seulement exacerbé la crise, elles l'ont aussi en partie provoquée : sa cause principale a probablement été la libéralisation trop rapide des marchés financiers » (p. 128).

Joseph Stiglitz pointe, comme l'avait déjà montré Paul Krugman (1999), que les pays qui ont évité ou minimisé les crises financières sont ceux – tels la Chine, l'Inde ou la Malaisie – qui ont mené des politiques opposées à celles préconisées par le FMI, et qui n'ont pas hésité à maintenir des politiques publiques fortes de régulation des marchés et de contrôle des capitaux.

Ainsi, aux yeux-mêmes d'économistes reconnus et peu suspects d'extrémisme, les IFI se sont largement discréditées et ont perdu une grande partie de leur légitimité. Une réforme profonde de ces institutions s'impose donc.

3. Redéfinir les missions et les politiques des IFI

Il convient de s'interroger tout d'abord sur les politiques et les principales fonctions à assigner aux IFI, avant de tracer les grandes lignes de la réforme de leur fonctionnement, ce qui sera analysé au paragraphe suivant.

3.1. Prendre appui sur le concept de « biens publics mondiaux »

Le concept théorique de « biens publics mondiaux » (BPM), initialement développé par Kindleberger (1986), est intéressant pour penser l'action publique à l'échelle internationale. Une première conception des BPM consiste à raisonner en étendant à l'échelle internationale le raisonnement pigovien fondé sur la notion d'externalité, ou d'échecs du marché. Avec la mondialisation, les externalités négatives prennent une dimension globale : c'est le cas de la pollution et de la spéculation. La préservation de la planète (lutte contre la pollution) et la stabilité financière (lutte contre la spéculation) peuvent être, dans ce cadre, assimilés à des BPM dont la production implique des interventions hors-marché globales, menées par des organisations internationales mettant en œuvre des instruments tels que le contrôle des capitaux (incluant une taxation globale). Mais cette première conception des BPM, qui correspond à l'approche standard, doit être élargie. Tout d'abord, en reprenant la distinction de Musgrave (1959), il est essentiel de ne pas réduire les BPM à la notion de « biens publics purs » ou d'échecs du marché, et d'inclure également « les biens publics sous tutelle », fondés sur la notion plus large de l'intérêt général. La production de BPM apparaît alors non seulement comme une question économique, mais aussi comme un choix politique, reflétant des préférences sociales. Trois critères permettent de caractériser les BPM (Faust, 2001) :

- l'inclusion : les biens publics sont à la disposition de tous parce qu'ils sont des patrimoines communs ;
- la décision collective de produire et de financer certains biens publics ;
- l'équité conduisant à distribuer les bénéfices des biens publics au plus grand nombre.

En second lieu, à côté des « *market failures* », il faut introduire la notion de « *State failure* » face à la mondialisation. On peut, en effet, montrer qu'il y a sous-production de certains BPM si ceux-ci sont produits par les États individuels, chaque État étant incité à minimiser la production de ces biens car ceux-ci profitent aux autres États. Il est alors nécessaire d'envisager, d'une part, des mécanismes de coordination inter-gouvernementaux, et d'autre part, de faire intervenir de nouveaux acteurs (par exemple, les acteurs de la société civile) pour réguler le processus de production de BPM. Suivant cette approche, Joseph Stiglitz (2000) inclut la stabilité financière internationale et la redistribution internationale parmi les BPM relevant des « *State failures* ». La production de ces deux catégories de BPM devrait être au cœur des missions du FMI et de la Banque mondiale.

3.2. Surveillance et gestion des crises financières

L'instabilité financière – qu'il s'agisse des crises de change, des crises bancaires, ou de certaines faillites retentissantes comme celle du fonds spéculatif LTCM (*Long Term Capital Management*) en 1998 ou celle d'*Enron* en 2001 – est une caractéristique centrale de la finance globalisée. Son coût est élevé ; elle est devenue une préoccupation majeure des autorités monétaires et des gouvernements.

Le système de régulation actuel, destiné à lutter contre l'instabilité financière, comprend deux niveaux, préventif (supervision prudentielle) et curatif (dispositif de gestion des crises) (Aglietta et Moatti, 2000).

Le premier niveau prudentiel a été construit jusqu'ici essentiellement dans le domaine bancaire par le Comité de Bâle. Ce dispositif prudentiel, qui n'est pas directement du ressort du FMI, présente des lacunes importantes. Tout d'abord, il ne concerne que les banques internationales et ne s'applique pas ou peu aux autres acteurs financiers (investisseurs, fonds spéculatifs, conglomérats). Ensuite, ce dispositif de prévention s'inscrit dans une logique libérale, comme l'illustre la réforme des normes prudentielles (dite « Bâle 2 ») en cours d'élaboration et qui devrait s'appliquer à partir de 2004. Largement inspirée par le lobby des grandes banques américaines, la philosophie de Bâle 2 est de mettre l'accent sur l'auto-contrôle des banques et sur la discipline du marché (piliers 2 et 3 du nouveau dispositif) ; ce qui revient à donner plus de poids aux mécanismes de marché et à réduire le pouvoir des autorités de tutelle publiques (Chavagneux, 2001). Ce système de prévention des crises est donc insuffisant, et inadapté aux pays en développement dont les banques ne sont pas en mesure de se doter des instruments prévus par la réforme Bâle 2. Il apparaît nécessaire de compléter ces mesures par un système plus strict de contrôle des capitaux, à l'instar des politiques pratiquées avec succès au cours des années quatre-vingt-dix par le Chili, la Malaisie, l'Inde ou la Chine. Il faut rappeler que les statuts du FMI prévoient

la possibilité, et recommandent même, la mise en place du contrôle des capitaux en cas de risque de crise de balance des paiements.

Le second niveau curatif des politiques de stabilité financière concerne notamment la fonction de « prêteur en dernier ressort international », c'est-à-dire la lutte contre le risque systémique par la fourniture de liquidités en urgence en cas de crise. Le FMI a été chargé de coordonner les opérations de sauvetage dans les crises récentes (Mexique en 1995, Corée en 1998, Argentine et Turquie en 2000-2002). Mais sa gestion des crises financières est particulièrement contestée depuis la « crise asiatique » de 1997-1998. Il a beaucoup été question de la réforme du FMI. Plusieurs projets ont été avancés : réduire le FMI à son rôle initial en octroyant des prêts exclusivement à court terme à des pays solvables atteints par une crise (commission Meltzer) ; garder le *statu quo* avec quelques aménagements (proposition Fabius, 2000) ; ou développer une nouvelle régulation politique internationale (Stiglitz, 2002). À la suite de la crise argentine de 2001, on a aussi envisagé d'impliquer les créditeurs privés dans le financement de la réparation des crises financières (proposition Krueger, 2001). Jusqu'ici aucun de ces projets n'a abouti, en raison des désaccords parmi les grandes puissances et la communauté financière internationale.

Certaines de ces propositions vont dans le bon sens, mais elles apparaissent insuffisantes. Il convient en effet de s'attaquer à la racine du mal : la liberté totale et la mobilité parfaite des capitaux ne peuvent pas constituer les principes directeurs du système financier international. Il est essentiel de promouvoir une nouvelle régulation de la finance, fondée sur un encadrement étroit des acteurs privés par une réglementation stricte des mouvements de capitaux, et par l'élimination des paradis fiscaux et la levée du secret bancaire. Si l'on admet que la stabilité financière internationale est un bien public global, celle-ci ne peut être produite sans une régulation publique forte et contraignante à l'échelle internationale.

3.3. Reconsidérer la logique de la conditionnalité et des plans d'ajustements structurels

Les plans d'ajustement structurels (PAS), ainsi que la doctrine de la conditionnalité, qui sont au centre de l'action du FMI, doivent être radicalement remis en cause. Cela signifie d'abord que la lutte contre les déséquilibres macroéconomiques (inflation, déséquilibre du commerce extérieur et des finances publiques) ne peut se faire au détriment des objectifs de développement économiques et sociaux à long terme. Ensuite, il est nécessaire de consulter les pays qui ont besoin d'être aidés et leurs instances démocratiques, avant de mettre en application des politiques économiques recommandées par les IFI. De même, il est essentiel de donner la possibilité aux pays en question de fermer provisoirement leurs frontières pour se protéger contre la concurrence excessive ou la spéculation. Cela met notamment en

cause la priorité généralement accordée par le FMI à l'ouverture du compte de capital et à la libéralisation des systèmes financiers locaux. Enfin, les pays doivent être en mesure de contester devant une instance internationale (voir plus loin) les politiques qui leur sont appliquées par la communauté financière internationale, par exemple le retrait brutal de fonds par les banques et les investisseurs étrangers.

La « solvabilité » d'un pays est appréciée aujourd'hui selon sa taille (ou « *too big to fail* ») et sa place dans les stratégies internationales des grandes puissances, comme l'illustrent les « sauvetages » du Mexique, de la Corée, de l'Argentine, de la Turquie. À ce sujet, on ne peut qu'être frappé par la différence des traitements appliqués par le FMI et la communauté financière internationale à la Turquie et à l'Argentine à l'occasion des crises subies par ces deux pays. Bien que désignée « meilleur élève du FMI », l'Argentine n'a pas bénéficié de la même bienveillance que la Turquie, pourtant premier débiteur du FMI ! La situation géostratégique de ces deux pays explique ce traitement différencié : après les événements du 11 septembre 2002, la Turquie constitue un allié privilégié des États-Unis, proche du golfe persique, de l'Irak et de l'Afghanistan. L'Argentine est en revanche isolée au sein du continent sud américain et, à la différence de la crise mexicaine en 1994-1995, les risques systémiques de diffusion de ses difficultés financières ont été jugés limités.

Il faut noter une évolution récente de la position du FMI en ce qui concerne la question de la conditionnalité (Chavagneux, 2002). Alors que la conditionnalité n'était pas inscrite dans ses statuts, le FMI n'a cessé de l'étendre jusque dans les années quatre-vingt-dix. Le FMI (2001) semble avoir changé sa conception. Il plaide désormais pour une conditionnalité davantage fondée sur les résultats, laissant une plus grande place à la notion de « sélectivité politique », déjà appliquée par la Banque mondiale, et qui consiste à réserver l'aide aux États qui souhaitent véritablement développer leur pays. Cette évolution va dans le bon sens dans la mesure où elle reconnaît que les politiques d'ajustement doivent s'inscrire dans le processus plus large du développement à long terme. Mais cela pose la question de la légitimité d'une intervention des IFI dans le champ politique. Une telle évolution n'est pas acceptable sans un contrôle renforcé et une responsabilité accrue des IFI devant les gouvernements et les élus, d'une part, et les acteurs de la société civile, d'autre part (application du principe de participation).

3.4. Promouvoir une redistribution des richesses à l'échelle internationale

Redistribuer les richesses pour favoriser un développement économique, social et humain équilibré sur l'ensemble de la planète doit être l'objectif prioritaire de la communauté internationale. Cet objectif est au cœur de la notion de développement durable. Les financements de marché

sont dans l'incapacité de jouer ce rôle. Les financements publics (aide au développement, prêts hors conditions du marché) doivent donc être considérablement développés ; or leur part n'a cessé de se réduire depuis que la finance libéralisée domine. Le montant de l'aide publique au développement (APD) a baissé de plus de 10 % depuis le début des années quatre-vingt-dix. Celle-ci ne représentait en 2000 que 0,22 % du PIB des pays riches (0,32 % pour la France) qui s'étaient pourtant engagés sur un objectif de 0,7 %. Estimée à environ 54 milliards de dollars en 2000, l'APD totale est faible au regard du service de la dette des PED, de l'ordre de 350 milliards de dollars.

L'aide publique au développement est une des seules formes actuelles de financement échappant à la logique du marché : elle doit être accrue, malgré ses limites. Mais il est également important de rechercher d'autres sources de recettes publiques : les taxes globales (du type éco-taxe et taxe sur les transactions financières) constituent des instruments nécessaires et complémentaires pour alimenter ces financements publics (Plihon, 2003). Frappant en priorité les acteurs et les pays les plus riches, ces taxes globales joueront également un rôle redistributif à l'échelle internationale et dans les pays en proie à de profondes inégalités, avec l'objectif prioritaire de financer les dépenses permettant le développement humain dans les PED (éducation, santé, agriculture)⁽²⁾.

Une redéfinition des modalités d'endettement des PED est également nécessaire. Il convient, en premier lieu, de promouvoir de nouvelles formes de crédit, à des conditions hors marché (taux d'intérêt bonifiés ou préférentiels). Il est également souhaitable d'aller vers la création d'un Fonds mondial pour le développement, chargé de financer les projets les plus urgents et d'assurer les nécessaires transferts de technologie vers les pays du Sud. Le choix des projets, leur suivi et leur évaluation devraient être de la responsabilité d'un organisme lié aux Nations unies, par exemple le PNUD, où les populations concernées pourraient être directement représentées.

4. Des propositions pour réformer le fonctionnement des IFI

L'organisation et le fonctionnement des IFI doivent être en cohérence avec leurs missions, telles qu'elles viennent d'être présentées. Des changements institutionnels profonds sont nécessaires pour répondre à la réorientation nécessaire des politiques des IFI. Les principes généraux qui devraient

(2) La mise en place de financements adéquats, incluant une taxation globale, pour les biens publics mondiaux (dont font partie l'éducation et la santé) figure parmi les propositions du rapport du CAE sur « La gouvernance mondiale », 2002.

inspirer la réforme des IFI, de manière à redonner à ces dernières l'efficacité et la légitimité qu'elles ont perdues, sont les suivants.

4.1. Démocratiser les IFI à tous les niveaux

Les IFI, issues de Bretton Woods, se caractérisent par un profond déficit démocratique qui se manifeste par le secret qui entoure les études et les prises de décisions, et la concentration des pouvoirs aux mains des pays les plus riches. Ce mode de fonctionnement est contraire aux principes de participation et de décision collectives qui fondent la logique du développement durable (voir plus haut).

Le fonctionnement actuel des IFI est en effet totalement asymétrique, puisque les pouvoirs de décision sont concentrés entre les mains des pays riches créanciers. Cela signifie que les pays débiteurs supportent généralement le fardeau des ajustements provoqués par des déséquilibres internationaux dont ils ne sont pas seuls responsables. De plus, les pays débiteurs ne disposent en général d'aucune marge de manœuvre dans le choix de leurs politiques économiques et sociales. On se rappelle que c'était l'un des objectifs du plan Keynes, auquel fût préféré le plan White proposé par les États-Unis, que de créer les conditions d'une plus grande symétrie entre pays créanciers et débiteurs. Ce pouvoir exorbitant des créanciers, caractéristique de la finance libérale, doit être remis en cause car il ne correspond pas à la notion d'intérêt général qui doit inspirer les politiques des IFI. La gestion des opérations de financement des intérêts de la dette des pays en développement et de son remboursement doit se faire sur une base paritaire, reconnaissant la co-responsabilité entre les pays créanciers et les pays débiteurs dans la formation de la dette.

Un premier axe prioritaire de la réforme des IFI est donc la démocratisation du vote et des modalités de prise de décisions au sein de leurs instances dirigeantes, afin de garantir une représentation équitable et équilibrée entre pays du Nord et du Sud. Il s'agit de mettre en place des formes de représentation des pays prenant en compte, selon des modalités à négocier dans le cadre d'une Conférence internationale, leurs spécificités notamment en termes démographiques et économiques.

Le deuxième axe de démocratisation qui s'impose est l'instauration d'un réel contrôle de chaque parlement national, avec la collaboration des représentants de ce qu'on désigne en général comme la « société civile » : ONG, syndicats, mouvements de femmes, etc. Ce contrôle doit notamment s'exercer sur les administrateurs des IFI, qui sont par ailleurs des ressortissants nationaux qui devraient être assujettis à l'autorité du parlement de leur pays. Il faut pour cela revendiquer l'organisation de débats publics contradictoires par les parlementaires et obtenir qu'ils assurent la publication et la diffusion de rapports d'information. Il faut par exemple, au minimum, que le représentant de la France au conseil d'administration du FMI et de la Banque

mondiale rende des comptes et soit réellement contrôlé par les parlementaires français. Des progrès ont été réalisés dans ce sens au cours des dernières années, mais ils demeurent insuffisants⁽³⁾.

Les populations locales qui subissent directement les conséquences des interventions des IFI, sont concernées au premier chef par cette démocratisation. Leur information et leur consultation doivent être systématiques (application des principes de participation et de démocratie participative déjà mentionnés). Les interventions des IFI doivent faire l'objet non seulement de débats, impliquant les partenaires sociaux (syndicats, associations) mais aussi d'une approbation préalable par les parlements nationaux des pays concernés, faute de quoi elles entraînent des situations de désespoir et de colère politiquement incontrôlables et économiquement inefficaces. La crise argentine en est une illustration exemplaire.

4.2. Régionaliser les IFI

La régionalisation des IFI permettrait d'atteindre un triple objectif : diminuer le pouvoir excessif du FMI et de la Banque mondiale, réduire l'emprise des États-Unis sur les IFI, et rapprocher les IFI des populations et des gouvernements locaux. Il faut cependant éviter qu'elle débouche sur des politiques de blocs, formés autour de grandes puissances régionales ; ces politiques ne feraient que renforcer l'instabilité et la concurrence entre les peuples et engendrer des replis protectionnistes en cascade, comme l'a montré l'histoire des années trente. Ce risque pris en compte, la régionalisation des IFI devrait permettre à celles-ci de contribuer plus efficacement à la solution des défis locaux. Une structure polycentrique devrait caractériser l'architecture future des organisations internationales. Les IFI régionalisées, seraient ainsi reliées entre elles par des accords de coopération et de coordination. Dans cette structure, le capital de la Banque mondiale serait réparti entre les banques régionales de développement. La Banque mondiale verrait alors son rôle limité à celui d'un organisme de garantie, n'accordant plus directement de prêts.

4.3. La reconnaissance des droits économiques, sociaux et culturels

Les institutions financières internationales, tant le FMI que la Banque mondiale et les institutions régionales, comme toutes les institutions internationales, ne peuvent échapper au respect des droits économiques, sociaux et culturels, qui sont au cœur de la conception de développement durable et de la Charte des Nations unies. Aucun organisme international ne peut

(3) Le renforcement de la « responsabilité politique » des institutions internationales devant les gouvernements nationaux fait partie des propositions du rapport du CAE n° 37 : *Gouvernance mondiale*.

s'abriter derrière son règlement intérieur pour se considérer comme non-tenu par le respect des accords internationaux.

Le droit international devrait permettre de garantir les droits fondamentaux. Dans le contexte de la mondialisation, la garantie de ces droits interroge la nature et la légitimité des différentes formes de pouvoir politique et économique. Dès lors qu'une violation des droits est établie, il faut pouvoir interpellier ceux qui par leurs actions ou leurs politiques en sont responsables, qu'il s'agisse des États, des institutions internationales ou des firmes multinationales. Cette approche renvoie à la justiciabilité des droits et à la définition des instances de recours à l'échelle de la mondialisation. Elle implique un réaménagement du rôle des institutions publiques dans la garantie des droits, notamment entre les échelles institutionnelles locales, nationales, régionales et mondiales. Elle induit un approfondissement de la conception de la citoyenneté et du rôle des citoyens dans la garantie des droits.

Les mobilisations citoyennes internationales prennent de plus en plus appui sur cette référence aux droits. Ainsi à Seattle, dans la mobilisation pour la remise en cause de l'OMC, une idée simple s'est dégagée : le droit international ne peut pas être subordonné au droit des affaires. Cette évidence fonde la remise en cause de l'Organe de règlement des différends (ORD). À l'origine de cette prise de conscience, il y a le fait que l'ORD puisse juger en dehors des accords multilatéraux et qu'il n'y ait pas de recours possible.

4.4. Créer des mécanismes et des instances de recours

La régulation mondiale ne peut être définie uniquement en termes institutionnels, indépendamment de la question des droits. Il est en effet possible de réguler l'économie et les échanges à partir du respect des droits : des droits civils et politiques, mais aussi et sinon plus encore des droits économiques, sociaux et culturels. Cette référence aux droits fondamentaux est de plus en plus centrale dans la mobilisation et les revendications des mouvements sociaux dans le monde.

Les principes du droit international doivent évoluer afin de permettre aux mouvements sociaux et aux gouvernements d'avoir un recours en cas de violation des droits fondamentaux. Dans cette perspective, il est nécessaire d'organiser des possibilités de recours des États et des citoyens devant des juridictions internationales pour violation des traités internationaux ou pour non respect des droits fondamentaux. Aujourd'hui, seuls les États sont reconnus comme sujets du droit international. Il est donc important d'œuvrer pour une transformation des règles actuelles de fonctionnement des juridictions internationales, afin de permettre aux membres de la « société civile » (ONG mais aussi citoyens) d'ester en justice à l'échelon international contre les États, les entreprises ou les organisations

internationales ⁽⁴⁾. D'une manière plus générale, il est essentiel de doter les institutions internationales porteuses des droits fondamentaux et qui sont aujourd'hui les plus faibles (OIT, OMS, UNESCO, CNUCED) et l'Organisation mondiale de l'environnement (à créer) de moyens juridictionnels leur permettant de faire respecter la hiérarchie des normes internationales qui résulte de l'application de principes de la Charte des Nations unies et du développement durable.

5. En conclusion

Les crises économiques et financières de la décennie passée, ainsi que la montée des tensions internationales qui marquent le début du nouveau millénaire, peuvent être vues comme le résultat d'une incapacité de la communauté internationale à produire efficacement des biens publics mondiaux tels que la sécurité, la solidarité et la stabilité financière internationales.

Une nouvelle conception de la mondialisation et de sa régulation devient donc nécessaire. Dans cette perspective, il est essentiel d'entreprendre une réforme des institutions qui sont supposées gouverner l'ordre économique mondial pour mettre celles-ci en conformité avec les nouvelles exigences du développement de la planète. C'est particulièrement le cas pour les trois principales organisations internationales en charge de la finance et du commerce, le FMI, la Banque mondiale et l'OMC.

(4) Le rapport du CAE sur la « Gouvernance mondiale » propose également de doter les ONG de droits de saisine et de proposition, ainsi que d'une représentation dans les procédures de règlements des différends.

Références bibliographiques

- Aglietta M. et Moatti S. (2000) : *Le FMI, de l'ordre monétaire aux désordres financiers*, Economica, Paris.
- Brundtland G. H. (1987) : *Notre avenir à tous*, Rapport pour les Nations unies, Commission mondiale sur l'environnement et le développement.
- Chavagneux C. (2001) : « Réglementation prudentielle : le forfait de la BRI ? », *Revue d'Economie financière*, numéro spécial sur la sécurité financière, n° 60, pp. 47 -58.
- Chavagneux C. (2002) : « De la conditionnalité économique à la sélectivité politique », in *Régulation du système international : quelle place pour le FMI ?*, Archimède, Les Cahiers de l'AITEC, hors-série n° 15.
- Conseil d'Analyse Économique (2002) : *Gouvernance mondiale*, rapport du CAE, n° 37, La Documentation française.
- Faust M. et alii (2001) : *Global Public Goods: Taking the Concept Forward*, New York, PNUD.
- Fonds monétaire international (2001) : « Conditionality in Fund-Supported Programs », *Policy Issues*, février.
- Kindleberger C. (1986) : « International Public Goods Without International Government », *American Economic Review*, n° 76 : 1, pp. 1-13.
- Krugman P. (1999) : *Pourquoi les crises durent toujours ?*, Seuil, Paris.
- Musgrave R. (1959) : *The Theory of Public Finance, A Study in Public Economy*, McGraw-Hill, New York.
- Plihon D. (2003) : « Les taxes globales : une utopie ? », *L'Économie Politique*, n° 17.
- Stiglitz J. (2000) : *Principes d'économie moderne*, De Broeck, Bruxelles.
- Stiglitz J. (2002) : *La grande désillusion*, Fayard, Paris.

Complément F

Prêts ou dons, quel financement public du développement⁽¹⁾ ?

Pierre Jacquet

Agence française de développement

Ce rapport du CAE est consacré aux leçons à tirer, pour l'architecture financière internationale et le rôle des institutions de Bretton Woods, de plus de deux décennies de crises financières dont la crise de la dette des pays en développement et ses répercussions ont été l'un des avatars majeurs et persistants. Une nouvelle fois dans l'histoire des relations financières internationales, le financement du développement par la dette a subi depuis les années quatre-vingt un échec cuisant. Cet échec conduit à se poser deux questions complémentaires : comment mieux prévenir et gérer les crises de la dette ? Quel devrait être la place de l'endettement dans le financement du développement ? Les réflexions sur l'architecture financière internationale traitent essentiellement de la première question. Cette note revient sur les modalités de financement du développement et met l'accent sur la complémentarité entre les prêts et les dons comme instruments de ce financement, à l'encontre d'une tendance accentuée par la crise de la dette et visant à considérer que les pays pauvres ne devraient plus être financés que par dons.

Le financement du développement des pays pauvres et de la réduction de la pauvreté est aujourd'hui devenu un problème majeur des relations Nord-Sud et des politiques d'aide publique au développement (APD). La tenue de grandes conférences internationales sous l'égide des Nations Unies, notamment celle

(1) Les opinions exprimées dans cet article sont strictement personnelles et ne représentent pas celles de l'AFD. Je remercie Olivier Charnoz pour sa contribution à cet article, qui a également bénéficié de commentaires très utiles de Patrice Mollie, François Pacquement et des membres du réseau des économistes de l'AFD.

sur le financement du développement à Monterrey en mars 2002, lui a conféré une grande actualité, appelant gouvernements et bailleurs de fonds à réfléchir à des initiatives appropriées pour mettre en œuvre les « objectifs du millénaire » arrêtés lors du sommet des Nations Unies, dit « Sommet du millénaire » en 2000. À l'issue de ces réunions, un consensus encourageant s'est formé sur la nécessité pour les pays donateurs d'accroître l'effort d'APD après quelques années de baisse sensible. Ainsi, le gouvernement français s'est engagé à porter cet effort à 0,5 % du PIB à l'horizon 2007, puis à 0,7 % à l'horizon 2012. Mais, d'une part, l'efficacité des efforts antérieurs d'aide a été sérieusement mise en question ; d'autre part, la crise de l'endettement, qui touche un grand nombre de pays à faibles revenus incapables de faire face aux charges de remboursement, témoigne des excès d'une stratégie de financement fondée sur le crédit, même à conditions concessionnelles. La tentation est grande de conclure que les prêts ne sont pas des instruments adaptés aux pays pauvres et qu'il convient dorénavant de les financer uniquement par dons.

Cette thèse a notamment été présentée dans le rapport de la Commission Meltzer (IFIAC, 1998), commandé par le Congrès américain en novembre 1998 au moment des débats concernant le versement d'une contribution additionnelle (18 milliards de dollars) des États-Unis au Fonds monétaire international (FMI). Ce rapport défendait en effet l'idée que la Banque mondiale et les autres banques de développement devaient recentrer leur activité sur les pays les plus pauvres et ne plus leur consentir que des dons. Plus récemment, elle est devenue l'une des grandes mesures prônées par l'administration du président Bush dans le cadre de sa politique financière internationale, aux côtés de la gestion par les résultats et le développement du secteur privé. Le président américain a ainsi proposé en juillet 2001 que la moitié des concours à venir de la Banque mondiale et des autres banques de développement prenne la forme de dons. C'est cette proposition que l'Administration a mise en avant lors des négociations sur la 13^e reconstitution des ressources de l'Association internationale pour le développement (AID), le bras concessionnel de la Banque mondiale⁽²⁾, et qui a fait l'objet d'une vive controverse notamment transatlantique. Le président américain a également annoncé au sommet de Monterrey la mise en place d'un nouveau fonds, le

(2) L'AID (en anglais IDA pour *International Development Association*) consent des prêts très concessionnels (durée de 40 ans, dont un délai de grâce de 10 ans, sans taux d'intérêt, mais avec des frais de gestion de 0,75 % ar an) aux pays les plus pauvres, dont le revenu par habitant n'excède pas (en 2000) 885 dollars, alors que la Banque internationale pour la reconstruction et le développement (BIRD), autre branche de la Banque mondiale, ne propose que des financements dont le taux est légèrement supérieur à celui auquel elle peut emprunter sur les marchés des capitaux. Les ressources de l'AID sont reconstituées tous les trois ans. La 13^e reconstitution portait sur la période allant de juillet 2002 à juin 2005. L'AID était jusqu'alors autorisée à faire des dons, mais seulement dans des circonstances spéciales. Avec la 13^e reconstitution, finalisée par un accord le 1^{er} juillet 2002, l'AID a reçu l'autorisation de consentir des dons pour 18 % à 21 % de ses concours, pour une utilisation réservée à la lutte contre le SIDA, aux secteurs sociaux, ou aux situations de sortie de crise et de gestion de désastres naturels.

Millennium Challenge Account, doté dans un premier temps de 5 milliards de dollars, et qui distribuera des dons en principe aux pays qui remplissent les conditions minimales de gouvernance nécessaires à l'efficacité de l'aide. Plus récemment, le gouvernement britannique a proposé la mise en place d'une facilité financière internationale (*International Financial Facility*) dont le principe consisterait à gager dès aujourd'hui les promesses d'augmentation de l'APD faites par les gouvernements pour les années à venir pour emprunter sur les marchés financiers – l'idée étant de renouveler périodiquement cet emprunt –, et à utiliser le produit de l'emprunt pour distribuer des dons aux pays en développement en vue de la réalisation des objectifs du millénaire, ce schéma permettant – au moins à court terme – de contourner la contrainte budgétaire avec laquelle se débattent les pays désireux d'accroître leur effort d'APD.

Cette note revient dans un premier temps sur le débat prêts-dons engagé à l'occasion de la 13^e reconstitution des fonds de l'AID. Elle expose ensuite une proposition faite par Lerrick et Meltzer (2002) et en discute l'intérêt et la pertinence pour renouveler les modalités de l'aide dans le cadre d'un partenariat public-privé.

1. Le débat prêts-dons et la 13^e reconstitution de l'AID

Pendant la seconde moitié du XX^e siècle, une sorte de division du travail implicite s'est progressivement mise en place entre bailleurs de fonds bilatéraux et multilatéraux. Le don est devenu en trente ans l'instrument privilégié de l'aide bilatérale, et cette propension s'est accentuée avec l'explosion de la crise de la dette à partir des années quatre-vingt. En 2001, par exemple, la part des dons dans les versements bruts bilatéraux représente près de 80 %⁽³⁾. Les donateurs bilatéraux consentent certes des prêts concessionnels (c'est-à-dire consentis à des taux d'intérêt inférieurs aux conditions d'emprunt sur les marchés), mais ceux-ci forment le domaine privilégié d'action des banques régionales de développement et de l'AID, la Banque mondiale consentant quant à elle des prêts aux conditions de marché, et le FMI des prêts d'ajustement structurel qui ne sont pas véritablement de l'aide au développement. Les dons multilatéraux proviennent essentiellement des Nations unies et de l'Union européenne. Au total, L'APD (brute) distribuée

(3) Cette part est encore plus élevée dans les versements d'APD nets (qui sont la statistique traditionnellement utilisée), puisque les remboursements de prêts viennent réduire la part des encours des prêts dans le total. Ainsi, plus de 90 % des montants nets décaissés au titre de l'APD des membres du Comité d'aide au développement (CAD) en 2000 étaient des dons. Pour l'ensemble des pays du CAD (Comité d'aide au développement de l'OCDE), et en termes de décaissements, les dons bilatéraux se montaient en 2000 à 33 milliards de dollars, alors que les prêts bilatéraux dépassaient à peine 3 milliards.

par les organismes multilatéraux se compose en 2001 de 54 % de prêts concessionnels.

La 13^e reconstitution des ressources de l'AID a donné lieu, en 2002, à un débat venant rompre cette répartition implicite, puisqu'il portait sur l'opportunité d'autoriser l'AID à consentir des dons. Les enjeux de ce débat ont pu paraître secondaires : les contributions des pays du CAD à l'AID ont représenté en 2000 un volume de 3,7 milliards de dollars. Compte tenu de cette place relativement faible de l'AID dans le total de l'APD (environ 50 milliards de dollars par an), et de la part des dons dans celle-ci, la question posée ne pouvait guère conduire à une modification sensible de la nature et de la composition des ressources à destination des pays en développement et semblait plutôt relever de considérations politiques et diplomatiques ayant trait à l'influence des principaux acteurs. Ce débat, qui pouvait suggérer une réticence à concevoir l'APD sous forme de dons, ne correspondait donc pas à la réalité de l'APD. Il a cependant amené à réfléchir à son allocation entre prêts et dons, alors que cette allocation s'est opérée jusqu'à présent sur la base de principes flous et a été fortement marquée par la crise de la dette et la logique d'annulation de la dette, mais aussi aux modalités de versement de l'aide au développement, qu'il s'agisse d'ailleurs de prêts ou de dons. Au vu de la faible part des prêts, cette réflexion, qui part de l'opportunité d'autoriser l'AID à consentir des dons, conduit plutôt à se poser la question de l'opportunité et de l'avenir des prêts.

Le débat a été très nourri, mettant en jeu plusieurs arguments : le problème de la dette et l'adéquation à l'objectif de réduction de la pauvreté, la mise en place d'une conditionnalité plus efficace, la question des ressources disponibles pour le financement du développement, la coordination entre les bailleurs de fonds⁽⁴⁾, et plus généralement l'architecture internationale de l'aide au développement. L'argument contre la dette a été notamment repris par plusieurs organisations non gouvernementales (ONG) américaines, comme *Jubilee Plus* ou *Bread for the World*, et a donné lieu à une vaste campagne lors du sommet social mondial à Porto Alegre en 2003 sur le thème « Drop the Debt ». Lors de cette campagne, l'endettement a été associé à l'idée de dépendance excessive et de fardeau qui pesait sur les perspectives des pays en développement, tandis que la conditionnalité des prêts était critiquée comme donnant aux prêteurs un pouvoir exorbitant. En fait, les grandes lignes du débat prêt-don peuvent s'organiser autour de trois thèmes fondamentaux : le volume des ressources mises à disposition des PED, la nature des incitations liées aux financements correspondants, et l'adéquation des instruments de l'aide aux besoins d'investissement locaux.

(4) Les Britanniques (British Government, 2002), par exemple, ont considéré que les dons relevaient de la politique bilatérale et qu'autoriser des dons substantiels de l'IDA nuirait à l'efficacité de l'aide et à la lisibilité de l'architecture de l'aide.

1.1. Quelles ressources publiques pour le développement ?

Quel est le flux de transferts publics soutenable à destination des pays en développement, en particulier les plus pauvres ? Cette question concerne à la fois les donateurs, à travers l'effort budgétaire qu'ils consentent, et les bénéficiaires, du point de vue tant de la solvabilité de ces pays (la « soutenabilité » de la dette) que de la capacité d'absorption de leurs économies.

Les statistiques d'APD ne sont guère représentatives du coût budgétaire pour les pays donateurs⁽⁵⁾. Le coût budgétaire actualisé d'un prêt est moins élevé que celui d'un don de même montant : c'est là l'effet de levier du prêt. Lorsque le prêt est consenti au taux du marché, le coût budgétaire actualisé est nul⁽⁶⁾. Lorsque le prêt est concessionnel, on peut calculer l'élément de concessionnalité ou de libéralité qu'il contient en calculant la différence entre sa valeur nominale et la valeur actualisée (au taux du marché) du flux de remboursement qu'il prévoit. Cet élément de libéralité représente le vrai coût budgétaire actualisé du prêt. Par exemple, les prêts de l'AID comprennent un élément de libéralité très substantiel : si l'on utilise le même taux d'actualisation de référence que l'OCDE (10 %), qui peut être justifié notamment par l'élément de risque impliqué dans les prêts aux pays pauvres, l'élément de libéralité des concours de l'AID s'élève à environ 80 %⁽⁷⁾. Dès lors, le surcoût budgétaire actualisé pour les pays actionnaires de l'AID, à volume total des financements octroyés constant, d'un recours aux dons pour 50 % de ces financements n'est pas exorbitant.

La question des ressources disponibles pour les concours aux pays en développement a de fait occupé une place importante dans le débat sur la 13^e reconstitution des ressources de l'AID, notamment du point de vue de la transition entre les pratiques actuelles de l'AID, qui reposent sur un refinancement partiel par les remboursements des prêts antérieurs, et un nouveau régime dans lequel une part importante des concours prendrait la forme de dons et dans lequel les ressources pourraient venir à manquer. Cependant, il n'est pas juste de comparer prêts et dons de même montant nominal. Du point de vue des pays bénéficiaires de l'APD, il y a équivalence formelle, en termes de valeur actualisée, entre recevoir un prêt de 100 avec un élément de libéralité de 60, ou de recevoir un don de 60. En effet, dans le premier cas, le

(5) L'APD, mesurée selon les normes du CAD, est la somme du montant des prêts et de celui des dons. Cela donne une mesure très imparfaite de l'effort consenti par les pays donateurs et du transfert effectif reçu par les bénéficiaires. Le problème est en partie corrigé lorsque les remboursements viennent ultérieurement en déduction des versements bruts d'APD (voir par exemple Chang et *al.*, 1999).

(6) En fait, les prêts au taux du marché de la Banque mondiale ont un coût d'opportunité, car ils ne permettent pas de couvrir la rémunération du risque spécifique à l'emprunteur. Cet argument est développé dans le rapport Meltzer.

(7) Si l'on utilise un taux d'actualisation de 5 %, cet élément représente encore près de 60 %. Lerrick et Meltzer (2002) l'estiment à 73 %, ce qui correspond à un taux d'actualisation de l'ordre de 7 à 8 %.

pays bénéficiaire devra repayer l'équivalent (actualisé) de 40. Il reste cependant une différence majeure, évidemment, dans le profil temporel des flux de ressources, d'autant plus problématique que les marchés des capitaux sont imparfaits. Dans de nombreux pays pauvres, soumis à une contrainte de liquidité, un raisonnement excluant tout effet de levier empêcherait des investissements potentiellement rentables. Si on remplace des prêts par des dons de même montant, le coût budgétaire est évidemment important ; mais si on remplace les prêts par les dons correspondant à l'élément de libéralité seulement, on contraint évidemment à court terme les capacités de financement des pays pauvres.

À long terme, et si l'on reprend l'exemple ci-dessus, la succession de prêts annuels de 100 avec un élément de libéralité de 60, ou de dons de 60 conduira également à deux solutions formellement équivalentes. Mais le prêt conserve cependant l'intérêt de relâcher à court terme la contrainte de liquidité. Si la contrepartie en est de l'investissement rentable, il représentera une solution de financement supérieure au don. Il reste donc légitime, de la part des pays donateurs, de rechercher à maximiser l'effet de levier des ressources qu'ils sont prêts à consacrer à l'APD en utilisant ces ressources pour générer des prêts. L'intérêt de l'approche proposée par Lerrick et Meltzer (2002), exposée ci-dessous, est d'utiliser pour cela les ressources des marchés des capitaux, dont la sophistication permet de générer cet effet de levier sans pour autant endetter les pays pauvres. C'est aussi l'un des attraits de l'initiative britannique IFF, même si elle ne se préoccupe pas de l'évolution des montants futurs de l'APD revenant aux pays pauvres lorsqu'il s'agira de rembourser les emprunts réalisés sur les marchés.

Cependant, on sait bien dorénavant que le développement n'est pas seulement une question de ressources financières disponibles, et les vieux modèles qui légitimaient l'aide au développement dans les années 50 par le souci de compléter des ressources d'épargne locale insuffisantes pour financer le taux d'investissement nécessaire pour atteindre un objectif de croissance, n'ont plus cours aujourd'hui⁽⁸⁾. L'idée d'accroître le volume des ressources disponibles pour le financement du développement amène nécessairement à faire porter l'attention sur l'efficacité de l'aide, que de nombreux travaux récents relient à la qualité de la gouvernance des pays bénéficiaires. Mais deux approches potentiellement contradictoires ont cours : la première consiste à allouer les ressources d'aide en fonction de critères de bonne gouvernance dans les pays en développement ; la seconde part d'objectifs à atteindre – il s'agit ici des objectifs du millénaire : dès lors que la communauté internationale s'est engagée à mettre en œuvre ces objectifs, il faut se demander à la fois quel est le volume de financements nécessaires (par exemple pour diminuer de moitié, d'ici 2015, le nombre de

(8) Voir par exemple sur ce sujet, Easterly (2001).

personnes n'ayant pas accès à l'eau potable et à l'assainissement), mais aussi quelles sont les mesures et les politiques qui pourront sous-tendre ces efforts. Le lien manquant, dans les travaux sur l'efficacité de l'aide, consiste à élaborer les stratégies d'assistance et d'APD qu'il convient de mettre en œuvre dans les pays à faible gouvernance : plutôt que de conclure qu'il ne faut pas les aider parce que l'aide y est inefficace, il faut se demander comment les aider et avec quels instruments pour que l'aide y soit plus efficace et joue un rôle de catalyseur sur l'amélioration des conditions de la gouvernance locale.

Le rapport Zedillo (2001), qui a servi de document de base pour la conférence de Monterrey, en mars 2002, a considéré qu'il fallait à court terme doubler les volumes actuels d'APD, en passant de 50 à 100 milliards de dollars par an. Dans le contexte politique et budgétaire actuel, même si l'on sait que la plupart des pays, y compris les plus riches d'entre eux, ne respectent pas l'engagement pris dans les années soixante-dix de consacrer 0,7 % du PIB à l'APD alors que le simple respect de cet engagement produirait un volume de ressources allant au-delà des besoins estimés, cet objectif ne peut être atteint sans utiliser l'effet de levier que permettent les prêts. Cependant, pour de nombreux pays soumis à une forte contrainte de solvabilité, et c'est le cas de tous les pays pauvres très endettés (PPTE) engagés dans une dynamique de réduction de la dette, il va de soi que les nouveaux concours au titre de l'APD ne doivent pas accroître un endettement déjà insoutenable. Certains travaux observent au demeurant que les programmes de réduction de la dette, notamment le plus récent, le programme PPTE renforcé, ne suffisent pas à assurer le caractère soutenable de la dette de nombreux pays ⁽⁹⁾. Il y a donc une utilisation évidente des dons : continuer à fournir de l'APD au-delà de la limite de solvabilité des États, dès lors qu'il y existe des besoins d'investissement socialement productifs clairement identifiés et dont la non réalisation relève essentiellement de la non disponibilité des financements nécessaires.

1.2. Incitations

Le débat prêts-dons met en jeu les différences d'incitations que comportent les deux types d'instruments. Les prêts reposent sur un contrat engageant la responsabilité des débiteurs et sont ainsi susceptibles de permettre une meilleure discipline et appropriation de ces derniers. De même, les prêts sont instruits par des bailleurs de fonds soucieux de récupérer un capital rémunéré, ce qui amène à étudier la destination des fonds, la qualité des projets et leur capacité à générer des ressources et de la croissance, la solvabilité de l'emprunteur. Cet argument, intuitivement juste, n'est cependant pas vraiment validé empiriquement si l'on en croit les ravages de la crise de la

(9) Voir GAO (2002).

dette dans les pays pauvres. De même que les banques dans les années soixante-dix, ou les investisseurs privés plus récemment en ce qui concerne par exemple les pays asiatiques ou l'Argentine, les gouvernements des pays donneurs n'ont pas su éviter l'excès d'endettement des pays en développement. Quant à ces derniers, cette responsabilité contractuelle n'a pas suffi à en faire des emprunteurs responsables et avisés.

On ne peut donc guère conclure que l'instrument des prêts est *a priori* plus efficace que celui des dons. Au demeurant, le souci d'efficacité dans l'utilisation de l'argent des contribuables à travers l'APD s'applique autant aux dons qu'aux prêts, et les projets sont donc instruits par les agences d'aide avec les mêmes diligences. Quant aux pays bénéficiaires, même lorsqu'ils reçoivent des dons, ils ont intérêt à maintenir les flux dont ils sont destinataires, et ont donc intérêt à faire la preuve de leur efficacité même s'ils n'ont pas d'obligation de remboursement. Finalement, l'excès d'endettement crée un problème pour les créditeurs également, d'où l'existence d'un aléa de moralité dans l'instrument du prêt souverain, qui a certainement gagné en force avec la multiplication des renégociations de dette et, maintenant, avec les réductions de dette. Dans de nombreux pays pauvres, l'insuffisance de la gouvernance locale se traduit probablement, dans un contexte de taux d'actualisation élevés liés à la situation de ces pays, par une compréhension insuffisante des engagements pris dans les contrats d'endettement.

L'idée que la dette était de nature à responsabiliser les pays emprunteurs et à les mettre sur la voie du développement n'a donc pas démontré sa validité. Pourtant, cela ne suffit pas à conclure qu'elle est erronée. La relation d'endettement est moins susceptible de conduire à des rentes de situation que des financements par dons. Elle contraint davantage le créancier à analyser les risques (et cela d'autant plus que les crises antérieures ont contribué à son éducation), et le débiteur à surveiller la qualité des emplois. Un pays qui parvient à gérer sa dette et cette relation d'endettement inspire davantage confiance qu'un pays financé uniquement par dons ; il est susceptible d'attirer davantage d'investissements, si bien entendu cette relation ne dégénère pas en surendettement. Les erreurs et les excès d'endettement récurrents du passé ne signifient pas qu'il faille dorénavant éviter les prêts, mais invite simplement à mieux contrôler leur usage. La nature du partenariat entre pays donneurs et pays en développement, c'est à dire la contrepartie de la ressource financière mise à disposition et la nature de la conditionnalité des concours, doit continuer à faire l'objet d'études et d'expérimentation.

Enfin, le danger de la proposition faite dans le rapport Meltzer, à savoir que les pays pauvres ne devraient plus être financés que par des dons, tient au risque que se crée une catégorie de pays relevant durablement de l'assistance et condamnés dans un horizon temporel indéfini à la charité internationale. Il est au contraire souhaitable que tout pays ait la possibilité de bâtir sa

réputation sur les marchés financiers internationaux en montrant sa capacité à gérer son endettement. La solution de la crise de la dette ne tient donc pas à la mise sous perfusion des pays pauvres, mais à l'apurement du passé pour leur permettre de repartir sur des bases assainies et d'attirer des financements aussi bien privés que publics. Il serait erroné de réagir à la crise de la dette en concluant que le financement des pays en développement ne devrait plus se faire par endettement. En fait, des erreurs ont été commises, par les créanciers comme par les débiteurs, qui n'ont pas accordé suffisamment d'attention à la contrepartie de la dette, c'est à dire à la nature des projets. Dans un contexte où la dette n'est plus un problème et où la politique macroéconomique est adaptée, les projets rentables n'ont pas de raison d'être financés par dons.

1.3. Prêts, dons et investissements locaux

Il n'est pas sain de financer par endettement dans un pays pauvre (*a fortiori* un endettement en devises) des projets que l'on sait rentables à terme, mais dont la capacité de générer des ressources n'apparaît au mieux qu'après un temps long, qui dépend par ailleurs de l'environnement général souvent peu propice dans les pays pauvres. C'est notamment le cas des projets en matière d'éducation, de santé, ou d'infrastructures, par exemple, ou plus généralement de l'accès aux services de base et de la formation du capital humain. De tels projets sont rentables à terme, et on peut les financer par prêt dans des pays qui disposent déjà d'un certain niveau de vie et d'une capacité en termes de ressources fiscales. Dans les pays les plus pauvres, qui ne disposent pas de la possibilité de matérialiser la rentabilité des investissements dans la réduction de la pauvreté par le biais de la fiscalité, il est important que la communauté internationale finance de tels projets (formation de capital humain, santé des populations, infrastructures, accès à l'eau) et le fasse de préférence par dons (ce qui n'exclut pas la participation des populations concernées) de façon à éviter de grever les années suivantes par un service de la dette problématique.

Une dimension importante du débat sur les prêts concerne également la monnaie dans laquelle ils sont libellés. La plupart des concours au titre de l'APD s'effectuent en devises. Un raisonnement simple pourrait conduire à penser que, dès lors qu'un projet ne génère pas de ressources en devises, il ne devrait pas être financé par de l'endettement en devises car le risque de change est de nature à alourdir considérablement la charge de la dette. En fait, ce raisonnement est partiel, car il ne prend pas en compte le fait qu'un pays en développement a besoin de ressources en devises pour importer des biens d'équipement, liés ou non au projet initial. En principe, les balances des paiements courants des pays en développement sont typiquement déficitaires et reflètent ce besoin de financement en devises. On peut donc être amené à dissocier la nature des financements mis à disposition du seul objet microécono-

mique que représente le projet financé, et à s'intéresser au bouclage macroéconomique des besoins de financements. Les prêts en devises peuvent aussi jouer un rôle incitatif en matière de tarification des services publics dans des pays soumis à des dépréciations récurrentes du change. En particulier, lorsque les projets ou secteurs que l'on cherche à développer dégagent des ressources en monnaie locale (par exemple, la distribution d'électricité) et dépendent d'importations de biens ou services étrangers (non seulement pour l'investissement, au départ, mais ensuite pour le fonctionnement, la maintenance, la reconstitution du stock de capital, etc.), il faut veiller dès le départ non seulement au financement de l'investissement, mais aussi à la capacité du pays à assurer dans la durée le fonctionnement et la maintenance et de faire face aux charges récurrentes générées par le projet. Or, un financement par don, ou par crédit en monnaie locale ne crée pas, en soi, d'incitation à ajuster la politique tarifaire pour maintenir la capacité d'achat externe face, par exemple, à une dégradation des termes de l'échange. Dans ce cas, l'endettement en devises peut agir comme un mécanisme forçant à une adaptation continue ⁽¹⁰⁾. Ce raisonnement suggère que l'instrument des prêts en devises n'est pas seulement adapté aux projets générant directement des devises, mais peut l'être aussi pour des projets qui nécessitent un accès aux devises pour leur exploitation dans le temps. En fait, la conclusion principale est que le financement seul n'assure pas la pérennité des projets financés, et l'on retrouve là le caractère essentiel de la gouvernance locale. Le prêt en devises apporte à la fois contrainte et incitation ; si le pays ne parvient pas à répondre à l'incitation, il aura du mal à faire face à la contrainte.

À côté de l'instrument dons ou des prêts en devises, il est cependant utile de développer des instruments de financement à long terme en monnaie locale dans les pays en développement. Les marchés des capitaux y sont insuffisamment développés, et la capacité de mettre en œuvre un effet de levier en monnaie locale jouerait un rôle particulièrement important dans le soutien à l'activité productrice. Deux instruments permettent cela (hormis les garanties directes de risque de change) : les garanties sur des émissions locales, ou éventuellement les émissions directes en monnaie locale cependant susceptibles d'évincer les institutions financières locales et de pénaliser à terme le développement des systèmes financiers locaux.

2. Les propositions de Lerrick et Meltzer

Lerrick et Meltzer (2002, ci-après LM) ont proposé l'une des versions les plus élaborées de l'argumentaire en faveur des dons. Leur thèse est la suivante : des dons fondés sur la performance coûteraient autant aux donateurs

(10) Évidemment, lorsque le taux de change est maintenu artificiellement fixe, comme c'est souvent le cas, cette discipline ne marche pas et le choc de la dévaluation en est d'autant plus coûteux.

que les prêts permettant de financer les mêmes projets et apporteraient plus d'avantages aux pays pauvres. Ils permettraient de rendre les programmes efficaces, d'en contrôler les résultats, au vu desquels les paiements de l'aide seraient effectués, d'empêcher l'accumulation d'une dette insoutenable, de protéger par là-même le risque de perte en capital pour les pays donateurs. Ils appuient leur démonstration sur la disponibilité de marchés des capitaux sophistiqués, capables de produire un effet de levier sur les ressources publiques disponibles au titre de l'APD.

Pour comprendre leur thèse, partons d'un projet d'investissement dans un pays en développement, destiné par exemple à fournir un service aux populations, et supposons que ce projet coûte 100. Dans un montage traditionnel d'APD, le montant de 100 sera couvert tout ou partie par un prêt plus ou moins concessionnel. Toute l'idée est d'associer les marchés des capitaux privés. Supposons que le taux de rémunération sur les marchés des capitaux soit de 8,25 %, et que la prime de risque concernant l'investissement dans le pays considéré soit évaluée à 2 %⁽¹¹⁾. Il faudra que l'investissement considéré présente un taux de rentabilité de 10,25 % pour qu'une entreprise prenne le risque d'investir. Supposons par ailleurs que la durée de vie de l'investissement soit de 25 ans.

Dans ce cas, l'entreprise pourra décider d'investir (soit sur fonds propres soit en s'endettant) dès lors qu'un flux annuel de 11,2 lui sera servi pendant 25 ans (il s'agit du flux d'annuités, sur 25 ans, dont la valeur actualisée au taux de 10,25 % vaut 100). Décidons par ailleurs d'affecter à chaque pays pauvre, en fonction de son niveau de développement et de son accès aux marchés des capitaux, un taux de libéralité allant par exemple de 50 à 90 %. Si le pays considéré dans cet exemple a droit à un élément de libéralité de 70 %, imaginons que la Banque mondiale, ou une agence d'aide, s'engage à payer, pendant les 25 ans de la vie de l'investissement, un flux annuel de 7,8 (70 % de 11,2) et que le pays paye directement le reste, c'est à dire 3,4 (les 30 % restants) : ce montage génère donc le flux d'annuités de 11,2, pendant 25 ans, susceptible d'inciter l'entreprise à prendre le risque initial de l'investissement.

Cette formule présente l'avantage d'un double effet de levier, en quelque sorte : d'une part celui qui consiste à étaler dans le temps les besoins de financement (effet de levier habituel entre un prêt et un don) et d'autre part, et de façon plus déterminante, celui de générer 100 d'investissement totalement privé, pris en charge par une entreprise, à partir d'un flux annuel d'aide publique de 7,8 pendant 25 ans (sous forme de dons).

(11) Notons que cette prime de risque variera en principe d'un pays à l'autre (ce que LM ne prennent pas en compte dans leur papier). Le chiffre retenu (2 %) paraît par ailleurs très faible compte tenu des risques engagés en investissant dans un pays en développement.

Les calculs ci-dessus sont bien évidemment sensibles aux hypothèses faites, sur les rendements sur les marchés financiers, sur la prime de risque et sur le pourcentage d'élément de libéralité retenu. Mais cela n'affecte pas vraiment le raisonnement ci-dessus⁽¹²⁾. Par exemple, si le taux de marché est de 6 % et la prime de risque de 3 %, c'est un flux annuel d'aide publique de 7,1 qui pourra générer un volume initial d'investissement privé de 100, pour une contribution du pays bénéficiaire de 3,1 par an pendant 25 ans (lorsqu'il bénéficie d'un élément-don de 70 %). À titre indicatif, dans ce cas, un prêt AID initial de 100 entraînerait (après les dix années de période de grâce) un flux de remboursement annuel de 3,7 pendant 30 ans.

On voit donc qu'il y a quasi-équivalence entre un prêt initial très concessionnel de type AID et la combinaison d'un versement étalé dans le temps de l'élément de libéralité correspondant et d'un engagement du pays pour un montant à peu près équivalent au service de la dette qu'il aurait contractée dans le cas du prêt, combinaison susceptible d'inciter une entreprise privée à consentir à ses propres risques l'investissement initial que le prêt aurait financé. Le montage LM, fondé sur des dons, n'exonère donc pas le pays d'une responsabilité importante, mais elle n'est pas créatrice d'un excès d'endettement. Le risque de défaillance est en principe couvert par la prime de risque initiale rémunérant l'entreprise. Cela dit, l'obligation résiduelle, pour le pays en développement, ressemble fort à celle qu'il prend lorsqu'il s'engage à servir une dette, et peut aussi le conduire à des situations d'impasse.

Le montage proposé par LM présente par ailleurs l'intérêt de se prêter tout particulièrement au format de l'aide liée aux résultats (« output based aid ») sans que cette conditionnalité pénalise le pays : les montants annuels ne seraient versés à l'entreprise qu'en échange du service rendu, mesuré par un auditeur indépendant (de la Banque, du pays et de l'entreprise). Pour affiner le calcul, il faudrait évidemment dans ce cas inclure les frais de gestion, de rémunération de l'auditeur, ainsi que le tarif du service vendu pendant la durée de vie de l'investissement. Il faudrait aussi s'assurer que les entreprises sont prêtes à intervenir dans des montages de ce type ; en particulier, la prime de risque nécessaire mérite d'être testée ; de même, il n'est pas sûr qu'une entreprise s'engage sur des résultats qui dépendent en partie des conditions du contexte local, qu'elles ne maîtrisent pas. Mais le schéma LM offre des perspectives intéressantes. Par exemple, imaginons un programme de vaccination⁽¹³⁾ soumis à un appel d'offres, le moins disant demandant pour intervenir un tarif de 5 dollars par vaccin. Si le pays bénéficiaire appartient à la catégorie de ceux qui ont droit à un élément de libéralité de 90 %, le

(12) LM l'utilisent pour expliquer que l'AID pourrait placer ses capitaux initiaux, qu'ils évaluent à 108 milliards de dollars, à ce taux, pour générer un flux annuel de 8,9 milliards, permettant donc, à capital constant, de générer au moins le même volume de financement que par la formule classique du prêt concessionnel.

(13) C'est l'exemple proposé par LM (2002) en annexe.

bailleur de fonds paiera pour chaque vaccin effectivement fait un montant de 4,5 dollars, laissant à la charge du pays (ou du bénéficiaire du vaccin suivant les arrangements retenus localement) un montant de 50 cents. On peut aussi (Kremer, 2000) imaginer de la sorte inciter les entreprises pharmaceutiques à se lancer dans le développement de nouveaux vaccins adaptés aux pathologies des pays pauvres, en leur garantissant en quelque sorte les débouchés, par exemple pendant une dizaine d'années, à un prix rentabilisant leur effort de recherche. Mais ce prix ne serait versé qu'en cas d'aboutissement de la recherche et au vu de la vaccination effective d'un nombre cible d'individus.

3. Conclusion

L'approche de Lerrick et Meltzer renouvelle le débat sur les modalités de l'aide avec une approche très propice au développement de partenariats publics-privés. Considérons par exemple une agence de développement envisageant de financer un projet d'accès à des services de base pour des populations défavorisées dans un pays pauvre, et supposons que ce projet nécessite un investissement de 100. L'agence peut procéder par don de 100 au pays, qui contractera avec une entreprise ; elle peut aussi endetter le pays, pour le même résultat, mais le coût actualisé de son intervention sera alors moindre ; dans la version LM, cette agence pourra en fait décider de placer au taux du marché un volume de ses ressources égal au besoin d'investissement, soit 100, et utiliser le produit de ce placement, auquel s'ajoute un flux de paiements du pays en développement considéré (en général inférieur aux obligations qu'il devrait assumer même dans le contexte d'un prêt très concessionnel), pour garantir à une entreprise privée un taux de rentabilité suffisant pour l'inciter à entreprendre cet investissement de 100 et lui permettre de trouver les financements privés adéquats. C'est une façon intéressante d'obtenir un effet de levier maximal sur le partenariat public-privé.

Ce montage peut être affiné, on peut y introduire une période de franchise pendant laquelle les obligations résiduelles du pays seraient prises en charge par le bailleur, on peut l'assortir de compléments de garantie de risque politique concernant les obligations qui restent à la charge des pays. Mais cette formule, associée à l'idée de conditionnalité développée par les partisans de l'approche dite « *output-based aid* » est particulièrement intéressante et mérite d'être testée sur des projets pilotes.

Au total, et contrairement à la terminologie qu'utilisent Lerrick et Meltzer, le type de financement qu'ils proposent ne s'apparente pas vraiment à un don, et c'est peut-être en partie pour cela qu'il n'a pas vraiment inspiré le débat sur la 13^e reconstitution de l'AID. Il représente plutôt une version très particulière du prêt concessionnel, décomposé d'une part en élément de libéralité et d'autre part en prêt au taux du marché : l'élément de libéralité

vient financer une partie du service de ce prêt, le reste restant à la charge du pays bénéficiaire, ce dernier échappant au risque de sur-endettement.

L'approche LM présente cependant un défaut de taille : sa mise en œuvre, pour un projet donné, diminue mécaniquement, du fait du mode de calcul de l'APD, le montant d'aide publique au développement impliqué dans le financement de ce projet. Sauf à modifier ce mode de calcul, la mise en œuvre de cette modalité pourtant innovante risque de se heurter au désir qu'ont les pays donneurs de pouvoir afficher une hausse de l'APD. C'est l'une des contraintes à lever pour rénover l'ingénierie financière de l'APD. Le débat entre les prêts et les dons doit en effet conduire, plutôt, à une recherche des modalités de financement les plus adaptées pour sortir les pays pauvres du piège à pauvreté dans lequel ils sont souvent enfermés, et pour les aider à attirer, à côté des flux d'aide, des ressources privées et des acteurs privés. Prêts, dons, garanties sont autant d'instruments à utiliser dans des montages à imaginer, associant le plus possibles les entreprises et les marchés.

Références bibliographiques

- British Government (2002) : *IDA Grants: United Kingdom Position Paper*, mars.
- Chang C., E. Fernandez-Arias et L. Serven (1999) « Measuring Aid Flows: A New Approach », *World Bank Working Paper*, n° 2050, Washington DC, février.
- Easterly, W. (2001) : *The Elusive Quest for Growth*, Cambridge, MA MIT Press.
- GAO (US General Accounting Office) (2002) : *Switching some Multilateral Loans to Grants Lessens Poor Country Debt Burden*, Rapport Congressional Requesters, Washington DC, avril.
- IFIAC (International Financial Institutions Advisory Commission) (1998) : *Rapport de la Commission présidée par A. H. Meltzer*, disponible sur www.house.gov/jec/imf/meltzer.htm
- Kremer M. (2000) : *Creating Market for New Vaccines*, Part I (*Rationale*) et Part II (*Design Issues*), *NBER Working Papers*, n° 7716 et 7717, Cambridge, MA.
- Lerrick A. et A.H. Meltzer (2002) : « Grants: A Better Way to Deliver Aid », Carnegie-Mellon, *Quarterly International Economics Report*, janvier.
- Zedillo E. (2001) : *Recommandations du Groupe de haut niveau sur le financement du développement* (rapport Zedillo), New York, ONU, disponible sur www.un.org/french/reports/financing/index.html

Résumé

L'architecture financière internationale : quoi de neuf ?

En sommeil depuis les crises latino-américaines des années quatre-vingt, la réflexion sur la réforme de l'architecture financière internationale a été relancée à la suite de la crise du Mexique de 1994-1995. Cette réflexion tire les leçons des différentes crises qui succèdent à la crise mexicaine : la crise asiatique en 1997, la crise russe de 1998, les crises du Brésil et de l'Équateur en 1999, et plus récemment celles de Turquie et d'Argentine de 2001-2002, et s'adapte à la profonde transformation des marchés financiers internationaux au cours des vingt dernières années : la formidable explosion des flux de capitaux privés à destination des pays émergents et leur extrême volatilité ; le rôle croissant et désormais prépondérant des titres obligataires, détenus par de nombreux investisseurs, dans les instruments de financement de la dette externe des pays émergents, au détriment des prêts, inter-gouvernementaux ou émanant de consortiums bancaires, qui régnaient jusqu'au milieu des années quatre-vingt.

La réforme de l'architecture financière internationale distingue traditionnellement la prévention des crises, de leur gestion et résolution. Ces deux objectifs, qui visent à réduire la fréquence des crises pour le premier et leur coût pour le second, sont loin d'être indépendants.

Sur le front de la gestion et de la résolution des crises, la confusion a semblé régner, au moins jusqu'à l'automne 2001. Rendant ses conclusions en 1996, un an avant la crise asiatique, le rapport Rey, d'un groupe de travail du G10 mis en place juste après la crise du Mexique, ouvrit pourtant la voie : il mit en garde contre un recours fréquent à de larges financements de la communauté internationale pour résoudre les crises et préconisa un partage équitable du fardeau de la crise entre les pays débiteurs et le secteur privé créancier, en bref l'implication du secteur privé. Plus précisément, le rapport Rey fit deux recommandations :

- pour la résolution des problèmes de dette souveraine, il envisage la possibilité d'une restructuration de la dette et d'une suspension temporaire des paiements. Il préconise l'inclusion de clauses d'action collective (CAC) dans les émissions obligataires, idée portée par Eichengreen et Portes (1995). Ces clauses usuellement incluses dans les émissions de obligataires

sous la loi britannique, mais non sous la loi américaine, permettent à une super majorité de créiteurs, réunie en comité de porteurs, de changer les termes d'une obligation, ou dit plus simplement de la restructurer, et d'imposer ces changements à l'ensemble des porteurs ;

- il recommande aussi que le FMI, s'il le juge utile, pratique sa politique de « prêt en arriérés » (*lending into arrears*) à l'égard d'un pays en crise pour répondre à ses besoins d'argent frais.

Si le Fonds suivit la seconde recommandation, bien peu d'efforts furent déployés pour promouvoir l'inclusion de CAC. Le secteur privé prôna le laisser-faire complet, insistant sur le risque de tarissement des flux. Les pays émergents firent preuve d'une forte réticence, craignant une augmentation des coûts de financement. Quant aux pays du G7, seuls le Canada et le Royaume-Uni montrèrent l'exemple.

Lors de la crise asiatique, la communauté internationale ne s'engagea que timidement dans la voie tracée par le rapport Rey, sauf dans le cas de la Corée, en partie parce que la dette en cause était de la dette de court terme privée plutôt que de la dette publique. Le FMI adopta la stratégie de restaurer la confiance en conditionnant son assistance, sous la forme de financement catalytique, à une longue liste de réformes économiques et financières. Le financement officiel fut finalement bien plus élevé qu'initialement prévu en raison de la lenteur de la mise en place des réformes, ce qui fit dire à S. Fischer (1999) que le Fonds était devenu *de facto* prêteur en dernier ressort. À cette même période, le Fonds adapta ses instruments de financement pour créer deux facilités sans limite d'accès : la facilité de réserve supplémentaire (FRS) en décembre 1997 pour les pays déjà en difficulté et la ligne de crédit contingente (CCL) en avril 1999, pour les pays cherchant à éviter la contagion de crises de liquidité, jamais utilisée jusqu'à présent.

Préparé à la demande du Congrès Américain, le rapport Meltzer (mars 2000) proposa une transformation profonde du fonctionnement des institutions de Bretton-Woods. Eu égard du FMI, il recommanda notamment que le Fonds se dégage de ses activités courantes pour se limiter au rôle de prêteur en dernier ressort de pays « préqualifiés », *a priori* solvables, n'agissant que dans les phases exceptionnelles où un risque majeur de liquidité surgit. Ne conservant pas le principe d'universalité du Fonds, la proposition Meltzer fut fortement critiquée. Enfin, en septembre 2000 (CMFI de Prague), consciente de l'émergence d'un consensus hostile aux larges « *bail-outs* », la communauté officielle réaffirma la nécessité d'impliquer le secteur privé dans la résolution des crises, sans néanmoins proposer de mesures concrètes.

La proposition Krueger (novembre 2001), endossée par le FMI, de créer un mécanisme juridictionnel de restructuration de la dette souveraine (MRDS) – sorte de tribunal international des faillites – a eu le mérite de sortir le débat de son enlisement :

- elle a redonné vie à l'approche favorable à l'inclusion des CAC ;
- elle a aussi facilité l'émergence d'une position européenne au printemps 2002, entérinée par le G7 dans son Plan d'action, recommandant la définition de limites d'accès présumées aux financements du Fonds, l'implication du secteur privé dans la résolution des crises, et affirmant la complémentarité des approches contractuelle et juridictionnelle et la volonté de progresser dans leur mise en œuvre.

La proposition de tribunal international de faillites fut aussi avancée, à la même période par Stiglitz, qui ne peut pas être soupçonné de concertation avec le Fonds, assortie de la recommandation de complète indépendance de ce tribunal du Fonds. La proposition Krueger fut par la suite raffinée pour donner naissance à une seconde (avril 2002) puis une troisième version (janvier 2003), répondant aux critiques de l'administration américaine et du secteur privé, puis à une version opérationnelle présentée aux réunions du printemps 2003, pou être finalement enterrée. Dans le même temps, l'idée d'un code de conduite fit son chemin, sous l'impulsion d'économistes et de la Banque de France, développant une approche complète non juridictionnelle de la résolution des crises de dette souveraine : inclusion de CAC, possibilité de suspension temporaire de paiements, possibilité de prêts en arriérés du FMI durant la période de suspension... Enfin, très bon signal pour l'avenir, le Mexique a émis en février dernier des obligations, incluant des CAC proches de loi britannique, sans aucun surcoût ; l'Afrique du Sud et le Brésil ont fait de même.

Le FMI, prêteur en premier ressort : une stratégie préventive aux crises ?

Dans le jargon des économistes, les crises de confiance relèvent des modèles de crise de seconde génération, auto-réalisatrices, à plusieurs équilibres, introduits par Obstfeld (1985). Selon ces modèles, dans certaines circonstances, les croyances deviennent auto-réalisatrices car les fondamentaux sont eux-mêmes partiellement fonction des croyances elles-mêmes. Dit autrement, si les marchés croient que le pays ne fera pas défaut sur sa dette, il y parviendra (c'est le bon équilibre). En revanche, si les marchés n'y croient pas, il n'y parviendra pas (c'est le mauvais équilibre). Cette possibilité d'équilibres multiples survient généralement lorsque les fondamentaux d'un pays (notamment le niveau de sa dette externe) sont dans une situation intermédiaire. Pour cette raison, alors même que les spreads de taux avaient dépassé 2 000 points de base mais que l'excédent primaire public atteignait 3,75 points de PIB, Williamson était favorable en août 2002 à l'accord de 30 milliards de dollars entre le Brésil et le FMI.

Daniel Cohen et Richard Portes font l'analyse qu'environ un tiers des crises enregistrées durant les années quatre-vingt-dix, qui se sont révélées

être *ex post* des crises de dette, étaient prévisibles deux ans avant leur explosion du fait de l'existence de *spreads* de taux déjà larges et alors même que l'endettement n'était pas encore insoutenable et auraient pu être évitées si des mesures de politique économique avaient été engagées à temps afin de rétablir la confiance et réduire les taux d'intérêt. C'est probablement le cas des crises russe et turque.

Les auteurs font à ce stade la proposition originale de donner au FMI la fonction de « prêteur en premier ressort », à la jonction des fonctions de prévention et de résolution des crises. Ils suggèrent que tout pays émergent s'engage *ex ante* à un « régime d'endettement » avec le FMI. Dès que les *spreads* de taux atteignent 300 ou 400 points de base, le pays s'engage à ne plus avoir recours à de nouveaux financements privés mais à ceux du Fonds, avec l'aide duquel il prendrait des mesures de redressement pour éviter la crise. Plus largement, l'existence d'un mécanisme de résolution ordonnée de la dette ou l'engagement à un code de conduite devrait permettre, par leur seule existence, d'éviter les crises auto-réalisatrices.

Vers un super code de conduite : engagement *ex ante* et résolution *ex post* ?

• La proposition Krueger (dans sa première version, novembre 2001) de mécanisme ordonné de restructuration de la dette souveraine (MRDS, *Sovereign Debt Restructuring Mechanism*) liste un ensemble de points :

- un gouvernement anticipant un problème de soutenabilité de sa dette demande au FMI de confirmer son évaluation ;
- dans l'affirmative, le FMI autorise une cessation des paiements (*standstill*) et un gel des recours en justice (*stay of litigation*) ; il peut prolonger cette période si le pays débiteur négocie en bonne intelligence avec ses créanciers privés ;
- durant cette période, le pays peut obtenir de nouveaux financements, à la fois de prêteurs privés en assignant la priorité aux nouvelles créances, et du FMI grâce à sa politique de « prêts en arriérés » ;
- le pays débiteur et ses créanciers privés négocieraient une restructuration de la dette du gouvernement ; l'endossement par le Fonds des termes de cette restructuration serait probablement nécessaire ;
- un tribunal indépendant sera créé pour arbitrer les différends entre pays débiteur et créanciers privés, et entre ces derniers, vérifier la valeur des créances et surveiller le traitement équitable des différentes classes de créanciers ;
- les créanciers dissidents seraient liés par le vote à la majorité.

Cherchant à répondre aux réserves de l'administration américaine et des institutions financières, la seconde version Krueger (avril 2002) donne plus de pouvoirs à une super-majorité de tous les créanciers qui pourrait prolon-

ger la cessation des paiements et approuver un accord final de restructuration. La troisième version Krueger (janvier 2003), qualifiée encore de version « *light* », ne prévoit plus l'automatisme de la cessation des paiements, ni de gel des recours en justice, mais propose néanmoins un substitut (calqué sur la *hotchpot rule* de la loi britannique).

Indépendamment des critiques, telle les limites de l'analogie entre la défaillance d'une entreprise et celle d'un État ou sur la compétence ou non du Fonds à décider du caractère insoutenable de la dette d'un État, les trois versions de la proposition Krueger butent sur deux inconvénients majeurs : celui de requérir un amendement des statuts du FMI, qui doit être approuvé par le Congrès américain, et de probables incompatibilités avec les législations nationales. Elles ouvrent ainsi la voie à de nombreuses difficultés politiques.

- Les auteurs sont favorables à l'introduction d'un ensemble de CAC dans toutes les émissions obligataires et les instruments de dettes, selon un modèle standard, préconisé récemment par Taylor et le G10, proche de la loi britannique. Il comprendrait notamment :

- une clause définissant les modalités de représentation des créiteurs (*representative clause*) ;
- une clause d'action majoritaire qui lie tous les créanciers une fois un accord atteint entre pays endetté et représentants des créiteurs (*majority action clause*) ;
- une clause permettant une période de gel des paiements et des recours en justice (*litigation clause*).

Deux problèmes, souvent mis en avant par les partisans du SDRM, ne devraient pas poser de difficultés insurmontables. Tout d'abord, la dette existante, qui n'inclut pas ces CAC, devrait pouvoir être échangée avec l'aide des autorités régulatrices et du FMI et disparaîtra naturellement au cours des dix prochaines années. Par ailleurs, le besoin de « super CAC », permettant la restructuration de différents instruments de dettes émis sous différentes juridictions auprès de tous les créiteurs, devrait pouvoir se régler ⁽¹⁾. Enfin, pour inciter les pays débiteurs à introduire ces CAC dans leurs instruments de dette, les auteurs proposent que les autorités régulatrices les exigent aux motifs de bon fonctionnement des marchés et de protection des investisseurs (ce qui est loin d'être acquis actuellement).

- Si l'introduction de CAC constitue un premier pas, elle ne peut être qu'un élément d'une approche complète non juridictionnelle de la résolution des crises souveraines. Dans ces conditions, les auteurs sont favorables au code de conduite, mis en avant récemment par la Banque de France et Roubini et Setser (2003). Il comprendrait non seulement l'introduction des

(1) Le problème de l'agrégation devrait pouvoir être traité par les comités de créiteurs dans le cadre du processus de négociation, et pourrait être renforcé par la menace d'*exit consents*.

CAC dans tous les contrats de dettes publique et privée⁽²⁾, les modalités de financement du pays débiteur lors des périodes de cessation de paiement – possibilité de prêts en arriérés du FMI, et ou introduction d’option de *rollover* dans les créances⁽³⁾ –, et la possibilité de réduire la dette d’un pays dont il est avéré qu’elle est excessive... Ce code de conduite, auquel adhéreraient volontairement les différentes parties prenantes – les pays débiteurs, les créanciers et le FMI – constituerait un outil puissant à la fois de prévention et de résolution des crises : il devrait permettre à la fois de résoudre *ex post* les crises de dette, mais aussi par l’engagement *ex ante* qu’il représente, d’éviter les crises auto-réalisatrices ; à ce titre, il incorporerait le régime d’endettement proposé précédemment (voir la partie précédente). Les auteurs proposent enfin à la fois la création d’un club de porteurs, dit Club de New York, à l’instar des clubs de Paris et de Londres, et celle d’une structure légère chargée de coordonner ces différents clubs et la mise en œuvre du code de conduite. Ces mesures sont certes en retrait de l’idée d’un tribunal de faillite, qui a joué le rôle de catalyseur des propositions mais a finalement été jugé trop irréaliste. Elles devraient néanmoins laisser espérer la naissance d’une jurisprudence qui éviterait aux pays frappés par une crise financière de subir en plus une crise de croissance durable.

Commentaires

Olivier Davanne et Sylviane Guillaumont-Jeanneney sont tous deux séduits par la proposition très innovante de régime d’endettement pour prévenir les crises. Ils estiment néanmoins qu’elle mériterait d’être approfondie et s’interrogent sur son applicabilité. Comment fixer le niveau de *spread* de taux à partir duquel le pays émergent renonce à emprunter sur les marchés et se tourne vers le FMI ? Doit-il être uniforme pour tous les pays ? Sylviane Guillaumont-Jeanneney préconise une analyse approfondie de la relation entre *spreads* de taux et déclenchement des crises, en fonction notamment de la composition de la dette ou de celle des exportations, s’appuyant sur la littérature existante sur les indicateurs d’alerte.

Olivier Davanne et Sylviane Guillaumont-Jeanneney s’inquiètent aussi des effets pervers de ces limites de *spreads*. Une limite de 300-400 points de base n’est-elle pas déjà trop élevée et n’implique-t-elle pas une dette souveraine déjà très importante, avec une probabilité forte de risque défaut, se demande Olivier Davanne. Cette nouvelle fonction du FMI, de prêteur en premier ressort, ne risque-t-elle pas, à l’instar de celle de prêteur en dernier

(2) Ce qui permet de résoudre non seulement les problèmes de dette souveraine mais aussi de dette privée comme lors de la crise asiatique.

(3) Kenen (2002) propose l’inclusion d’option de *rollover* de 90 jours dans tous les contrats de dette.

ressort, de mobiliser des ressources considérables dont le FMI ne dispose pas, estime Sylviane Guillaumont-Jeanneney.

Olivier Davanne fait enfin l'analogie entre *spreads* de crédit et taux de change. Il rappelle que les crises du SME du début des années 90 puis les crises mexicaine et asiatique ont mis en évidence qu'en régime de changes fixes le marché des changes envoyait des signaux trop tardivement lorsque la crise de change est devenue inévitable. Il se demande si le régime d'endettement proposé ne comporte pas les mêmes inconvénients : l'alerte serait donnée trop tardivement lorsque les déséquilibres sont déjà devenus insoutenables.

Olivier Davanne regrette enfin la frilosité des auteurs dans leur approche de la résolution des crises de dette souveraine. Plutôt que de s'engager, comme ils l'ont fait, sur la voie tracée par le FMI et la communauté internationale ces dernières années (tribunal international de faillite, introduction de CAC...) ne serait-il pas préférable de proposer la suppression de tout soutien du FMI sauf dans des cas strictement définis. C'est ce que prône justement Jérôme Bulow dans un papier récent (2002). Il propose aussi de soumettre l'endettement extérieur souverain au droit domestique de l'émetteur plutôt qu'au droit privé international ce qui permettrait de le limiter et de privilégier d'autres formes de financement (notamment les investissements de portefeuille et les investissements directs étrangers). Quant à Sylviane Guillaumont-Jeanneney, elle s'interroge enfin sur la différence effective de fonctions entre la structure légère proposée par les auteurs, chargée de coordonner les différents clubs et notamment le club de porteurs, et de la mise en œuvre du code de conduite, avec notamment la vérification des créances et la résolution d'éventuels conflits, et celles attribuées au panel de juges du MRDS. Puis, rejoignant là aussi Olivier Davanne, elle conclut que les propositions du rapport (CAC, code de conduite...) laissent finalement un champ d'action large au FMI dans la résolution des crises.

Compléments

Plusieurs compléments sont joints au rapport. Ceux de Michel Aglietta et de Charles Wyplosz soulignent que le FMI ne peut pas être un prêteur en dernier ressort international. Le prêteur en dernier ressort doit pouvoir disposer de ressources pour être mesure d'injecter des liquidités en quantité indéterminée, ou d'une parfaite information sur le caractère solvable ou non des intermédiaires financiers. Comme la dernière hypothèse est exclue, la première revient à donner au FMI la possibilité de créer de la liquidité *ex nihilo*. Alors même qu'il a déjà été extrêmement difficile de mettre en place la Banque centrale européenne, il paraît totalement irréaliste d'imaginer un tel transfert de souveraineté au FMI au niveau mondial. Ces auteurs préconisent plutôt la coopération des banques centrales en réseau. La diffusion des codes et standards communs est un élément central de la politique

de prévention des crises. Conscient de la difficulté à transposer directement ces normes aux pays émergents Helmut Reisen souligne que leur mise en œuvre, comme l'ouverture du compte de capital, suppose le choix d'un bon « *sequencing* » fonction de l'évolution des institutions du pays. Vincent Marcus met en perspective historique les différentes crises financières des années 1980-2002 : les crises de la dette des pays latino-américains (1982) mettant en jeu trois acteurs : syndicats de banques commerciales, bailleurs de fonds officiels et pays débiteurs ; les crises des années quatre-vingt-dix (Mexique 1994-1995, Asie 1997-1998) caractérisées par de larges mouvements de capitaux et la part croissante titres obligataires au détriments des prêts dans les instruments de dette ; enfin les crises récentes (1998-2002) (Russie, Brésil, Turquie, Argentine, Équateur,...) relevant non de problèmes de dette privée, comme lors de la crise asiatique, mais de dette publique et remettant à l'ordre du jour la volonté d'impliquer le secteur privé. À l'instar de J. Stiglitz, Dominique Plihon critique à la fois le fonctionnement des IFIs et la doctrine économique gouvernant l'action du Fonds : déficit démocratique interne et vis-à-vis des peuples souverains avec une prépondérance des États-Unis dans les prises de décisions ; doctrine fondée sur le consensus de Washington (libéralisation financière et commerciale, ouverture totale aux mouvements de capitaux). Dominique Plihon plaide pour un rééquilibrage des pouvoirs entre les pays du Nord et ceux du Sud au sein du FMI, et un contrôle de chaque parlement national avec la collaboration de la société civile et recommande une réglementation stricte des mouvements de capitaux. Cette recommandation vient juste à propos alors que de nombreux économistes, et notamment ceux du FMI et de la Banque mondiale, reconnaissent désormais qu'il est difficile d'établir une relation causale robuste entre intégration financière et croissance économique et que la libéralisation des mouvements de capitaux s'est accompagnée d'une instabilité macro-économique accrue. Enfin, Pierre Jacquet propose une relecture de l'approche de Lerryck-Meltzer (2002), considérée comme l'argumentaire le plus élaboré en faveur des dons versus prêts en faveur des pays pauvres. Il souligne son intérêt pour le développement de partenariats publics-privés.

Prêts, dons et garanties, sont autant d'instruments à utiliser dans des montages à imaginer, associant le plus possible les entreprises et les marchés.

Summary

Sovereign Debt: Working in and Working out

The international financial architecture: what's new?

International financial architecture has been on the international agenda since the Mexican crisis of 1994-1995, after being in limbo in the aftermath of the Latin American crises of the 1980s. The architecture exercise draws the conclusions from the various crises subsequent to that of Mexico: the Asian crisis of 1997, the Russian crisis of 1998, the Brazilian and Ecuadorean crises of 1999 and, most recently, those of Turkey and Argentina in 2001-2002. It has also been adapted to the major transformation of the international financial markets during the past 20 years: the formidable explosion of private capital flows to the emerging countries and their extreme volatility; the growing and now predominant role played by bond securities, held by a large number of investors, among the instruments for financing the external debt of the emerging countries, at the expense of loans, whether intergovernmental or emanating from bank syndicates, that had prevailed until the middle of the 1980s.

A distinction is traditionally made in the international financial architecture exercise between crisis prevention, on the one hand, and crisis management and resolution, on the other. These two objectives, the former aimed at reducing the frequency of crises, the latter at reducing their cost, are far from being independent of one another.

As regards management and resolution of crises, considerable confusion seems to have reigned, at least until Autumn 2001. The Rey Report, prepared by a working group of the G 10 set up just after the Mexican crisis and issued in 1996, a year before the Asian crisis, had nevertheless opened the way. It warned against frequent recourse to large-scale financing by the international community for the resolution of crises and advocated an equitable burden-sharing between debtor countries and private-sector creditors – in brief, the involvement of the private sector. To be more precise, the Rey Report made two recommendations:

- For the resolution of sovereign debt problems, it envisaged the possibility of a debt restructuring and a temporary suspension of payments

(standstill). It advocated the inclusion of “collective action clauses” (CACs) in bond issues, an idea taken up by Eichengreen and Portes (1995). These clauses, which are included routinely in bonds issued under UK law but not in bonds issued under US law, enable a “super majority” of creditors, assembled in a bondholders’ committee, to change the terms of a bond, or, put more simply, to restructure it, and to impose the changes on all bondholders.

- It also recommended that the IMF, should it judge it to be useful, applies its policy of “lending into arrears” to a country in crisis in order to meet its needs for new money.

While the Fund adopted the second of these recommendations, little effort was made to promote the inclusion of CACs. The private sector spoke out in favour of total *laissez-faire*, stressing the risk that flows might dry up. The emerging countries showed great reluctance, fearing an increase in borrowing costs. As for the G-7 countries, only Canada and the United Kingdom set the example.

At the time of the Asian crisis, it was only very timidly that the international community follows the advice of the Rey report, except in the case of Korea, partly because the relevant debt was private and short-term rather than sovereign. The IMF adopted the strategy of restoring confidence by making its assistance, which was in the form of catalytic financing, conditional on a long list of economic and financial reforms. In the end, official financing was much larger than initially expected because of the slow pace of introduction of the reforms, leading Stanley Fischer (1999) to say that the Fund had *de facto* become the lender of last resort. Around the same time, the Fund modified its range of financing instruments through the creation of two facilities with unlimited access: the Supplementary Reserve Facility (SRF) in December 1997 for countries already in difficulties and the Contingent Credit Line (CCL) in April 1999 for countries seeking to ward off contagion of liquidity crises. The latter has so far never been used.

The Meltzer report (March 2000), prepared at the request of the US Congress, proposed a major overhaul of the Bretton Woods institutions. As regards the IMF, it recommended, among other things, that it should give up its daily current activities in order to limit its mission to the lending of last resort for “pre-qualified” countries that were *a priori* solvent, acting only in exceptional phases when major liquidity risks arose. The Meltzer proposal was sharply criticised for not maintaining the principle of the Fund’s universality. Finally, in September 2000, at the IMFC meeting in Prague, the official community, aware of the emergence of a consensus that was hostile to large “bail-outs”, reaffirmed the need to involve private sector creditors in crisis resolution, but without proposing concrete measures.

The Krueger proposal (November 2001), endorsed by the IMF, for the creation of a statutory mechanism for the restructuring of sovereign debt

(Sovereign Debt Restructuring Mechanism SDRM) – a sort of international bankruptcy court – had the merit of dragging the debate out of its rut:

- it revived the approach favouring the inclusion of CACs;
- it also facilitated the emergence of a European position in Spring 2002, later endorsed by the G-7 in its Plan of Action, recommending the definition of presumed limits of access to Fund financing and the involvement of the private sector in crisis resolution, while affirming the complementarity between the contractual and statutory approaches and a determination to progress with their implementation.

The proposal for an international bankruptcy tribunal was also put forward at the same time by Stiglitz (who cannot be suspected of collusion with the Fund), together with the recommendation that the tribunal be completely independent of the Fund. The Krueger proposal was later refined to give rise to a second (April 2002) and then a third (January 2003) version, in response to criticisms from the United States administration and the private sector, and then to an operational version to be submitted to the Spring meetings in 2003. Finally, at these meetings, the Krueger proposal was buried. At the same time, the idea of a code of conduct was making progress, under the impetus of economists and of the Banque de France, working out a comprehensive non statutory approach to the resolution of sovereign debt crises: inclusion of CACs, possibility of temporary suspension of payments (standstill), possibility of IMF lending into arrears during the suspension period. Finally, and this is a very good sign for the future, last February Mexico issued bonds including CACs similar to those under British law, at no additional cost; South Africa and Brazil did it also.

The IMF as lender of first resort: a crisis-prevention strategy?

In economists' jargon, crises of confidence are classified in second-generation self-fulfilling multi-equilibrium crisis models of the kind introduced by Obstfeld (1985). Under these models, in certain circumstances, beliefs become self-fulfilling because the fundamentals are themselves partly a function of these same beliefs. In other words, if the markets believe that a country is not going to default on its debt, it will succeed in not having to do so (this is the good equilibrium). On the other hand, if the markets do not believe this, it will not succeed (this is the bad equilibrium). This possibility of multiple equilibria generally arises when a country's fundamentals (notably the level of its external debt) are in some intermediate range. This explains why Williamson in August 2002, at a time when Brazilian interest-rate spreads had exceeded 2000 basis points but the country's public primary surplus amounted to 3.75 percentage points of GDP, was in favour of the IMF package of 30 billion \$.

Daniel Cohen and Richard Portes calculate that roughly one-third of the crises recorded in the 1990s, which turned out *ex post* to be debt crises, were predictable two years before they broke out. These crises were the result of the existence of already large spreads even though the debt was not yet unsustainable and could have been avoided if economic policy measures had been introduced in time to re-establish confidence and reduce interest rates. This was probably true of the Russian and Turkish crises.

The authors now make the original proposal that the IMF be given the function of “lender of first resort”, at the crossing of crisis prevention and resolution. They suggest that all emerging countries should commit themselves *ex ante* to an “indebtedness regime” with the IMF. Once interest-rate spreads reach 300 or 400 basis points, the country undertakes to have no further recourse to private financing but instead to financing from the Fund, with the aid of which it would take actions so as to avoid a crisis and to restore confidence. More generally, the existence of a mechanism for the orderly resolution of the debt or the commitment to a code of conduct should make it possible, by the mere fact of their existence, to avoid self-fulfilling crises.

The search for a “super code of conduct”: *ex ante* commitment and *ex post* resolution?

- The Krueger proposal (in its first version dated November 2001) for an orderly mechanism for the restructuring of sovereign debt (SDRM, Sovereign Debt Restructuring Mechanism) contains a list of points:
 - a government expecting problems with the sustainability of its debt would ask the IMF to confirm its own assessment;
 - in the event of confirmation, the IMF would authorise a suspension of payments (standstill) and a stay of litigation; this period could be prolonged if the debtor country has undertaken negotiations in good faith with its private creditors;
 - during this period, the country could obtain interim financing, both from private lenders by assigning priority to their new claims, and from the IMF thanks to its policy of “lending into arrears”;
 - the debtor country and its private creditors would then negotiate a restructuring of the government debt; endorsement by the Fund of the terms of this restructuring would probably be necessary;
 - an independent tribunal would be set up to adjudicate disputes between the debtor country and private creditors, and, among the latter, check the value of claims and supervise the equitable treatment of various classes of creditors;
 - dissident creditors would be bound by a majority vote.

In an attempt to respond to the reservations expressed by the United States administration and the financial institutions, the second version of the Krueger proposal (April 2002) gives greater powers to a “super majority” of all creditors that could prolong the standstill and approve a final restructuring agreement. The third version (January 2003), still referred to as “light”, no longer provides for either the standstill or the stay of litigation to be automatic, but nevertheless proposes a substitute (based on the “hotchpot rule” under British law).

Leaving aside criticisms such as the limits to the analogy between corporate and sovereign bankruptcy or the competence or otherwise of the Fund to decide whether a country’s debt is unsustainable, all three versions of the Krueger proposal have two major drawbacks: the requirement of an amendment to the Fund’s Articles of Agreement, a change that has to be approved by the US Congress, and the likelihood of incompatibility with national legislation. This means that it could prove politically difficult.

- The authors are in favour of the inclusion of a range of CACs in all bond contracts and bank lending instruments, using a uniform model recently advocated by Taylor and the G10, close to that of British law. In particular, it would include key clauses as the following:

- a clause setting out the modalities for the representation of creditors (representative clause);
- a clause concerning majority action that would bind all creditors once agreement had been reached between the debtor country and representatives of the creditors (majority action clause);
- a clause permitting a standstill and a stay of litigation.

Two problems, often highlighted by those in favour of SDRM, should not pose insuperable difficulties. First, the existing debt – which does not include these CACs – should be capable of being exchanged with the help of the regulatory authorities and the IMF and will in any case disappear in the course of the next ten years. Furthermore, the need for “meta CACs”, enabling the restructuring of different debt instruments issued under different jurisdictions vis-à-vis all creditors, should be capable of being handled⁽⁴⁾. Finally, in order to provide an incentive for debtor countries to introduce CACs into their debt instruments, the authors propose that these be required by the regulatory authorities in the interests of proper functioning of markets and protection of investors (which is far from satisfactory at present).

- While the inclusion of CACs represents a first step, it can at best be just one element in a comprehensive non statutory approach to the resolution of sovereign debt crises. This being so, the authors are favourable to the code of

(4) The problem of aggregation should be capable of being dealt with by the creditor committees as part of the negotiation process and could be strengthened by the threat of “exit consents”.

conduct recently proposed by the Banque de France and Roubini and Setser (2003). This would include not only the introduction of CACs in all sovereign and private debt contracts⁽⁵⁾, but also cover the modalities of the financing of the debtor country in periods of standstill –possibility of lending into arrears on the part of the IMF and/or the introduction of a rollover option in the claims⁽⁶⁾– and the possibility of reducing a country’s debt when it is clear that this is excessive. This code of conduct, to which the various parties –debtors, creditors and the IMF– would adhere on a voluntary basis, would constitute a powerful instrument for both crisis prevention and crisis resolution: it should make it possible both to resolve debt crises *ex post* and also, through the *ex ante* undertaking it represents, to avoid self-fulfilling crises; in this respect, it would incorporate the indebtedness regime proposed earlier (see section 2). Finally, the authors propose the creation of a bondholders club (that might be called the New York club alongside the Paris Club and the London Club) and of a slim-line institution to co-ordinate these three clubs and to implement the code of conduct. These measures clearly go less far than the idea of a bankruptcy court, which has played an important role of catalyst of proposals, but has finally been considered as too unrealistic. Even so, they should make it possible to raise hopes of the emergence of jurisprudence that would prevent countries in the throes of a financial crisis from being subjected to a durable growth crisis as well.

Comments

In their comments Olivier Davanne and Sylviane Guillaumont-Jeanneney are both attracted by the novel proposal of an indebtedness regime to ward off crisis. However, they think that the idea ought to be explored in greater depth and wonder about how it could be applied. What should the criteria be for determining the spread at which the emerging country would stop borrowing on the markets and turn to the IMF? Should it be the same for all countries? Sylviane Guillaumont-Jeanneney recommends a detailed analysis of the relationship between interest-rate spreads and the triggering of crises, looking in particular at the composition of the debt or of exports and drawing on the existing literature about early warning indicators.

Olivier Davanne and Sylviane Guillaumont-Jeanneney are also concerned about the perverse effects of such spread limits. Isn’t a limit of 300-400 basis points already too high, and doesn’t it already imply very substantial sovereign debt, with a high probability of default risk, wonders Olivier Davanne. Sylviane Guillaumont-Jeanneney asks whether the IMF’s new

(5) Making it possible to resolve not only the problems of sovereign debt but also of private debt, as at the time of the Asian crisis.

(6) Kenen (2002) proposes the inclusion of a 90-day rollover option in all debt contracts.

role as lender of first resort, like that of lender of last resort, might not require considerable resources that the IMF does not have.

Olivier Davanne draws a parallel between interest-rate spreads and exchange rates. He points out that the EMS turmoil in the early 1990s, then the Mexican and Asian crises showed that, in a system of fixed exchange rates, the currency markets sent signals too late, when the exchange-rate crisis had become inevitable. He wonders whether the proposed indebtedness regime might not share the same drawbacks: the warning would come too late, when imbalances had already become untenable.

Olivier Davanne also regrets the authors' timidity in their approach to resolving sovereign debt crises. Rather than their chosen option of following the course charted by the IMF and the international community in recent years (international bankruptcy court, introduction of CACs, etc.), would it not be better to propose doing away with all IMF support except in strictly defined cases? That is the solution put forward by Jérôme Bulow in a recent paper (2002). He suggests also that sovereign foreign debt should be governed by the issuer's domestic law rather than international private law, which would limit the debt and favour other forms of financing (especially portfolio and foreign direct investments). Sylviane Guillaumont-Jeanneney wonders about the real difference between the functions of the slim line structure proposed by the authors, which would coordinate the various clubs, especially the bondholder club, and implement the code of conduct, especially as regards verifying claims and resolving conflicts, and the functions attributed to the SDRM panel of judges. In conclusion, she concurs with Olivier Davanne that the proposals put forward in the report (CACs, code of conduct) ultimately allow the IMF considerable latitude in resolving crises.

Complements

Several complements are attached to the report. Those by Michel Aglietta and Charles Wyplosz stress that the IMF cannot be an international lender of last resort. A lender of last resort must have the resources at its disposal to be able to inject an indeterminate amount quantity of fresh liquidity or have perfect information regarding solvent and insolvent financial intermediaries. Since this latter assumption is ruled out, the former is tantamount to giving the IMF the possibility of creating liquidity from scratch. At a time when it has already shown itself to be extremely difficult to set up the European Central Bank, it seems totally unrealistic to imagine such a transfer of sovereignty to the IMF at world level. The authors advocate, rather, co-operation among a network of central banks. The dissemination of common codes and standards is an essential element in crisis prevention policy. Aware of the difficulty of transposing these standards directly to the emerging countries, Helmut Reisen proposes their implementation, as the openness of the capital account, must be

subjected to a good sequencing, in function of the institutions. Vincent Marcus introduces a historical perspective by taking the financial crises in the period 1980-2002: the Latin American debt crises (1982) bringing three groups into play –commercial bank syndicates, official lenders and debtor countries; the crises of the 1990s (Mexico 1994-1995, Asia 1997-1998) characterised by large capital movements and a growing share of bonds at the expense of loans in the total debt instruments; lastly, the more recent crises (1998-2002) (Russia, Brazil, Turkey, Argentina, Ecuador, etc.) stemming not from problems of private debt, as at the time of the Asian crisis, but from public debt and again bringing to the willingness to involve the private sector. Following along the lines of J. Stiglitz, Dominique Plihon is critical both of the functioning of the IFIs and of the economic doctrine governing the action of the IMF: a “democratic deficit” both internally and vis-à-vis sovereign peoples with the preponderance of the United States in the decision-making; a doctrine based on the “Washington consensus” (financial and commercial liberalisation, total freedom of capital movements). He argues for a rebalancing of power between countries of the North and South within the IMF, with control exercised by each national Parliament, with the collaboration of society at large, and recommends strict regulation of capital movements. This recommendation comes at the right time as many economists, especially those from the Bank and the IMF, acknowledge that it is difficult to establish a robust causal relationship between financial integration and economic growth and that the liberalisation of capital flows is accompanied by increased macro-economic instability. Finally, Pierre Jacquet proposes a return to the Lerryck-Meltzer (2002) approach, considered as the most elaborated argument in favour of grants versus loans to poor countries, and emphasises its interest for the development of public-private partnerships. Loans, grants and collaterals are as many instruments associating as much as possible firms and markets for financing development of poor countries.

PREMIER MINISTRE

Conseil d'Analyse Économique

85 boulevard du Montparnasse 75006 PARIS
Télécopie : 01 53 63 59 55

Site Internet : www.cae.gouv.fr

Cellule permanente

Christian de Boissieu

Président délégué du Conseil d'analyse économique

Mario Dehove

Secrétaire général

01 53 63 59 50

Laurence Bloch

Conseillère scientifique

*Commerce extérieur
Questions internationales*

Jean-Christophe Bureau

Chargé de Mission

*Agriculture
Environnement*

Christine Carl

Chargée des publications et de la communication

01 53 63 59 36
christine.carl-cae@servpm.org

Katherine Beau

Chargée d'études documentaires

01 53 63 59 28
katherine.beau-cae@servpm.org