

# Le Fonds monétaire international comme prêteur international de dernier ressort

de Umberto Schwarz, Direction des institutions de Bretton Woods,  
Banque nationale suisse, Zurich

# 1 Introduction

Cela fait dix ans cette année que la Suisse est membre du Fonds monétaire international. Cet anniversaire est l'occasion de porter un regard sur cette période au cours de laquelle cette institution a connu de profonds changements. Premièrement, l'engagement du Fonds dans les pays les plus pauvres n'a cessé de s'accroître. Deuxièmement, le volume des crédits accordés par le Fonds depuis le milieu des années nonante a pris une ampleur qui n'a plus rien de commun avec ce qui était observable durant les deux décennies précédentes. En corollaire à cette évolution, ses domaines de compétence ont été élargis. Le Fonds est devenu en quelque sorte un prêteur international de dernier ressort avec notamment pour conséquence une augmentation du risque moral, c'est-à-dire une modification du comportement des créanciers internationaux et des pays débiteurs, caractérisée par une prise de risque plus élevée. Mon objectif dans cet article est de montrer que bon nombre de mesures qui ont été adoptées par cette institution durant cette période l'ont été afin de limiter ce risque.

Au cours des années nonante, et plus particulièrement depuis la deuxième moitié de cette décennie, les crédits et lignes de crédit accordés par le Fonds se sont fortement accrus. Leur montant total s'élevait au 30 avril 2002 à 87 milliards de droits de tirage spéciaux (DTS; *Special Drawing Rights*), ce qui correspond environ à 174 milliards de francs. En 1994, avant la crise mexicaine, ce montant n'atteignait en revanche que 8 milliards de DTS. Deux ans plus tard, à l'apogée de cette crise, il s'élevait à 28 milliards de DTS. Ensuite, à partir de 1998, le volume total des crédits et lignes de crédit n'a cessé de s'accroître, nourri par les crises qui se sont succédées en Asie, en Russie, au Brésil, en Argentine et en Turquie.<sup>1</sup>

Cette augmentation du volume des crédits a été rendue possible par une augmentation des ressources à disposition du Fonds. Ces dernières sont constituées par son capital et par les lignes de crédit mises à sa disposition. Son capital a été augmenté en 1999 passant de 146 à 212 milliards de DTS. Certes l'intégralité de ce capital n'est pas utilisable. Seul les parts versées par les pays n'ayant pas de difficultés de balance des paiements peuvent être utilisées. Le volume des lignes de crédits mises à sa disposition a été doublé en 1998 passant de 17 à 34 milliards de DTS.<sup>2</sup>

L'augmentation du volume des crédits a aussi été facilitée par la modification des principes guidant la politique de prêt du Fonds. Les deux détonateurs

ont été la crise du Mexique en 1995 et celle de la Corée en 1997. Après la première de celles-ci, le Fonds a entériné la politique consistant à répondre rapidement et avec d'importants moyens à une crise éventuelle (mécanisme de financement d'urgence; *Emergency Financing Mechanism*). Cette politique a reçu des contours plus précis lors de la crise coréenne. A cette occasion, une nouvelle fenêtre de crédit a été créée, la facilité de réserve supplémentaire (*Supplemental Reserve Facility*). Cette nouvelle facilité s'écarte des fenêtres de crédit traditionnelles. Habituellement, les crédits du Fonds servent de catalyseur à l'afflux de fonds privés. Ils ne sont pas là pour combler une partie importante du déficit de la balance des paiements, leur volume peut donc être modeste, le versement des fonds se fait par tranches successives et est conditionnel à l'atteinte de certains objectifs économiques contenus dans un programme d'ajustement économique. En revanche, dans le cas des crédits accordés au titre de cette nouvelle facilité, cela n'est pas le cas. Leur volume est important et la plus grande partie des fonds est libérée immédiatement.

L'augmentation des ressources du Fonds et la modification des principes guidant sa politique de crédit répond à un besoin dont l'origine se situe dans l'accroissement des flux internationaux de capitaux. La libéralisation croissante des mouvements de capitaux a certes permis une meilleure allocation des capitaux à l'échelle de la planète mais elle a aussi fragilisé le système financier international. En effet, les crises de balance des capitaux peuvent être brutales et acquérir des dimensions importantes, particulièrement en cas de retraits de fonds placés à court terme.

Le retrait des capitaux, en d'autres termes le non-renouvellement des crédits, peut obéir à des raisons multiples. La conséquence reste cependant la même: le pays débiteur ne trouve plus de prêteurs privés. Dans ces circonstances, le débiteur peut se tourner vers le Fonds. Ce dernier joue alors le rôle d'un prêteur de dernier ressort seul capable ou disposé à fournir de la liquidité lorsque toutes les autres sources de financement sont taries. De la même façon que, sur un plan domestique, le prêteur de dernier ressort, en général la banque centrale, vient à la rescousse d'un établissement bancaire qui est confronté à des retraits des dépôts placés chez lui, le Fonds peut aider un pays qui est confronté à un reflux de capitaux. Cette caractérisation a été adoptée, avec une certaine réserve cependant, notamment par Stanley Fischer lorsqu'il était encore Premier Direc-

1 Voir : IMF, *Annual Report*.

2 Il y a deux lignes de crédit: les Accords généraux d'emprunt (AGE; *General Arrangements to Borrow*) qui s'élevaient à 17 milliards de DTS et les Nouveaux accords d'emprunt (NAE; *New Arrangements to Borrow*) qui se montent à 34 milliards de DTS. Les Nouveaux accords d'emprunt incluent les Accords généraux

d'emprunt. Les AGE sont financés par les principaux pays industrialisés (Allemagne, Belgique, Canada, Etats-Unis, France, Italie, Japon, Pays-Bas, Royaume-Uni, Suède, Suisse). Les NAE sont financés par ces onze pays industrialisés et par plusieurs autres pays industrialisés ou émergents (Arabie Saou-

dite, Australie, Autriche, Corée, Danemark, Espagne, Finlande, Hong Kong, Koweït, Luxembourg, Malaisie, Norvège, Singapour, Thaïlande). (En Suisse, tout comme en Allemagne, en Suède et à Hong Kong, c'est la banque centrale qui est l'institution participante.)

teur général adjoint du Fonds (Fischer, 1999). Cette réserve tient à la limitation des ressources du Fonds. En effet le Fonds, contrairement à une banque centrale, ne peut pas créer de la monnaie. Son offre de crédit est contrainte par les ressources à sa disposition. Le Fonds constitue donc un prêteur de dernier ressort *sui generis*.

L'activité de prêteur de dernier ressort est source de bénéfices mais possède aussi un coût économique important. Ce dernier consiste en un accroissement du risque moral. Le risque moral est une conséquence de tout contrat d'assurance. Un tel contrat réduit les incitations à prendre des dispositions pour éviter de se trouver dans une situation rendant nécessaire le recours aux prestations de l'assurance. Les comportements à risque seront d'autant plus fréquents et plus amples que le recours à l'assurance sera aisé. L'existence d'un prêteur de dernier ressort sur un plan domestique offre un tel contrat d'assurance. D'une part, les banques adoptent un comportement plus risqué dans leur politique de crédit, augmentant la probabilité de la nécessité d'une intervention de la part du prêteur de dernier ressort. D'autre part, les déposants, c'est-à-dire les créanciers des banques, accordent moins d'importance à la qualité du risque présenté par les établissements dépositaires.

Sur un plan international, le Fonds est confronté à ce même problème. De par son rôle de prêteur de dernier ressort, il offre, d'une part, à ses membres une assurance implicite, pouvant induire ces derniers à négliger le risque de surendettement. Il offre, d'autre part, aux créanciers de ces pays une certaine garantie qu'ils seront remboursés en cas de difficultés de paiement. La conséquence en est une augmentation de l'instabilité financière internationale et un recours croissant aux services du prêteur international de dernier ressort.

Il existe certes une différence importante entre le contrat d'assurance offert par le Fonds et un contrat d'assurance standard. Dans un contrat d'assurance standard, l'exercice de l'assurance, suite à un dommage, résulte en un transfert de fonds de l'assureur vers l'assuré. L'assuré est ensuite libéré de toute obligation ultérieure. Dans le cas qui nous préoccupe, à l'exception de la première étape, le processus est différent. Dans une première étape, l'exercice de l'assurance par le débiteur en cas de dommage (difficulté de paiement) résulte similairement à ce qui est esquissé ci-dessus en un transfert de fonds de l'assureur (Fonds monétaire international) vers l'assuré (pays débiteur). Le processus cependant ne s'arrête pas là. Les fonds transférés ne restent pas entre les

main du pays débiteur. En lui permettant d'assurer le service de sa dette, ils repartent immédiatement vers les créanciers de ce dernier. Le pays débiteur n'est toutefois pas délivré de toute obligation: il encourt une dette à l'égard du Fonds qu'il devra ultérieurement rembourser. En d'autres termes, ce n'est pas le pays débiteur mais ses créanciers qui sont les bénéficiaires de l'assurance offerte par la fonction de prêteur de dernier ressort du Fonds.

Le remboursement de ces crédits passe par un ajustement économique qui nécessite une contraction de l'activité parfois fort importante. Cette contraction n'affecte pas tous les groupes sociaux de façon similaire. Une des raisons de cet endettement trop élevé peut provenir du fait que les agents économiques, les groupes sociaux, responsables de l'endettement ne sont pas les mêmes que ceux qui supporteront les coûts de l'ajustement économique nécessaire au remboursement de la dette. Ainsi, l'exercice de l'assurance par le pays débiteur résulte en un transfert de fonds en provenance de la population des pays débiteurs vers les créanciers de celui-ci et non pas en un transfert de l'assureur (c'est-à-dire des contribuables des pays riches qui financent le Fonds) vers le pays débiteur (Jeanne et Zettelmeyer, 2001).

Jusqu'à présent les pays débiteurs ont à quelques exceptions près toujours remboursé leur dette envers le Fonds. Il n'est pas dit que cela sera toujours le cas à l'avenir. Si ces pays devaient ne plus le rembourser, ce serait en fin de compte les contribuables des pays qui financent le Fonds qui seraient amenés à supporter les pertes en résultant. Il convient aussi de tenir compte de cet élément dans l'appréciation du risque moral causé par l'activité du Fonds.

## 2 Mesures récentes du Fonds sous l'angle du risque moral

Le Fonds monétaire international a pris récemment de nombreuses initiatives. Elles possèdent de fortes similitudes avec certaines mesures prises par les prêteurs domestiques de dernier ressort et les autorités monétaires nationales pour contrer directement ou indirectement le risque moral. Le nombre et la variété de ces mesures s'expliquent par le fait que le problème du risque moral ne possède pas de solution aisée.<sup>3</sup> Cette affirmation, valable sur un plan domestique, l'est aussi sur un plan international.

### **Prix élevé de la facilité de réserve supplémentaire: peu dissuasif**

La solution la plus classique pour réduire le risque moral engendré par la possibilité de recourir à une source de crédit de dernier ressort consiste à faire usage d'un taux d'intérêt élevé. Sur un plan domestique, cette solution a été esquissée au XIX<sup>e</sup> siècle déjà, par Thornton et Bagehot. L'augmentation du prix du crédit de dernier ressort a pour effet de restreindre le recours au service du prêteur de dernier ressort et donc par là réduit le risque moral.

Le Fonds a créé une fenêtre de crédit qui s'inspire de ce principe. Il s'agit de la facilité de réserve supplémentaire (*Supplemental Reserve Facility*) qui permet l'octroi de crédit à un taux d'intérêt élevé. Bien que le Fonds ait fait usage de cette facilité, cela n'a pas réduit la demande de crédit. Trois raisons peuvent être avancées à cela. Premièrement, tous les prêts de dernier ressort ne sont pas accordés aux conditions relativement drastiques de cette facilité. Deuxièmement, même lorsque les prêts sont accordés aux conditions de cette facilité, le prix élevé du crédit résulte en un inconvénient qui est bien inférieur à celui qui résulterait d'une extinction de l'offre de crédit. Troisièmement, l'effet dissuasif sur la demande de crédit a encore été réduit par le fait que le Fonds a consenti dans certaines circonstances à convertir un crédit initial à taux d'intérêt élevé en un prêt à taux normal. Il l'a fait lorsque le débiteur se trouvait dans l'incapacité de rembourser le premier crédit dans le temps imparti. Dans ces conditions, il est clair que la demande de crédit de dernier ressort n'a guère été diminuée par la création de cette nouvelle facilité frappée d'un taux d'intérêt élevé.

3 Freixas *et al.* (1999) présentent de façon détaillée les diverses mesures prises par les prêteurs de dernier ressort domestiques pour réduire le risque moral.

### **Ambiguïté constructive: séduisante mais inadéquate**

Afin de réduire le risque moral, le prêteur de dernier ressort peut faire planer le doute sur ses intentions. Il laisse le secteur privé dans l'incertitude quant à sa volonté effective d'intervenir en cas de difficulté. La probabilité d'essuyer une perte conduira les créanciers à exercer une attention accrue aux prêts qu'ils accordent. Une telle politique est ambiguë car elle repose sur l'incertitude quant à l'action du prêteur de dernier ressort et elle est constructive car elle réduit la probabilité d'occurrence d'une telle action.

Les principes qui prévalent actuellement au sein du Fonds pour l'octroi d'aide en cas de crise relèvent de l'ambiguïté constructive. Il s'agit notamment des deux principes suivants, endossés par le Comité monétaire et financier international à Prague en septembre 2000:

1. le financement officiel est limité;
2. l'octroi d'un crédit dépendra des perspectives du pays de retrouver l'accès du marché des capitaux: si les perspectives sont bonnes, un crédit exceptionnel peut être justifié.

Ces deux principes sont l'expression concrète de cette ambiguïté constructive. D'après le premier principe, le Fonds affirme qu'il n'entend participer que de façon modeste à combler un éventuel déficit de la balance des paiements. En revanche, d'après le second principe, il atténue cette affirmation en énonçant que des exceptions peuvent être faites sans pour autant préciser les circonstances dans lesquels elles se produiront. Il est clair que la détermination des perspectives d'accès au marché des capitaux laisse la porte ouverte à une grande marge d'interprétation.

L'inconvénient majeur d'une politique d'ambiguïté constructive c'est qu'elle n'est pas crédible. Elle souffre d'incohérence temporelle: si ex-ante le Fonds peut laisser planer le doute sur ses intentions effectives d'aider un débiteur en difficulté, une telle attitude n'est plus optimale ex-post. Si la communauté internationale ne veut pas courir le risque d'une crise systémique, elle ne voudra pas refuser son aide à un débiteur en difficultés. Il convient cependant de relever que dans un passé récent, le Fonds s'est abstenu deux fois de venir à la rescousse de l'un de ses membres importants. Il s'agit de la Russie en 1998 et de l'Argentine à partir de la fin 2001. Il n'est pas clair si ces deux exemples suffisent pour affirmer que le Fonds a pratiqué avec succès une politique d'ambiguïté constructive ou si ces deux événements étaient

plutôt, dans les circonstances qui étaient les leurs, dénués de risque systémique.

Une politique d'ambiguïté constructive souffre d'un deuxième défaut encore. Elle occasionne une discrimination des petits débiteurs, qui ne sont pas considérés comme étant susceptibles d'engendrer une crise systémique.

#### **Ligne de crédit préventive: peu crédible**

Le Fonds a encore établi une ligne de crédit préventive (*Contingent Credit Line*) aux termes de laquelle les membres qui satisferaient à certaines conditions pourraient accéder en cas de nécessité à des crédits à des conditions plus favorables que ne le sont celles de la facilité de réserve supplémentaire. Jusqu'à présent, aucun pays n'a demandé à être mis au bénéfice d'une telle ligne de crédit. Ceci n'est guère étonnant. Si un pays devait en faire la demande, il pourrait craindre que cela donne un mauvais signal au marché, renchérisse le coût du capital et éventuellement raréfie l'offre de capitaux. Dans le même ordre d'idées, le Fonds ne peut pas se contenter de réserver ses ressources pour les seuls pays qui satisferaient à certaines conditions, comme l'a suggéré par exemple le rapport de l'*International Financial Institution Advisory Commission* présidée par A.H. Meltzer (2000). Cette solution souffre aussi d'incohérence temporelle: il ne serait en effet pas optimal de refuser son aide par exemple à un pays présentant un risque systémique sous prétexte que celui-ci ne satisfait pas à certaines conditions.

#### **Prévention et transparence: nécessaires mais insuffisantes**

Le Fonds a encore adopté un ensemble de mesures qui visent entre autres à réduire indirectement le risque moral. A cette fin, il a considérablement développé son appareil préventif au cours de ces dernières années. Il a mis au point un concept original d'analyse du secteur financier qui s'ajoute à ses analyses macroéconomiques traditionnelles. Il a rendu plus transparente le résultat de ses analyses. Concernant l'analyse du secteur financier, l'action préventive s'est faite en trois étapes. Dans un premier temps, le Fonds, ou une autre institution spécialisée, a élaboré un standard ou un code à l'aune duquel les pratiques effectives peuvent être mesurées.<sup>4</sup> Ensuite, le Fonds procède à intervalles réguliers à un examen de ces pratiques et de la situation dans les pays membres. Ils ont lieu dans le cadre du *Financial Sector Assessment Program* (FSAP), un programme d'évaluation du secteur financier. La prévention effectuée

par le Fonds est une *méta-prévention*. Il n'effectue pas lui-même de surveillance mais émet des recommandations à l'intention des autorités de surveillance. Enfin, les recommandations qui résultent de cet exercice sont rendues public dans un rapport, le *Financial Sector Stability Assessment* (FSSA). La publication de l'examen de la santé macroéconomique et de celle du système financier a pour fonction de permettre aux forces du marché d'exercer une fonction disciplinante en se retirant des pays présentant un risque trop élevé. La transparence ainsi acquise permet de discriminer les bons et les mauvais risques.

En outre, le Fonds procède depuis le début de l'année 2002 à un examen trimestriel de la stabilité financière mondiale (*Global Financial Stability Report*). Cet examen étend et remplace le rapport annuel sur l'évolution des marchés internationaux des capitaux et constitue un parallèle aux discussions semestrielles sur les perspectives économiques mondiales (*World Economic Outlook*).

Les développements en matière d'analyse du secteur financier montrent que le Fonds a dépassé son approche traditionnelle qui était focalisée sur la surveillance des politiques monétaires et budgétaires. Une telle approche était adéquate aussi longtemps que le principal problème de balance des paiements auquel les pays pouvaient être confrontés était un problème de balance courante dont les origines résidaient précisément dans un déséquilibre monétaire ou budgétaire. Elle est devenue insuffisante depuis que les problèmes de balance des paiements ont débordé le cadre de la balance courante (Chang et Velasco, 2001; Diamond et Rajan, 2001).

La prévention est nécessaire pour déceler à temps les situations susceptibles d'engendrer des problèmes de la balance des paiements. Une recommandation du Fonds aboutissant à des mesures correctrices réduit les probabilités que le Fonds doive intervenir en tant que prêteur de dernier ressort et donc réduit indirectement le risque moral. A côté de cet avantage, la prévention présente cependant aussi une insuffisance majeure. Chaque crise financière possède des caractéristiques intrinsèques. Si elles étaient toutes dues à un nombre fini et connu de facteurs, il suffirait de s'assurer de l'absence de ces facteurs pour que l'on puisse affirmer que la probabilité d'occurrence d'une crise est égale à zéro. Cela n'est pas le cas car toute crise est un événement individuel. Ainsi, aussi sophistiqué qu'il soit, aucun système de prévention ne sera en mesure de détecter toutes les crises.

4 A l'heure actuelle, les principaux standards et codes couvrent les domaines suivants: transparence de la politique monétaire, transparence de la politique budgétaire, publication des statistiques, supervision

bancaire, supervision des assurances, réglementation des marchés de titres, systèmes de paiement, gouvernance d'entreprise, comptabilité, audit, insolvabilité et droits des créanciers.

L'objectif de la transparence est de permettre aux forces du marché de mieux exercer leur fonction de surveillance et de sanctionner le cas échéant les débiteurs douteux par une raréfaction du crédit avant qu'une situation de non-retour soit atteinte. La transparence à elle seule ne peut cependant atteindre cet objectif. Cela tient au fait que les créanciers privés n'ont aucune incitation à cesser d'accorder des crédits à un débiteur douteux si simultanément ils savent qu'il existe une institution prête à jouer le rôle de prêteur de dernier ressort. En se retirant, ils n'obtiendraient qu'une réduction de leur profit, les débiteurs douteux offrant un taux d'intérêt plus élevé que ne le font les débiteurs présentant un risque faible.

### 3 La participation du secteur privé

La participation du secteur privé à la résolution des crises a aussi pour conséquence de réduire indirectement le risque moral. Elle consiste en un processus conduisant les créanciers à accorder une extension de la maturité ou une remise partielle de la dette, en d'autres termes une restructuration de la dette. Dans la mesure où les crédits importants accordés par le Fonds sont à l'origine du risque moral, la participation des créanciers privés, en réduisant l'engagement du Fonds, diminuera l'amplitude de ce risque. En l'occurrence, au lieu que ce soit le Fonds, ce sont les créanciers privés eux-mêmes qui sont amenés à octroyer de la liquidité supplémentaire ou le cas échéant à réduire la valeur de la dette.

L'interruption unilatérale du service de la dette conduit aussi à une participation du secteur privé. Celle-ci est cependant obtenue sous contrainte et n'offre qu'un répit coûteux et provisoire: elle coupe le débiteur souverain de ses relations avec le monde extérieur et la dette existante reste intégralement présente. Il s'agit là d'une solution de dernier recours qui n'est pas examinée ici.<sup>5</sup> Si l'on rejette cette solution, et que l'on accepte l'hypothèse que le Fonds ne peut pas, ne veut pas, rester sans rien faire, il ne reste que les deux alternatives évoquées ci-dessus: soit le Fonds vient lui-même à la rescousse des pays en difficulté, soit il fait en sorte que d'autres – les créanciers privés – le fassent. Dans le premier cas, il en résulte du risque moral, dans le second, ce dernier est évité.

Le problème principal auquel se heurte la participation du secteur privé est le problème du cavalier ou, en d'autres termes, du cavalier seul. Collectivement les créanciers ont intérêt à accepter une restructuration de la dette de leur débiteur de préférence à un défaut de paiement. Pris individuellement cependant, chaque créancier a intérêt à ce que tous les autres créanciers, à l'exception de lui-même, acceptent une restructuration. Dans la mesure où les autres créanciers acceptent d'abandonner une partie de leurs avoirs, le créancier faisant cavalier seul verra la valeur de sa part augmenter dans cette même proportion. Il en résulte qu'aucun créancier n'acceptera la restructuration. Afin de surmonter ce problème, il est nécessaire de rendre les créanciers attentifs au fait que chacun ne pourra jouer au cavalier seul que si les autres sont prêts à aller de l'avant sans lui, il est nécessaire de porter à leur attention que, si chacun veut jouer ce rôle, rien ne se passera. Par conséquent, la coordination de l'action des créanciers, garantis-

5 L'interruption du service de la dette de la part d'un débiteur privé conduit à l'ouverture d'une procédure de banqueroute à son encontre pouvant mener à la liquidation des avoirs du débiteur, les créanciers n'étant satisfait qu'en proportion des actifs nets existants. Dans le

cas d'un débiteur souverain, cela n'est pas possible: il n'existe pas de mécanisme permettant d'ouvrir une procédure de banqueroute à l'encontre d'un débiteur souverain.

sant à chaque créancier que les autres créanciers participent aussi à cet exercice, est donc nécessaire.

La coordination est d'autant plus difficile que le nombre des créanciers est important. Il est plus malaisé de réunir autour d'une table de négociation ou de convier à participer à une conférence téléphonique les créanciers obligataires que les banques créancières, les détenteurs d'obligations étant plus nombreux que les établissements ayant accordé un crédit bancaire. En outre, les créanciers obligataires, contrairement aux banques créancières, ne sont généralement pas connus de leur débiteur. La coordination est d'autant plus complexe que les instruments de dette sont liquides. En effet, l'existence d'un marché liquide permet aux créanciers qui ne veulent pas s'embarquer dans une procédure de restructuration de se débarrasser aisément de leurs avoirs.<sup>6</sup> Enfin, la coordination est moins aisée lorsque les créanciers sont plus conscients des risques et comptabilisent leurs avoirs à la valeur de marché et non pas à la valeur nominale. En effet, la perte qui doit encore être essuyée en cas de restructuration est plus faible car dans ce cas des provisions auront déjà été établies. Cela diminue le pouvoir de négociation des autres créanciers et réduit les chances de la coordination.

La participation du secteur privé peut être réalisée à l'aide de procédures ad hoc ou dans le cadre d'un mécanisme de restructuration de la dette souveraine.

### Les procédures ad hoc

Les procédures de coordination ad hoc qui sont actuellement utilisées ou qui ont été proposées dépendent essentiellement du type d'instruments de dette. Dans le cas des créances bancaires à moyen et à long terme, les principales banques créancières, réunies au sein du Club de Londres, jouent le rôle de coordinateur. Elles négocient un accord de restructuration avec le débiteur. Cet accord est ensuite soumis aux autres banques créancières. L'expérience des années quatre-vingt montre que l'accord des banques faiblement engagées n'est pas toujours facile à obtenir. La restructuration des créances bancaires à court terme est bien plus rare. Dans le cas de la Corée en 1998, un consensus s'était dégagé entre les banques au terme duquel chacune s'engageait à ne pas réduire sa ligne de crédit si les autres banques en faisaient autant. Afin de permettre aux banques de s'assurer que cela était le cas, la Banque de réserve fédérale (la banque centrale des Etats-Unis) assumait le rôle de coordinateur et organisa des conférences télépho-

niques entre les banques centrales des pays dont les banques étaient engagées en Corée. Ensuite, chaque banque centrale informait les banques de son pays sur l'état de l'engagement des autres banques. Dans le cas de la Turquie, en 2001, le Fonds tenta de mettre sur pied un mécanisme similaire mais sans succès. L'échange d'information n'empêcha pas une réduction de l'engagement des banques dans ce pays. A posteriori, c'est moins l'échec de la tentative de coordination dans le cas de la Turquie que celui de son succès dans le cas de la Corée qui est surprenant.

La restructuration des créances obligataires s'est faite au XIX<sup>e</sup> siècle et dans la première moitié du XX<sup>e</sup> siècle au sein de comités ou d'associations représentant les créanciers obligataires. La solution adoptée était identique à celle utilisée dans le cas des restructurations de la dette à l'égard des banques. Les comités de créanciers nommaient des représentants chargés de négocier une restructuration de la dette. Compte tenu du nombre important de créanciers, le processus était cependant fort lourd et pouvait, ainsi que les restructurations de la période de l'Entre-deux-guerres en témoignent, prendre beaucoup de temps (Eichengreen et Portes, 1989).

Durant toute la deuxième moitié du XX<sup>e</sup> siècle et jusqu'à ces dernières années, il n'y a plus eu de restructuration de dette obligataire. Les comités et associations de créanciers obligataires ont été progressivement dissous. Le Fonds s'est exprimé récemment en faveur de la renaissance de ces associations. Une alternative à la création de comités consisterait à intégrer dans les contrats de dette obligataire des clauses permettant de surmonter le problème de la coordination entre une multitude de créanciers anonymes. A cette fin, un premier type de clauses devrait faciliter la nomination de représentants pouvant négocier les termes d'une restructuration de la dette. Un deuxième type de clauses devrait empêcher une minorité de créanciers de bloquer un accord de restructuration. Ces clauses devraient par conséquent permettre à une majorité de créanciers d'endosser un accord de restructuration négocié par ses représentants. L'introduction de clauses d'action collectives (*collective action clauses*) dans les contrats de dette obligataires émis par des débiteurs souverains a été proposée pour la première fois par le groupe des Dix en 1996 à la suite de la crise mexicaine (Group of Ten, 1996).<sup>7</sup>

6 Parmi les acheteurs de titres de débiteurs en détresse, il faut compter avec une catégorie particulière d'acheteurs qui se spécialisent dans l'achat de titres ayant une valeur bien inférieure à leur valeur nominale avec pour

objectif d'obtenir le remboursement intégral de certains de ces titres (*vulture funds*). Ces acheteurs constituent un obstacle non négligeable à une éventuelle restructuration.

7 Les obligations émises sous droit anglais contenaient avant cette date déjà des clauses remplaçant une fonction similaire. Cependant la portée concrète de ces clauses n'est pas claire. Le Pakistan, qui a restructuré en

1999 sa dette émise sous droit anglais, n'y a pas fait recours. Est-ce réticence de la part de ce pays ou inadéquation de ces clauses, la réponse n'est pas évidente.

La difficulté principale de ces deux procédures – comités et clauses – réside dans le fait que leur application n'est pas automatique. Elles ne s'imposent ni aux débiteurs ni aux créanciers. Ces derniers doivent délibérément choisir de constituer des comités ou d'introduire de telles clauses dans les contrats de dette obligataire. La création de comités ou l'introduction de clauses ne se produira que si les créanciers y trouvent un intérêt, c'est-à-dire si elles ne conduisent pas à une réduction de l'offre de crédit de la part du Fonds. Comme c'est précisément cela que le Fonds cherche à obtenir, les créanciers n'auront aucune incitation à agir. En d'autres termes, le secteur privé, tablant sur le fait que le Fonds ne veut pas courir le risque d'une crise systémique, n'a aucune incitation à prendre des mesures facilitant sa participation à la résolution des crises s'il sait que sans elles il accroît les chances que le Fonds intervienne. En outre, même si un jour la décision était prise de n'émettre plus que des obligations dotées de telles clauses, il faudrait encore tenir compte du stock de la dette obligataire existant à ce moment-là, qui lui ne posséderait pas de telles clauses. Et même si ce problème était résolu dans son intégralité, cela ne résoudrait pas encore le problème posé par les autres instruments de la dette dont les contrats ne seraient pas assortis de telles clauses. La participation du secteur privé à la résolution des crises à l'aide de procédures ad hoc, en général, et de clause d'action collective, en particulier, reste donc incertaine.

### **Un mécanisme de restructuration de la dette souveraine**

Une alternative à ces procédures ad hoc consiste en la création d'un mécanisme de restructuration de la dette souveraine (*Sovereign Debt Restructuring Mechanism*) capable de coordonner l'action des créanciers privés en cas de crise. Krueger (2001 et 2002) a esquissé les objectifs qui devraient être attribués à un tel mécanisme:

1. protéger le débiteur d'une action de certains de ses créanciers devant les tribunaux;
2. empêcher qu'une minorité de créanciers puisse s'opposer à un accord de restructuration de la dette;
3. privilégier les créanciers disposés à prêter des fonds après l'apparition de la crise;
4. offrir aux créanciers une garantie que le débiteur adoptera des politiques économiques appropriées à une reprise de ses paiements extérieurs et qu'il négociera en bonne foi la restructuration de sa dette extérieure.

Ce mécanisme serait l'équivalent, sur un plan international, des procédures nationales à appliquer en cas de banqueroute d'entreprises du secteur privé ou de collectivités publiques (municipalités). Ces procédures ont pour objectif d'empêcher une vente hâtive des actifs du débiteur et en contrepartie elles offrent un cadre au sein duquel l'activité du débiteur peut être contrôlée. Les objectifs ci-dessus correspondent à une exception près aux objectifs économiques qui devraient idéalement être assignés aux procédures de banqueroute privée tels qu'ils sont décrits par Hart (1995). Une procédure efficace doit maximiser la valeur des actifs, notamment en empêchant leur vente hâtive par des créanciers pressés et en créant les conditions pour une restructuration éventuelle de la firme illiquide ou insolvable. Cet objectif trouve son expression dans le premier et le deuxième objectif de la liste ci-dessus. Une procédure efficace devrait préserver le degré de priorité des créances. Le troisième objectif fait référence à ce principe. Et enfin, elle devrait permettre de pénaliser adéquatement les responsables de la banqueroute. Cette dernière condition n'est pas remplie.

La création d'un tel mécanisme se heurte à des obstacles importants. Les deux difficultés majeures sont les suivantes. Premièrement, le cadre permettant la gestion de l'incapacité de paiement d'un débiteur souverain doit être universellement reconnu. En d'autres termes, il doit être accepté par toutes les juridictions. Si cela n'est pas le cas, les emprunts seront émis dans les pays qui ne reconnaissent pas ce cadre. Il en va de même pour les dettes bancaires qui seront portées au bilan des établissements domiciliés dans ces pays. Deuxièmement, ce cadre doit offrir la garantie que le débiteur adopte effectivement des politiques appropriées à une reprise de ses paiements extérieurs et qu'il négociera en bonne foi la restructuration de sa dette extérieure. Des sanctions doivent pouvoir être appliquées en cas d'infraction. Compte tenu du fait que le débiteur est un Etat souverain et que le responsable des difficultés de paiement est le gouvernement, il n'est pas aisé de concevoir une solution qui soit à même de satisfaire à ce critère.

Deux autres difficultés se dressent sur le chemin d'un tel mécanisme. Il sera nécessaire de déterminer l'instance – Fonds, débiteur ou créanciers – qui sera chargée d'activer la procédure de restructuration au sein de ce cadre formel. Dans les faits, une telle procédure ne sera vraisemblablement ouverte que si le Fonds limite l'accès à ses ressources. Il faudra par conséquent accorder une attention particulière aux déterminants de l'accès aux ressources du Fonds. Il faudra, deuxièmement, déterminer une instance chargée d'arbitrer les éventuels conflits qui pourraient surgir entre les créanciers ou entre le débiteur et ses créanciers.

La question de la création d'un mécanisme permettant de gérer une incapacité de paiement d'un débiteur souverain avait déjà été soulevée après la crise mexicaine. Sa création avait été rejetée à l'époque pour plusieurs raisons (Group of Ten, 1996). La négociation serait longue et ardue car les objectifs et la philosophie des procédures nationales de banqueroute présentent de fortes différences. Les autorités responsables de la politique économique ne peuvent être contrôlées ou remplacées comme les dirigeants d'une entreprise privée peuvent l'être dans le cadre d'une procédure domestique de banqueroute. On avait estimé que les créanciers litigieux ne constitueraient pas un problème sérieux pour les débiteurs souverains et qu'il n'était donc pas nécessaire de protéger ces derniers. On avait enfin estimé que plusieurs des objectifs visés par un tel mécanisme pourraient être atteints à l'aide de méthodes plus informelles. Si les deux premières propositions restent vraies, les deux dernières propositions se sont avérées erronées. Des créanciers litigieux ont pu par exemple empêcher le Pérou de normaliser ses relations avec des créanciers plus coopératifs en portant leur affaire devant les tribunaux. La crise asiatique mais surtout la façon dont le Fonds a fait face aux crises récentes en Argentine (jusqu'en automne 2001) et en Turquie, ont montré les limites des méthodes informelles actuelles.

Les difficultés évoquées ci-dessus ne doivent pas constituer un prétexte pour abandonner l'idée de mettre en place un mécanisme de restructuration de la dette. Leur évocation constitue plutôt un appel à les surmonter. En effet, malgré ses difficultés, un tel mécanisme offre une solution logique au problème de la coordination des créanciers, la coordination étant nécessaire pour assurer la participation du secteur privé à la résolution des crises; participation qui elle-même est nécessaire pour réduire le risque moral occasionné par les prêts importants du Fonds.<sup>8</sup>

8 Une simple limitation des prêts du Fonds sans que n'existe en parallèle un mécanisme de restructuration de la dette souveraine a pour effet de conduire au recours aux procédures ad hoc ou à l'interruption unilatérale du service de la dette.

Compte tenu de l'efficacité relative de ces deux processus, le Fonds est amené à prêter plus que nécessaire. La réduction des prêts du Fonds va de pair avec l'existence d'un mécanisme de restructuration de la dette souveraine.

## 4 Conclusion

A la fin des années nonante, le Fonds a acquis une nouvelle nature. Il a pris de plus en plus les traits d'un prêteur international de dernier ressort. L'existence d'une source de financement de dernier recours a conduit à une diminution de la perception du risque liée à l'activité financière internationale. Pour contre-carrer, cette augmentation du risque moral, le Fonds a pris toute une série d'initiatives. Il a créé une fenêtre de crédit lui permettant d'accorder des crédits d'un volume important mais à un taux d'intérêt élevé. Il a explicitement déclaré vouloir limiter l'accès au financement officiel tout en se réservant le droit de déroger à cette ligne dans des circonstances exceptionnelles. Il a renforcé son appareil préventif en étendant le champ de son activité au secteur financier et en rendant plus transparente le résultat de ses analyses. Force est de constater que ces mesures ou ces déclarations d'intention n'ont pas permis de réduire le risque moral. Une réduction de ce risque semble plutôt devoir passer par une participation du secteur privé, aussi difficile que cette dernière soit à obtenir.

Actuellement, la communauté internationale et le Fonds monétaire international en particulier étudient aussi bien la question des clauses d'action collective que celle d'un mécanisme de restructuration de la dette souveraine. Les travaux se poursuivent dans les deux directions et ce pour deux raisons essentiellement. Premièrement, trop de difficultés affectent aussi bien l'une que l'autre de ces deux stratégies pour que l'on puisse se permettre d'abandonner l'une d'entre elles à ce stade des travaux. Deuxièmement, au cours des discussions qui se sont tenues dans diverses enceintes, des divergences quant à l'opportunité de privilégier l'une ou l'autre des deux stratégies sont clairement apparues entre pays créanciers, entre le secteur privé et le secteur public des pays créanciers, et entre pays débiteurs et pays créanciers. Compte tenu de ces divergences de vues, le secteur privé met l'accent sur les clauses d'action collective alors que le Fonds, sans pour autant négliger les possibilités de contribuer à l'introduction des clauses, étudie activement les modalités d'un mécanisme de restructuration de la dette souveraine.

## Bibliographie

Chang, R. et Velasco, A. 2001. A Model of Financial Crises in Emerging Markets. *Quarterly Journal of Economics* 116 : 489–517.

Diamond, D.W. et Rajan, R.G. 2001. Banks, short-term debt and financial crises: theory, policy implications and applications. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 54 : 37–71.

Eichengreen, B. et Portes, R. 1989. After the Deluge: Default, Negotiation, and Readjustment during the Interwar Years. Dans *The International Debt Crisis in Historical Perspective*, édés: B. Eichengreen et P.H. Lindert. Cambridge: MIT Press.

Fischer, S. 1999. On the Need for an International Lender of Last Resort. Version révisée d'un exposé tenu à l'occasion du déjeuner conjoint de l'«American Economic Association» et de l'«American Finance Association» New York. <http://www.imf.org/external/np/speeches/1999/010399.htm>.

Freixas, X., Giannini C., Hogarth G. et Soussa F. 1999. Lender of last resort: a review of the literature. Bank of England *Financial Stability Review* 7: 151–167.

Group of Ten. 1996. *The Resolution of Sovereign Liquidity Crises*. A Report to the Ministers and Governors prepared under the auspices of the Deputies. Basel: Bank for International Settlements et Washington D.C. : International Monetary Fund.

Hart, O. 1995. *Firms, Contracts and Financial Structure*. Oxford: Clarendon Press.

International Financial Institution Advisory Commission. 2000. *Report*. Commission présidée par Meltzer, A.H.

International Monetary Fund. *Annual Report*, diverses années.

Jeanne, O. et Zettelmeyer, J. 2001. International bailouts, moral hazard and conditionality. *Economic Policy, A European Forum* 33 : 409–432.

Krueger, A. 2001. *International Financial Architecture for 2002: A New Approach to Sovereign Debt Restructuring*. Exposé tenu devant le «National Economists' Club Annual Members' Dinner, American Enterprise Institute» Washington D.C. <http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/112601.htm>

Krueger, A. 2002. *A New Approach to Sovereign Debt Restructuring*. Washington D.C.: International Monetary Fund.