



DOCUMENT DE RECHERCHE

EPEE

CENTRE D'ETUDE DES POLITIQUES ECONOMIQUES DE L'UNIVERSITE D'EVRY

Dette souveraine : crise et restructuration

Facundo ALVAREDO & Carlos WINOGRAD

04 – 20

Dette Souveraine : Crise et Restructuration¹

Facundo Alvaredo
DELTA
Carlos Winograd
DELTA et Université d'Evry Val d'Essone

Introduction

Les récents défauts de paiement de la dette publique intervenus en Russie, en Asie, en Equateur et en Argentine ont renouvelé le débat sur le règlement *ordonné* des crises de la dette souveraine. Madame Anne Krueger, Premier Directeur-Général Adjoint du FMI, a proposé de créer un "Mécanisme de Restructuration de la Dette Souveraine" (SRDM) dans le but de faciliter la déclaration d'insolvabilité pour un pays surendetté, suivant les principes du Chapitre 11 du Code des Faillites des États Unis. Le problème de gestion des crises de dette publique n'est pas nouveau, et la question a toujours éveillé l'intérêt des économistes. En quête de références, on peut remonter à Adam Smith. Il faut tout d'abord remarquer que la nature des crises de la dette souveraine est étroitement associée aux spécificités du système financier international, toujours en évolution et sans cesse soumis à des changements. Par conséquent, chaque crise apparaît sous de nouvelles formes (ou d'anciennes, revisitées) et appelle des nouveaux défis.

Au 20^e siècle, en particulier, de graves épisodes d'endettement public ont été suivis de différentes propositions portant sur des plans de gestion des crises. Les propositions développés ont essayé de traiter des imperfections de marché ou institutionnelles; toutefois, elles ont montré une tendance à sous-estimer les nouveaux préjudices qu'elles-mêmes pouvaient induire. Le débat en cours présente toujours ce problème d'approche. Les solutions *désordonnées* mises en place se sont avérées coûteuses et, par conséquent, ont accru la pression sur le FMI et le G7 pour obtenir des plans de sauvetage financier visant à minimiser les dommages d'un effondrement ou à éviter la propagation de la crise. En même temps, l'intervention explicite ou prévisible soit des trésoreries des États soit des institutions multilatérales semble avoir renforcé certaines incitations perverses parmi les créanciers. La participation croissante du FMI, qui représente une réponse systémique pour résoudre les problèmes du système financier international, a évolué parallèlement à

¹ On remercie les discussions et commentaires de Michael Bégorre Bret, François Bourguignon, Carlos Quenan, Richard Portes, Thierry Verdier et les participants à la conférence ABCDE organisée par la Banque Mondiale en mai 2003, et ESCP-EAP réalisée à Paris en Juin 2003.

une augmentation de la fréquence et de la virulence des crises au cours des quinze dernières années.

Autrement dit, les nouvelles formes adoptées successivement par le système financier international ont donné lieu à de nouvelles configurations des crises de la dette des nations et, par conséquent, à de nouvelles propositions pour une résolution ordonnée. Certaines questions controversées ont été débattues tandis que d'autres ont été négligées.

Cet article souligne premièrement la tension permanente entre flexibilité et coordination: un marché financier avec une structure atomistique de porteurs d'obligations est extrêmement flexible en ce qui concerne les ajustements de prix, et présente en même temps le risque potentiel d'insuffisance de coordination en cas de crise. Par contre, lorsque prédomine le crédit bancaire, la concentration qui résulte des associations de banques allège le problème de la coordination en échange d'un ajustement plus coûteux. L'histoire récente a évolué avec ces deux structures, de telle sorte qu'une proposition fondée sur les caractéristiques du marché financier à un moment donné du temps ne réussira pas nécessairement à créer un système inter temporellement robuste de résolution ordonnée de crises de dette souveraine.

Deuxièmement, le parallélisme entre les dettes des sociétés et la dette souveraine constitue une analogie insatisfaisante. L'inexistence de garantie, l'impossibilité de définir une valeur de liquidation pour un État, l'incapacité totale de faire respecter des contrats quand la souveraineté d'un pays est en question dans le cadre du respect du droit international, impliquent qu'une assimilation entre les entreprises privées et les nations constitue un point de départ trompeur pour comprendre les spécificités de la dette publique. Par conséquent, il faut être prudent lorsque les modèles de résolution ordonnée de crise sont *collés* au Codes de Règlement de faillites des entreprises.

Cet article contient 4 sections. Dans la deuxième section, on analyse les différences entre la dette des firmes et celle des pays. Dans la troisième section, on discute les différentes propositions développés au cours des trente dernières années. Par la suite, on présente les deux principales recommandations récentes: l'approche *statutaire* et l'approche *contractuelle*. La dernière section est consacrée aux conclusions.

Dette Souveraine et Dette des Entreprises

Adam Smith soutenait que "[...] lorsqu'un État se trouve dans la nécessité de se déclarer lui-même en faillite, de la même manière qu'un individu se trouve dans la nécessité de le faire, une faillite juste, ouverte et avouée est toujours la mesure la plus honorable pour le débiteur et en même temps la moins nuisible pour le créancier."² Cette proposition introduit le problème de la distinction entre les entreprises et les États.

Il y a des différences importantes entre les individus - ou entreprises - et les pays lorsqu'il s'agit de dette. Un pays en faillite n'offre pas une valeur intrinsèque et le PIB ne peut être vendu par les créanciers : *un tout petit peu* de volonté de payer de la part de l'État emprunteur est donc toujours indispensable pour soutenir un équilibre avec endettement. L'impossibilité de déterminer une valeur de liquidation implique que les créanciers ne disposent d'aucune option externe bien définie. Il s'agit ici de la valeur de liquidation aux termes du Chapitre 7 du Code des Faillites des États Unis, qui fournit une référence courante du fait qu'aucun tribunal ne peut statuer une solution susceptible de donner à une catégorie quelconque de créanciers moins que ce qu'ils auraient obtenu après la liquidation.

Cette valeur de liquidation n'est pas définissable pour le cas de la dette souveraine. La volonté de payer, si grande qu'elle soit, est toujours contrainte par le PIB ou par les exportations. Les défauts de paiement doivent être coûteux pour les débiteurs, comme principe de dissuasion, et moyen de rendre crédible et viable le marché de crédit international. Un effet positif ex ante en résultera par le biais de l'offre de crédit ; il sera néanmoins inefficace ex post pour le pays. Toutefois, ces coûts ne sont pas nécessairement déterminés par le préjudice direct que les prêteurs peuvent porter aux emprunteurs. Rose (2003), par exemple, montre que les défauts de paiement souverains sont souvent associés à des baisses du commerce entre le débiteur et ses partenaires commerciaux. Ce type de coût de l'échange ne semble pas être plus important dans le commerce bilatéral entre le pays insolvable et ses créanciers. Si depuis le travail de Bulow et Rogoff (1989) les sanctions bilatérales ont constitué un argument fondamental de la littérature sur la dette souveraine pour expliquer pourquoi les gouvernements remboursent leurs dettes, l'absence de sanctions explicites s'est révélée franchement encombrante.

² Smith (1776), pp. 564-565.

De plus, l'inexistence de collatéral implique qu'en cas de crise de confiance, le pays pourrait être obligé de tomber en défaut. Une crise endogène auto-réalisée pourrait entraîner des entreprises du secteur privé qui n'étaient pas nécessairement dans une situation de fragilité financière ex ante. À l'extrême, le collatéral ne peut être un instrument de garantie crédible lorsque la souveraineté est considérée dans le contexte du respect des principes du droit international. Les mesures de sauvetage adoptées par la Trésor des États-Unis à l'égard du Mexique en 1995 (environ 50 milliards de dollars américains) étaient soutenues par la production du pétrole mexicain; toutefois, cette *garantie* n'interdit pas tout future refus du pays de respecter ses engagements.

Prêts Internationaux et Inefficacités de Marché

Pourquoi un mécanisme de règlement ordonné? Sachs (1984) a établi les fondements théoriques pour comprendre l'existence d'inefficacités du marché de crédit international justifiant la nécessité d'une solution centralisée : on souligne le rôle des problèmes d'action collective et de *passager clandestin* (free rider) parmi les créanciers. Les éléments clés du problème classique de la restructuration de la dette souveraine sont les suivants:

(i) le manque de coordination des litiges .

(ii) l'insuffisance de nouveaux financements; une fois qu'un pays est en défaut de paiement de sa dette publique, des négociations trop longues et aux résultats incertains ont tendance à réduire le flux de nouveaux financements. Par conséquent, les gouvernements s'engagent habituellement à ne pas inclure la dette *nouvelle* (c'est-à-dire la dette provenant des transactions survenues après le défaut) dans le processus de restructuration. Bien que ceci soit une promesse, le marché comprend bien que la capacité définitive de remboursement est toujours endogène et dépend du succès de la restructuration de la dette *ancienne*.

(iii) le créancier *vautour* (holdout creditor); il existe en permanence une tension entre le problème d'action collective et le respect des droits du créancier. Un seul et unique créancier peut refuser la restructuration dans le but d'extraire une rente de négociation et la protection légale contre son action est très faible. Cet aspect ne doit pas être interprété comme un conflit entre les créanciers: pour les autres prêteurs, l'obligation de payer reste valide et exigible, donc ils ont encore le droit au recouvrement de cent pour cent de leurs créances dans la mesure où ils participent volontairement à la restructuration.

(iv) l'aléa moral, concernant en général le créancier. Bulow et Rogoff (1988) ont développé un modèle avec trois agents - un emprunteur public et des prêteurs privé et public. La participation d'un créancier public (par exemple une institution financière

internationale ou le Trésor d'un pays) qui ne peut de façon crédible se tenir en dehors de la restructuration de la dette, fait que les créanciers privés acceptent des primes de risque inférieures à celles qu'ils pourraient attendre autrement.

(v) le problème de contagion.

(vi) l'incohérence temporelle; les hommes politiques et les marchés savent - aléa moral - que dans le cas des pays "trop grands pour faire faillite" des pressions extraordinaires seront exercées sur la communauté internationale pour négliger les principes et règles, si nécessaire, pour éviter le défaut.

L'absence d'une procédure établie n'a pas empêché beaucoup de pays de restructurer leurs dettes. Entre autres, la Russie, le Pakistan et l'Ukraine. L'Équateur a restructuré ses obligations après le défaut tandis que l'Uruguay a restructuré sa dette publique - soumise à la juridiction de New York - avant le défaut. L'Argentine qui a déclaré le défaut de paiement en 2002 est aujourd'hui en négociations pour restructurer ses obligations. Par conséquent, il existe actuellement un processus de restructuration de la dette publique. Souvent chaotique et socialement coûteux, mais souvent efficace pour répondre aux crises de paiement.

Restructuration de la Dette Souveraine : Une Perspective Historique.

Depuis la crise Baring en 1890 jusqu'aux événements des crises financières et de paiements des années 1970 et 1980, les mécanismes de résolution des crises de la dette souveraine ont évolué. Après le défaut de l'Argentine dans la dernière décennie du dix-neuvième siècle, le Gouverneur de la Banque d'Angleterre a orchestré une opération de sauvetage sous forme de fonds de garantie en vertu de laquelle plus de 17 millions de livres ont été promis, dont la plupart provenait des puissantes banques commerciales par actions³. La crise a été évitée mais le rôle majeur joué par la Banque a démontré la responsabilité qu'elle a su prendre pour assurer de la stabilité de l'ensemble du système bancaire.

Le problème de coordination

Les conséquences juridiques et économiques du rééchelonnement et des défauts de paiements de la dette publique des nations ont continué à faire l'objet de controverses avant la Seconde Guerre Mondiale. Avant la crise de 1930, le marché de crédit

³ Pour une analyse de la crise Barings voir Véganzones et Winograd (1997), et della Paolera et Taylor (2001).

international montrait un développement très important et une bonne partie de la dette mondiale était entre les mains de porteurs d'obligations atomisés⁴. Sous le régime de l'étalon or, le processus d'ajustement est fortement asymétrique : en phase de surplus de la balance des paiements les règles de Hume fonctionnent correctement, mais le processus d'ajustement est moins harmonieux en phase de déficit. Des crises de paiements aux résolutions fort difficiles et souvent socialement coûteuses en résulteront. La crise de 1930 déclenchera la décomposition du marché international de capitaux et des épisodes de défauts de dette publique d'un grand nombre d'Etats. La nécessité d'un *prêteur en dernier ressort* apparaît alors comme l'un des enseignements les plus marquants des chaotiques années 30 et conduira au consensus qui jette les bases des institutions multilatérales, le FMI et la Banque Mondiale créés à Bretton Woods en 1944⁵.

Après la deuxième guerre mondiale, et en particulier à partir des années 60 on observe un rôle croissant des banquiers dans les marchés de la dette publique. Plus tard, les progrès de la technologie et ses effets sur la complexité financière ont contribué à réintroduire le rôle des porteurs d'obligations atomisés. Les controverses concernant les restructurations ordonnées de la dette n'attirait pas l'attention de la profession et du débat public avant la fin des années 1970 du fait du faible niveau des prêts privés vers les pays en voie de développement et de l'absence de défauts de paiements importants du secteur privé. Les conditions vont changer radicalement vers le début des années 1980. Des tentatives difficiles de restructuration de la dette au Zaïre et au Pérou ont donné un nouvel élan au débat sur la nécessité d'établir des lignes directrices pour la restructuration de la dette souveraine. Ohlin (1976) prônait les avantages d'une procédure de règlement de faillite *honorable* pour les pays⁶. Le Groupe des 77 pays en voie de développement a suggéré en 1979 de créer une *Commission Internationale de la Dette* -International Debt Commission. La Commission, composée de personnalités publiques distinguées, aurait examiner les problèmes de chaque pays en matière de dette et de développement, en évaluant les difficultés posées par le service de la dette, apporter des recommandations

⁴ Pour une description du marché international de capital dans la période de l'étalon or voir Bordo et Eichengreen (1993) et Bordo (1996).

⁵ Voir Alvarado et Winograd (2004). La question du rôle et des limites du prêteur en dernier ressort est déjà discutée par Bagehot (1873), et plus récemment par Sachs (1995), Fischer (1999) et Roubini et Setser (2004). Si le montant des ressources totales de prêt du FMI sont d'environ 200 milliards de dollars dans un marché de dette souveraine de 300 milliards de dollars, il faut remarquer que ce potentiel de crédit représente, en termes du PIB mondial, 20 pour cent de la capacité de prêt dont disposait le Fonds lors de sa création à Bretton Woods. Une controverse sur le potentiel *dissuasif* des crises de l'institution multilatérale est un sujet d'actualité.

⁶ C'est la première référence des avantages d'une procédure systématique de faillite pour les pays (voir Rogoff et Zettelmeyer (2002)).

sur la réorganisation du flux de paiements et convoquer des réunions de toutes les parties concernées. Cette initiative ne s'est jamais matérialisée mais elle a laissé prévoir l'importance des problèmes de coordination. Oeshli (1981) a développé une proposition détaillée de restructuration de la dette dont la procédure est inspirée des clauses du Chapitre 11 du Code des Faillites des Etats Unis. L'auteur met l'accent sur les interactions entre le débiteur public, les créanciers privés et les créanciers publics, en se concentrant ainsi sur le risque moral qui touche les institutions financières et les prêteurs publics. Oeshli considère que les négociations prennent trop de temps et aboutissent à des résultats incertains en raison de l'absence d'une procédure établie.

Chaque solution proposée par la suite a induit des problèmes qu'elle suscitait en partie elle-même. Lors de la crise de la dette intervenue dans les années 1980, et déclenchée par le défaut de paiements du Mexique, Suratgar (1984) a introduit l'idée que toute approche ordonnée pourrait comporter l'imposition de contrôles sur les flux de capitaux (aussi bien pour le secteur privé que pour le secteur public) afin de minimiser les attaques spéculatives déstabilisantes sur les emprunteurs insolubles. Williamson (1985) souligne l'importance de la distinction solvabilité et liquidité. Un emprunteur insoluble manque de capitaux propres pour rembourser la dette impayée avec les bénéfices futurs. Un emprunteur qui fait face à une crise de liquidité ne peut pas honorer ses obligations courantes en matière de service de la dette, même s'il dispose des capitaux propres pour rembourser les dettes à long terme. Lorsque l'emprunteur est soluble, les marchés des capitaux pourraient accorder de nouveaux prêts pour rembourser la dette existante dans l'espoir que les intérêts des anciens et des nouveaux prêts seront complètement payés. Le cœur du problème concerne l'absence de volonté de fournir des fonds nouveaux aux pays en crise de liquidité. Encore une fois, le phénomène évoquée est associé à un problème d'action collective. Si chaque créancier est de petite taille et tous les créanciers en tant que groupe souhaitent accorder un nouveau prêt, les coûts d'une crise de liquidité pourraient être évités. Mais un créancier particulier serait incité à réaliser une rallonge au pays en difficulté de paiements à condition que les autres créanciers prêtent eux aussi à leur tour. Un équilibre de marché peut émerger ou aucun créancier particulier souhaite accorder un prêt à un emprunteur qui manque de liquidité justement parce que chaque créancier rationnel s'attend à ce qu'aucun autre créancier ne soit disposé à accorder un tel prêt (voir Sachs et Cooper (1985) et Diamond et Dybvig (1983)).

Suite à la crise de la dette souveraine des années 1980, un consensus croissant s'est développé sur le fait que les niveaux extrêmement élevés de la dette publique pouvaient nuire au taux de croissance potentiel des pays, étant donné que les paiements du service

de la dette implique un prélèvement sur les investissements. Le problème du *surplomb d'endettement* -debt overhang- a stimulé les initiatives de réduction de la valeur nominale de la dette publique; ces propositions d'allègement de dette permettent d'augmenter la probabilité de remboursement de la dette en défaut (ou moratoire) de paiements. On a souvent insisté sur la participation du secteur privé à des programmes de réduction de dette fondés sur des mécanismes de marché. Ces schémas subissent à leur tour les problèmes de *passager clandestin* -free riding-. Si la restructuration décentralisée réussit, il s'ensuit une augmentation des probabilités de remboursement pour ceux qui n'y adhèrent pas⁷. Ces propositions ont été finalement remplacées par le plan Brady, qui comportait simultanément des négociations coordonnées et des transactions basées sur des mécanismes de marché. La solution Brady a été favorisée par la structure particulière du marché de crédit international des années 1980, puisque les associations de banques (crédits syndiqués) détenaient une partie considérable de la dette souveraine des PVD vis-à-vis des porteurs d'obligations atomisés. Toutefois, Roubini et Setser (2004) trouvent que les accords avec les banques étaient plutôt difficiles à conclure. Au début du processus déclenché par le Plan Brady des centaines de banques différentes intervenaient dans la négociation, et la réalisation des accords entre les créditeurs pour le refinancement du capital venu à échéance et la provision des fonds frais nécessaires pour éviter le défaut total, était extrêmement complexe. Un grand nombre d'institutions bancaires souhaitaient réduire leur exposition, plutôt que l'augmenter, et une longue période de négociation a été requise pour parvenir à un accord sur la nécessité de passer de la restructuration en série des prêts bancaires venus à échéance, à l'allègement du stock de dette.

Le problème d'action collective peut être considéré comme une condition nécessaire - mais pas suffisante - pour justifier un régime de faillite supranational inspiré des clauses du Chapitre 11. Un pays emprunteur dispose de moyens à fin de se protéger des actions des créanciers; par exemple, il peut déclarer unilatéralement la suspension (*standstill*) des paiements. Toutefois, les pays sont très réticents à déclarer la cessation de paiements et en général il font tout pour retarder l'inévitable, ce qui conduit souvent à une situation encore plus coûteuse lorsque la *fin annoncée* arrive. Plusieurs modèles ont essayé d'expliquer ce fait. D'une part, la dette souveraine peut être rationalisée même dans un monde où les créanciers ne peuvent porter aucun préjudice direct aux débiteurs en cas de non remboursement. La raison en est que les emprunteurs font face à la menace de perdre l'accès futur au marché du crédit une fois qu'ils ont subi des pertes de réputation. C'est

⁷ Helpman (1989) montre que la réduction volontaire non coordonnée de la dette sera sous-optimalement faible.

cette idée que soutenaient Eaton et Gersovitz (1981). D'autre part, Bulow et Rogoff (1989) et Kruger et Uhlig (2002) ont montré que cette proposition n'est pas robuste: la réputation est importante, mais les coûts du défaut sont - et doivent être - plus importants. En fait, dans le cadre d'un ensemble plus large d'hypothèses, ils ont montré que la dette souveraine n'est pas soutenable que sur la base des effets de réputation. Les stratégies suivies par les gouvernements en crise de paiements et les incitations au défaut dépendront également des effets *d'économie politique*: l'impact politique de telles mesures et le cycle électoral.

Liquidité et Solvabilité

Certains auteurs ont rejeté le développement d'un système international de règlement centralisé des faillites de dette alternatif basé sur des nouvelles conventions. Ils soutenaient l'idée d'une amélioration de la gestion des crises de paiements par le biais de changements juridiques. Hurlock (1995) a proposé d'utiliser les systèmes juridiques des Etats-Unis et du Royaume-Uni pour imposer une *suspension* des procédures en cas de crise, donnant des incitations supplémentaires à la négociation avec les créanciers. Il propose de plus, la fermeture des tribunaux aux créanciers cherchant à miner une restructuration "juste" approuvée par une majorité de créanciers. Macmillan (1995), qui rejette les stratégies de *sauvetage financier* à grande échelle du fait du problème d'aléa moral qui en résulte, propose de s'attaquer au problème de coordination entre les créanciers. Il reprend l'idée de Hurlock (1995) de restreindre l'accès des porteurs d'obligations aux tribunaux incitant ainsi à la *solidarité* entre créancier: les porteurs d'obligations, organisés dans des conseils, doivent être forcés à partager les paiements reçus, résultant des jugements rendus, avec d'autres porteurs d'obligations. Macmillan proposera également, de concentrer toutes les demandes en une seule action en justice, et un seuil minimum de créanciers pour l'engagement de poursuites (le problème de passager clandestin-free riding).

La dette souveraine et les controverses actuelles

Les propositions pour résoudre les crises de la dette souveraine traitent un certain nombre d'inefficacités, tandis que d'autres sont négligées. Avant la crise de paiements du Mexique - le *Tequila* - en 1995, la littérature privilégiait la résolution du problème du passager clandestin (free riding) posé par les créanciers particuliers. Aujourd'hui, l'intérêt porte aussi sur le problème d'aléa moral engendré par les grandes opérations de

sauvetage mises en place par les FMI-G7 et la nature *auto réalisatrice* (ou déterminée par les fondamentaux) de la crise de paiements.

Eichengreen et Portes (1995) ont rejeté l'idée d'un Tribunal International des Faillites, mais ont écarté également les *tribunaux fermés* puisqu'une telle action serait contraire au principe international d'accès garanti aux tribunaux. Les auteurs ont suggéré un ensemble de réformes institutionnelles pragmatiques, telles que la création d'un conseil international des porteurs d'obligations, la redéfinition du rôle du FMI et l'établissement d'un système de financement à grande échelle dans certains cas – un ensemble réduit - aux conditions prédéterminés. Pour surmonter le problème de l'action collective, ils ont proposé ce qui a été plus tard connu comme *l'approche contractuelle*: la généralisation des clauses adoptées par la règle de majorité –par exemple, 75% des créances - sur toutes les obligations pour limiter les problèmes des super-majorités couramment établies dans les contrats existants, qui renforcent les incitations au comportement opportuniste de certains créiteurs. Même si les clauses proposées avaient déjà été appliquées pour des obligations émises selon la Loi Britannique, ce n'était pas le cas dans d'autres juridictions. La proposition d'Eichengreen et Portes, reprise plus tard par M. John Taylor, Sous-Secrétaire au Trésor des Etats-Unis, et le Groupe de Travail du G10, portait sur l'inclusion - dans les contrats d'obligations et dans tout instrument de prêt bancaire - de clauses susceptibles d'éviter des solutions chaotiques en cas de crise de paiements. Parmi d'autres, des clauses d'initiation et d'engagement exposant en détail la manière d'entamer les négociations en cas de crise, des clauses permettant à une majorité qualifiée de changer les conditions établies dans les contrats, des clauses déterminant la distribution au prorata à tous les porteurs d'obligations de tout paiement effectué à l'un quelconque d'entre eux, des clauses de non accélération pour éviter qu'un paiement manqué puisse déclencher une obligation immédiate de remboursement total.

L'inclusion des clauses mentionnées ci-dessus pourrait affaiblir les signaux de bonne foi (bonding) des contrats de dette, et par conséquent, conduire à une contraction du marché international de crédit pour les pays qui en bénéficient ou qui aspirent à en bénéficier. Portes (2003) soutient que l'on peut infirmer cette proposition en comparant les obligations émises selon le système juridique britannique, qui contiennent souvent des clauses contractuelles, avec les obligations émises selon la législation des Etats-Unis, qui ne les contiennent pas infirme cette proposition. On pourrait effectivement se demander si l'abrogation du Chapitre 11 du code des faillites des Etats Unis conduirait à de meilleures conditions contractuelles pour les emprunteurs. Eichengreen et Moody (2000) et Richard et alt (2002) ont montré que les termes des contrats de prêt pour les mauvais

emprunteurs sont relativement plus défavorables dans le cas des obligations britanniques comparés aux obligations américaines. Par contre, les conditions des contrats de prêt pour les bons emprunteurs semblent être plus favorables au Royaume Uni⁸.

La vision Krueger et le FMI

La proposition de Krueger (2001) d'un mécanisme de restructuration de la dette souveraine est proche de l'idée d'une cour internationale des faillites sous la houlette du FMI⁹. La procédure serait la suivante : un pays en crise de paiements face à l'impossibilité de payer le service de la dette solliciterait au FMI une constatation d'insoutenabilité. Le FMI peut alors autoriser une suspension des paiements qui entraînerait une suspension du litige instruit par le créancier, qui pourrait s'étendre également aux dettes du secteur privé du pays en crise de paiements. Le pays débiteur devrait considérer la mise en place d'un régime de contrôle des changes. Les débiteurs et les créanciers commenceraient alors le processus de négociation en vue de la restructuration de la dette, devant un *panel* de juges dont les responsabilités principales seraient la vérification des revendications des créanciers, le règlement des conflits et la supervision du vote des créanciers.

Pendant la période de restructuration, les nouveaux prêts seraient prioritaires par rapport aux anciens. En cas de défaut, la perte de l'accès au marché international de capital constitue un coût significatif du défaut et donc une incitation au paiement. Par conséquent, les créanciers, préfèrent qu'un pays en défaut ne puisse se procurer de

⁸ La discussion sur les clauses contractuelles s'est étendue aux questions opérationnelles. On soutient qu'elles doivent être aussi homogènes (uniformes) que possible. Les règles homogènes impliquent qu'il n'est pas nécessaire de contrôler le détail de toutes les clauses (*small characters*) et l'agent peut se concentrer sur les caractéristiques fondamentales du contrat proposé. Ces caractéristiques doivent être la source du prix de marché. Le marché des obligations souveraines paye un coût non négligeable en termes de transparence si la détermination des prix doit refléter les différentes clauses contractuelles que les acheteurs n'ont pas le temps ni la compétence d'évaluer. Ce type d'argument conduit à la proposition qui suit : si le pays A dispose d'un meilleur crédit que le pays B parce que ses fondamentaux sont supérieurs, l'écart de rendement devrait refléter ce fait, non pas une clause de super-majorité moins contraignante.

⁹ Cette initiative a été progressivement affaibli politiquement du fait du manque d'un soutien ferme et l'opposition d'une partie considérable des institutions financières privées, de pays très actifs sur le marché de dette souveraine tels que le Brésil et le Mexique et finalement du Trésor des Etats Unis. En avril 2003 lors de la réunion des actionnaires du FMI et de la Banque Mondiale cette proposition d'un régime de faillites pour les Etats est abandonnée en tant que stratégie privilégiée par l'administration américaine.

nouveaux fonds. Néanmoins, l'impossibilité totale du gouvernement en crise de paiements d'accéder à tout financement nouveau n'est pas dans l'intérêt des créanciers. Les codes de faillite, s'appliquant au secteur privé, contiennent des dispositions permettant à une entreprise en faillite soumise à un processus de redressement de conserver l'accès à des nouveaux crédits. Le fondement de ses dispositions est basé sur le fait que l'accès à l'argent frais peut conduire à améliorer la situation des anciens créditeurs dans l'objectif de recouvrer leur investissement initial. Dans le cas de la dette souveraine, émergent les problèmes d'action collective mentionnés auparavant. Tous les créanciers pourraient se voir favorisés si le pays débiteur obtient des fonds frais pour financer les opérations courantes. Toutefois, chaque créancier en particulier pourrait préférer que nouveaux prêts soient utilisés pour payer les anciens et non pas pour accroître le pouvoir de négociation du gouvernement en défaut. Les risques pour les anciens créditeurs associés à l'accès par le pays débiteur aux nouveaux flux de crédits sont *concentrés*, tandis que les bénéfices sont partagés.

Les limites des réformes

Quelques points méritent d'être soulignés. Premièrement, l'impossibilité de définir la richesse (net worth) d'un pays implique que les créanciers ne disposent pas d'une option stratégique bien définie pour remplacer une solution négociée, cette option externe étant une base de référence (benchmark) dans le cas de crise de paiements d'une firme privée (Chapitre 7, Chapitre 11). Deuxièmement, prenant en considération qu'il est déjà difficile de déterminer la solvabilité d'une entreprise privée au regard du Chapitre 11, le cas d'une nation est bien plus complexe. Troisièmement, l'analyse coût-bénéfice entre l'efficacité ex post et ex ante d'un nouveau régime de gestion de crise n'est pas évident. Par exemple, un grand débiteur tel que le Brésil pourrait être réticent à participer à un SRDM craignant que les nouveaux mécanismes puissent être un mauvais signal pour le marché, augmenter le risque de paiement perçu par les créanciers et précipiter une crise. Les acteurs du marché de crédit international s'opposent, en général, à toute mesure pouvant rendre moins coûteux le défaut. On doit s'interroger si un accès plus facile aux clauses de suspension des paiements ne pourrait pas accélérer la fuite des créanciers, que dans un monde sans SRDM.

Enfin, la proposition d'un nouveau régime de gestion des crise de paiements basée sur des mécanismes du type SDRM présente certaines incohérences en ce qui concerne les moyens d'évaluation du FMI, ou de l'institution chargée de conduire la restructuration. Cette institution serait capable de déterminer que le niveau d'endettement du pays n'est

pas soutenable, mais par contre, la même instance n'aurait pas les facultés nécessaires pour définir le niveau de dette (réduction) inter temporellement soutenable, étant donné qu'une telle action aurait pour effet de conditionner le résultat des négociations.

Les propositions de réforme du système de résolution des crises de la dette souveraine s'attaquent aux problèmes d'action collective des créanciers et cherchent à modifier les mécanismes incitatifs par le biais de deux voies différentes: l'approche réglementaire et l'approche contractuelle (statutaire). La première approche prône des changements dans le droit local et international dans le but de générer des règles en vertu desquelles les accords conclus avec l'appui de la majorité des créanciers peuvent prévaloir sur l'action de *vautours*, de plus donnant la priorité aux nouveaux prêts. La seconde approche met l'accent sur rédaction des contrats, de telle sorte que le problème des créanciers *vautours* soit limité par l'introduction de clauses spécifiques dans les contrats d'obligations pour ainsi imposer une restructuration acceptée par la majorité des créditeurs¹⁰.

Les pays débiteurs: Quelles incitations?

Au cours des controverses évoquées, on n'as pas discuté l'effet des différentes propositions de résolution des crises de dette souveraine sur les incitations du débiteur¹¹. Les délais dans les négociations en vue d'une restructuration peuvent aussi être le résultat des actions des débiteurs, du fait de comportements stratégiques ou de problèmes d'économie politique. Le débiteur pourrait être également tenté de tirer profit d'une suspension du litige et de la protection face aux créanciers *vautours*. Le fait que les pays participeront d'une convention internationale qui établit certaines règles peut inciter au bon comportement. A cet égard, la proposition de Krueger conditionne le soutien du FMI au *bon comportement* et à la *bonne foi*. Mais ce type d'argument n'adresse pas le problème de situations dans lesquelles les règles ne sont pas respectées même après le défaut.

On remarque que les procédures de faillite au niveau international ne comportent pas nécessairement des pouvoirs statutaires crédibles d'un arbitre sur le débiteur¹². Pour créer des incitations au bon comportement des gouvernements des pays débiteurs, il faut une inefficacité initiale susceptible de porter préjudice aux débiteurs. Un des problèmes

¹⁰ Le *problème d'agrégation*, discuté dans la littérature, fait référence au problème de passager clandestin (free riding) entre différents instruments de dette, qui devrait être adressé avec des remèdes équivalents.

¹¹ Cette omission a été remarquée par Rogoff et Zettlemeyer (2002).

fondamentaux de la dette souveraine – le potentiel accès du créiteur aux actifs du débiteur, menace crédible dans le cas de la dette privée - restera toujours présent.

Gérer des mécanismes incitatifs robustes en environnement de marchés imparfaits et incomplets avec des contrats qui ne peuvent pas prendre en considération l'ensemble des états de la nature n'est pas une tâche facile. Les différentes propositions présentées s'attaquent aux problèmes incitatifs du marché international de la dette souveraine, mais l'incertitude sur l'éventuel succès persiste. Certaines questions importantes n'ont pas été évoquées ; on fera une discussion sommaire à suivre : (i) retour sur les incitations des débiteurs, (ii) l'équilibre du marché après l'instauration d'un mécanisme de solution ordonné, (iii) l'exclusion du marché, (iv) le court terme, *non système* et la transition vers un nouveau régime.

Si un pays est un *bon payeur*, un régime de résolution ordonnée des crises peut avoir un impact favorable dans le cas où l'emprunteur fait face à des situations adverses exogènes non anticipées, aussi bien qu'à des crises de contagion. Toutefois, les mécanismes de restructuration adoptés auront des effets incitatifs sur les comportements des différents agents concernés ; ainsi, les *qualifications* du débiteur sont endogènes. La réforme du système de résolution des crises de paiements peut causer un changement dans le comportement de l'emprunteur pour obtenir une réponse optimale. Le bon payeur peut être favorisé, mais le potentiel mauvais payeur peut être incité à empirer.

Dans le cas où les nouvelles règles de restructuration sont perçues comme une diminution des sanctions sur les débiteurs en cas de crise, alors deux types d'équilibre, l'équilibre *mélangeant* (pooling) et l'équilibre *séparateur*, peuvent en résulter. Les bon payeurs, convaincus qu'ils ne devraient pas être des victimes d'une crise financière causée par leurs actions, erreurs, inefficacités ou mauvaises politiques, peuvent refuser d'être soumis aux SRDM et faire de leur mieux pour se différencier.

Les procédures visant à trouver des solutions au problème de la dette peuvent miner les incitations des débiteurs ex ante, en les conduisant à faire moins d'efforts pour éviter les défauts de paiements, ou en introduisant un hasard moral dans la politique budgétaire et de gestion de la dette. Cette situation peut comporter un coût d'emprunt plus élevé et une réduction des flux de capitaux. Un phénomène d'exclusion de certains débiteurs perçus comme excessivement risqués pourrait se voir renforcé. Toutefois, ce type d'inefficacité

¹² Rogoff et Zettlemeyer (2002).

n'est pas nécessairement importante¹³. Premièrement, le coût du défaut peut être déjà trop élevé. Cela peut alors encourager des paris inefficaces visant au remboursement et d'autres actions destinées à éviter les défauts. Deuxièmement, en supposant que les défauts peuvent devenir plus fréquents en raison de la réduction de leur coût, cela pourrait être efficace vis-à-vis d'un environnement de crises moins fréquentes mais *profondes*. Toutefois, le choix d'une architecture financière internationale *ordonnée* caractérisée par des crises régulières aux coûts limités, ou bien d'un monde plus chaotique avec moins d'événements de crise dépendra également des préférences: un agent *rawlsien* préfère des événements fréquents et moins coûteux¹⁴. Troisièmement, considérant que la probabilité de restructuration de la dette peut augmenter mais que les pertes des débiteurs – avec restructuration - peuvent diminuer, ce n'est pas évident qu'il faut envisager une augmentation du coût d'emprunt¹⁵. Enfin, il peut arriver qu'une hausse du coût d'emprunt, conjointement avec une réduction des volumes des prêts, induisent une amélioration de bien-être dans la mesure où elles contribuent à une plus grande stabilité des flux de capitaux.

Indépendamment des vertus et risques des différents régimes de résolution de crises, des coûts de transition importants peuvent en résulter pour des économies en situation financière fragile. L'absence de règles définies à partir de 2001, lors de l'abandon par le FMI de l'approche qui avait prévalu depuis les années 1980s et l'annonce d'une réforme inspirée du modèle des faillites des nations, a certainement contribué à augmenter l'incertitude sur les marchés financiers. Le *non système* du début du 21^{ème} a probablement accéléré la crise de paiements en Argentine.

La question fondamentale persiste donc: en absence de garantie (collateral) de prêt et face aux restrictions de la mise en application des contrats (enforcement), ainsi qu'à l'impossibilité d'établir des spécifications contractuelles complètes, les coûts importants associés aux défauts de la dette souveraine peuvent être une réponse de marché qui rend possible l'existence même des marchés internationaux de la dette.

¹³ Eichengreen et Portes (1995), Macmillan (1995) et Haldane et Kruger (2001) considèrent que ce problème n'est pas fondamental.

¹⁴ Voir Rawls (1971).

References

- Alvaredo, F. et Winograd, C. (2004), *The Resolution of Sovereign Debt Crises : An Old Debate*, mimeo, Delta
- Becker, T., Richards, A. et Thaicharoen, Y. (2001), *Bond Restructuring and Moral Hazard: Are Collective Action Clauses Costly?*, IMF Working Paper 01/92, Washington.
- Bordo, M. (1996), *The Gold Standard*, Encyclopedia of Business Cycles, Panics, Crisis and Depressions.
- Bordo, M. et Eichengreen, B. (1993), *A Retrospective on the Bretton Woods System*, University of Chicago Press.
- Bulow, J. et Rogoff, K. (1989), *Sovereign Debt: Is to Forgive to Forget?* American Economic Review, vol 79.
- Della Paolera, G. and Taylor, A. (2001), *Straining the Anchor*, University of Chicago Press.
- Eichengreen, B. et Portes, R. (1995) *Crisis? What Crisis? Orderly Workouts for Sovereign Debtors*, London, Centre for Economic Policy Research.
- Eichengreen, B et Moody, A. (2000), *Would Collective Action Clauses raise Borrowing Costs: An Update and Additional Results*, Policy Research Working Paper n. 2363, Washington, The World Bank.
- G10 (2002), *Report of the G10 Working Party on Contractual Clauses*, 26 September.
- Group of 77, (1979) *Arusha Programme for Collective Self-Reliance and Framework for Negotiations*, in *Proceedings of the United Nations Conference on Trade and Development*.
- Haldane, A. et Kruger, M. (2001), *The Resolution of International Financial Crisis: Private Finance and Public Funds*, Bank of Canada Working paper 2001-10, November.
- Hurlock, (1995) *The Way Ahead for Sovereign Debt*, Euromoney, August.
- Krueger, A. (2001) *International Financial Architecture for 2002: A new approach to sovereign debt restructuring*.
- Krueger, A. (2002) *New Approaches to Sovereign Debt Restructuring: An update on our Thinking.IIE*.
- Macmillan, R. (1995), *Towards a Sovereign Debt Work-Out System*, Northwestern Journal of International Law and Business, Vol. 16, n. 1.
- Oeshli, C. (1981) *Procedural Guidelines for Renegotiating LDC Debts: An analogy to Chapter 11 of the US Bankruptcy Reform Act.*, Virginia Journal of International Law, vol 21.
- Ohlin, G. (1976) *Debts, Development and Default*, in *A World Divided: The less developed countries in the international economy*, NY, Cambridge Univ. Press.
- Portes, R. (2003), *Resolution of Sovereign Debt Crises: The New Old Framework*, mimeo.
- Rawls, J. (1971), *A Theory of Justice*, Oxford, Oxford University, en français, *Théorie de la Justice* (1987), Le Seuil.

¹⁵ Eichengreen et Moody (2001), et Becker et al (2001) avancent cet argument.

- Rogoff, K. et Zettlemeyer (2002), Bankruptcy Procedures for Sovereigns: A History of Ideas, IMF WP.
- Rose, A. (2002), One Reason Countries pay their debts: Renegotiation and International trade, NBER WP 8853.
- Rose, A. (2002), One Reason Countries pay their debts: Renegotiation and International trade, NBER WP 8853.
- Sachs, J. (1984) Theoretical Issues in International Borrowing, Princeton Studies in International Finance.
- Sachs, J. (1995), Do we need an International lender of last resort, Frank D. Graham Lecture at Princeton University.
- Smith, A. (1776), An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations.
- Suratgar, D. (1984), The International Financial System and the Management of the International Debt Crisis, in Default and Rescheduling: Corporate and Sovereign Borrowers in Difficulty, edited by David Suragatar, London: Euromoney Publications.
- Véganzones, M.A et Winograd, C. (1996), Argentina in the 20th Century: An Account of Long-Awaited Growth, OECD, Paris, 1997.
- Williamson, J. (1985) On the Question of Debt Relief, in Statement of the North South Round Table on Money and Finance, Society for International Development, New York.

DOCUMENTS DE RECHERCHE EPEE

2004

0401 Instabilité de l'emploi : quelles ruptures de tendance?

Yannick L'HORTY

0402 Vingt ans d'évolution de l'emploi peu qualifié et du coût du travail : des ruptures qui coïncident?

Islem GAFSI, Yannick L'HORTY & Ferhat MIHOUBI

0403 Allègement du coût du travail et emploi peu qualifié : une réévaluation

Islem GAFSI, Yannick L'HORTY & Ferhat MIHOUBI

0404 Revenu minimum et retour à l'emploi : une perspective européenne

Yannick L'HORTY

0405 Partial Indexation, Trend Inflation, and the Hybrid Phillips Curve

Jean-Guillaume SAHUC

0406 Partial Indexation and Inflation Dynamics: What Do the Data Say?

Jean-Guillaume SAHUC

0407 Why Do Firms Evaluate Individually Their Employees: The Team Work Case

Patricia CRIFO, Marc-Arthur DIAYE & Nathalie GREENAN

0408 La politique environnementale française : une analyse économique de la répartition de ses instruments du niveau global au niveau local

Jean DE BEIR, Elisabeth DESCHANET & Mouez FODHA

0409 Incentives in Agency Relationships: To Be Monetary or Non-Monetary?

Patricia CRIFO & Marc-Arthur DIAYE

0410 Mathematics for Economics

Stefano BOSI

0411 Statistics for Economics

Stefano BOSI

0412 Does Patenting Increase the Private Incentives to Innovate? A Microeconometric Analysis

Emmanuel DUGUET & Claire LELARGE

0413 Should the ECB Be Concerned about Heterogeneity? An Estimated Multi-Country Model Analysis

Eric JONDEAU & Jean-Guillaume SAHUC

0414 Does Training Increase Outflows from Unemployment? Evidence from Latvian Regions

Jekaterina DMITRIJEVA & Michails HAZANS

0415 A Quantitative Investigation of the Laffer Curve on the Continued Work Tax: The French Case

Jean-Olivier HAIRAULT, François LANGOT & Thepthida SOPRASEUTH

0416 Intergenerational Conflicts and the Resource Policy Formation of a Short-Lived Government
<i>Uk HWANG & Francesco MAGRIS</i>
0417 Voting on Mass Immigration Restriction
<i>Francesco MAGRIS & Giuseppe RUSSO</i>
0418 Capital Taxation and Electoral Accountability
<i>Toke AIDT & Francesco MAGRIS</i>
0419 An Attempt to Evaluate the Impact of Reorganization on the Way Working Time Reduction Has Been Implemented by French Firms since 1996
<i>Fabrice GILLES</i>
0420 Dette souveraine: crise et restructuration
<i>Facundo ALVAREDO & Carlos WINOGRAD</i>

2003

0301 Basic Income/ Minimum Wage Schedule and the Occurrence of Inactivity Trap: Some Evidence on the French Labor Market
<i>Thierry LAURENT & Yannick L'HORTY</i>
0302 Exonérations ciblées de cotisations sociales et évolution de l'emploi : un bilan à partir des études disponibles
<i>Philippe DE VREYER</i>
0303 Incorporating Labour Market Frictions into an Optimizing-Based Monetary Policy Model
<i>Stéphane MOYEN & Jean-Guillaume SAHUC</i>
0304 Indeterminacy in a Cash-in-Advance Two-Sector Economy
<i>Stefano BOSI, Francesco MAGRIS & Alain VENDITTI</i>
0305 Competitive Equilibrium Cycles with Endogenous Labor
<i>Stefano BOSI, Francesco MAGRIS & Alain VENDITTI</i>
0306 Robust European Monetary Policy
<i>Jean-Guillaume SAHUC</i>
0307 Reducing Working Time and Inequality: What Has the French 35-Hour Work Week Experience Taught Us?
<i>Fabrice GILLES & Yannick L'HORTY</i>
0308 The Impact of Growth, Labour Cost and Working Time on Employment: Lessons from the French Experience
<i>Yannick L'HORTY & Christophe RAULT</i>
0309 Inflation, Minimum Wage and Other Wages: an Econometric Study on French Macroeconomic Data
<i>Yannick L'HORTY & Christophe RAULT</i>
0310 Exogeneity in Vector Error Correction Models with Purely Exogenous Long-Run Paths
<i>Jacqueline PRADEL & Christophe RAULT</i>
0311 Retraite choisie et réduction des déficits : quelles surcotes proposer?
<i>Jean-Olivier HAIRAULT, François LANGOT & Thepthida SOPRASEUTH</i>

0312 Indeterminacy in a Two-Sector Finance Constrained Economy
<i>Stefano BOSI, Francesco MAGRIS & Alain VENDITTI</i>
0313 La nouvelle économie irlandaise
<i>Nathalie GREENAN & Yannick L'HORTY</i>
0314 Pace versus Type: The Effect of Economic Growth on Unemployment and Wage Patterns <i>(revised version of 02-12)</i>
<i>Martine CARRE & David DROUOT</i>
0315 Limited Participation and Exchange Rate Dynamics: Does Theory Meet the Data?
<i>Frédéric KARAME, Lise PATUREAU & Thepthida SOPRASEUTH</i>
0316 Increasing returns, Elasticity of Intertemporal Substitution and Indeterminacy in a Cash-in-Advance Economy
<i>Jean-Paul BARINCI</i>
0317 Preferences as Desire Fulfilment
<i>Marc-Arthur DIAYE & Daniel SCHOCH</i>

Les documents de recherche des années 1998-2004 sont disponibles sur www.univ-evry.fr/EPEE