



Gabrielle Lipworth est économiste à l'Unité des marchés mondiaux du Département des études du FMI.



Jens Nystedt est économiste à l'Unité des marchés mondiaux du Département des études du FMI.

L'adaptation du secteur privé dans la résolution des crises

L'approche [en vue de résoudre les crises d'endettement des pays en développement] était équilibrée, en ce que toutes les parties ont accepté la nécessité d'une répartition du fardeau dans le cadre d'un effort concerté. Il s'agissait d'une approche au cas par cas, reconnaissant la situation particulière de chaque pays procédant à une restructuration. Et il fallait aussi qu'elle soit souple, compte tenu des multiples variables politiques et économiques en jeu à l'échelle internationale et dans chacun des pays en restructuration.

William R. Rhodes, Citibank (1989)

Gabrielle Lipworth et Jens Nystedt

AVANT LES CRISES de la dette des années 80, la majeure partie des flux internationaux de capitaux consistait en prêts à moyen terme de grands syndicats bancaires aux administrations publiques des pays en développement. Le renouvellement concerté des prêts bancaires syndiqués, suivi de leur restructuration et de leur réduction (en valeur actualisée), était un élément important de la démarche adoptée par le secteur officiel pour sortir des crises. Les obligations internationales émises par les États concernés échappaient généralement à la restructuration parce qu'il s'agissait de faibles montants et que ces instruments, détenus par une grande diversité de créanciers, étaient difficiles à restructurer.

À la suite des crises, les marchés du crédit se sont adaptés aux nouvelles réalités. Les prêts bancaires syndiqués à moyen terme aux pays en développement ont en grande partie disparu dans les années 90 (graphique 1). Les banques internationales ont préféré consentir des prêts interbancaires pour de beaucoup plus courtes périodes. Les États ont contracté leurs emprunts internationaux principalement sous forme d'euro-obligations. Ces évolutions des flux internationaux de crédit ont présenté de nouveaux défis quand il a fallu résoudre les crises financières des années 90. Les créanciers des pays émergents étaient soit des milliers de détenteurs individuels d'obligations, dont il était difficile de coordonner l'ac-

tion, soit des banques internationales, dont les créances étaient principalement à court terme, qui pouvaient facilement se retirer en cas de crise. Le passage aux euro-obligations a été motivé en partie par la volonté d'accroître le coût du défaut de paiement pour les débiteurs, parce que les créanciers pensaient que ce type d'instrument serait très difficile et long à restructurer et que toute restructuration risquait d'entraîner de grosses pertes de production pour le débiteur défaillant. Ces pertes de production inciteraient les débiteurs à se mobiliser pour honorer leurs euro-obligations. L'augmentation des prêts interbancaires s'expliquait en partie par le passage des banques internationales à un instrument de dette qui aurait une plus forte valeur de recouvrement (total des paiements attendus à la suite du défaut de paiement) face à un risque de défaut, car, étant donné la courte échéance de l'instrument, le créancier avait plus de chances de repérer les problèmes avant que le défaut n'intervienne et de pouvoir exiger le remboursement de ses prêts juste avant que la crise n'éclate. En outre, les banques internationales estimaient qu'en ne consentant que des prêts à court terme, elles risquaient moins d'être enrôlées dans la résolution des crises, comme cela avait été le cas à la fin des années 80 et au début des années 90.

Mais avec l'utilisation généralisée de ces nouveaux instruments de dette, il était désormais inévitable que la communauté officielle

(y compris les gouvernements et les organisations multilatérales) ait à les restructurer quand la prochaine vague de crises déferlerait. Il fallait aussi adapter les mécanismes de participation du secteur privé à la résolution des crises aux nouvelles circonstances découlant des prêts internationaux aux économies émergentes durant les années 90. Il serait intéressant de savoir si les facteurs qui ont entraîné le passage à de nouveaux types de prêts au début des années 90 entraîneront une évolution analogue à la suite de la plus récente vague de crises financières.

Aléa moral

Il peut y avoir aléa moral du côté des créanciers quand les décisions du secteur privé en matière de prêts sont biaisées du fait qu'il anticipe le concours de la communauté officielle en cas de crise dans un État débiteur. On a fait valoir que, tandis que la communauté officielle s'est attachée à limiter l'aléa moral chez les créanciers (d'autres efforts de la communauté officielle ont été centrés sur la réduction des programmes de soutien et sur la stabilité du système financier international), les créanciers privés se sont employés à trouver des instruments de dette qui limitent l'aléa moral chez les débiteurs. Cet aléa peut exister si le défaut de paiement sur la dette des États est rendu moins onéreux et que la plupart des débiteurs risquent d'opter pour le défaut même s'ils sont encore en mesure d'assurer le service de leurs dettes. Le risque que le débiteur cherche à éviter de payer sa dette est une préoccupation majeure pour tout créancier, et celui-ci doit l'évaluer avant de décider d'accorder de nouveaux financements. A l'évidence, si l'on juge qu'un débiteur ne sera pas disposé à rembourser l'emprunt qu'il demande, ce prêt ne lui sera pas accordé.

Aux yeux des créanciers privés, maintes initiatives de la communauté officielle visant à accroître la participation du secteur privé à la résolution des crises ont affaibli, et continuent d'affaiblir, leur pouvoir de négociation avec les débiteurs et rendent le défaut de paiement moins onéreux pour ces derniers. C'est en particulier le cas des prêts aux gouvernements des pays émergents qui jouissent souvent de l'immunité, peuvent dissimuler

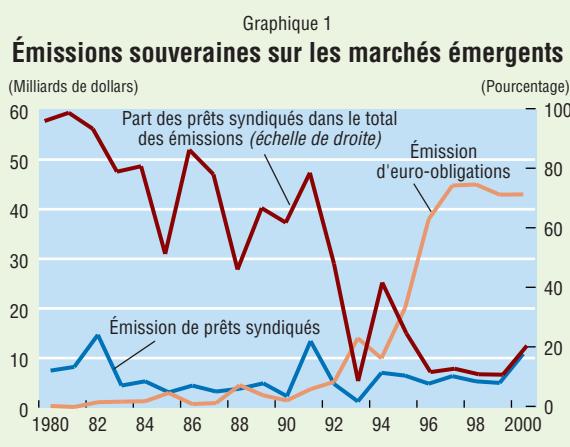
leurs actifs et savent qu'il n'y a pas de procédure de faillite bien définie pour le créancier. Faute d'un tel recours, le créancier doit trouver d'autres moyens de s'assurer qu'un défaut tient au fait que le débiteur ne peut pas payer, et non qu'il ne veut pas payer (il s'agirait alors d'un «défaut stratégique»).

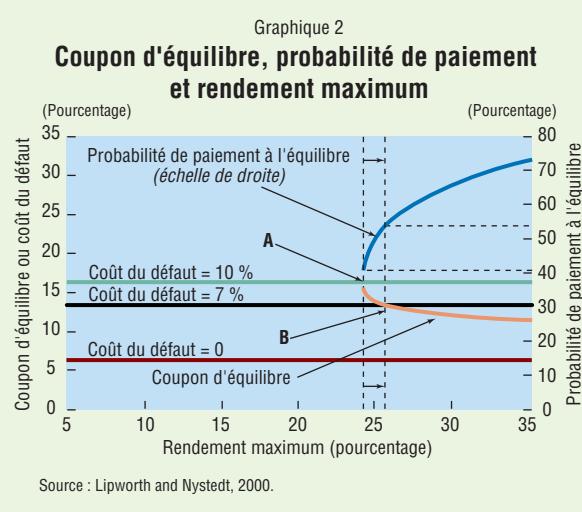
Coûts du défaut de paiement et valeurs de recouvrement

Comment un créancier peut-il accroître le coût du défaut de paiement pour un État débiteur? Ce coût ne peut-il être imposé que lorsque le débiteur opte pour un défaut stratégique? Parmi les coûts effectifs du défaut de paiement pour un débiteur, on peut citer le préjudice porté à sa réputation, sa perte d'accès au marché des crédits commerciaux et des financements à long terme, les procédures judiciaires coûteuses et les pertes de production pendant la cessation de paiement par manque de capitaux d'investissement étrangers. Il est malheureusement très difficile pour un créancier, en théorie comme en pratique, de connaître les raisons de la défaillance d'un débiteur donné. La meilleure chose à faire pour le créancier, car il ne peut pas rendre le coût du défaut conditionnel, est de s'assurer que le débiteur aura un coût à supporter, quelle que soit la nature de sa défaillance. Mais c'est une solution inefficace, et il serait préférable pour les deux parties de déterminer les raisons du défaut. On a fait valoir qu'à la suite d'un défaut de paiement, quel qu'il soit, il serait toujours dans l'intérêt du créancier d'éviter d'imposer un coût *a posteriori*, car la valeur du recouvrement s'en trouverait réduite. Créanciers et débiteurs ont compris qu'il n'était pas crédible d'imposer un coût *a posteriori* et qu'il n'y aurait pas de prêts si les créanciers n'avaient pas de moyen d'imposer la discipline. Ils ont donc cherché à assortir les instruments de prêt d'un dispositif imposant un coût que ni le créancier ni le débiteur ne pourraient réduire facilement. En conséquence, ils ont structuré les instruments de créance/dette de manière à les rendre très difficiles à restructurer. Michael Dooley (2000), par exemple, explique que la difficulté de renégocier les euro-obligations n'est pas un effet du hasard — c'est en fait l'une des rares solutions que créanciers et débiteurs aient trouvées pour remédier à l'aléa moral chez les débiteurs.

Implications pour les gouvernements des pays émergents

Comment les flux de prêts aux autorités des pays émergents seraient-ils affectés et quels États débiteurs seraient le plus affectés par une réduction du coût du défaut? Le créancier tend à s'adapter aux variations qu'il perçoit du coût du défaut ainsi qu'à tout changement affectant son estimation de la valeur de recouvrement attendue en cas de défaillance. Sans doute, le coût du défaut pour le débiteur et la valeur de recouvrement pour le créancier ne sont que deux variables qui aident à déterminer la valeur d'un contrat de dette donné. Mais, pour le créancier, une réduction à la fois du coût du défaut et de la valeur de recouvrement diminuerait la valeur de la dette déjà en cours. Pour les nouveaux prêts, le créancier pourrait vouloir ajuster ses conditions en fonction de cette réduction, en imposant d'emblée un taux d'intérêt plus élevé, en diminuant le montant des nouveaux financements, ou en adoptant de nouveaux instruments de crédit dont le coût en cas de défaut ou la





valeur de recouvrement sont supérieurs à ceux que prévoient les instruments précédemment utilisés.

Sur la base du modèle théorique simple que nous avons élaboré, auquel nous avons appliqué des valeurs arbitraires uniquement à des fins d'illustration (Lipworth and Nystedt, 2000), la réduction du coût du défaut peut avoir trois effets sur les prêts aux gouvernements des pays émergents (graphique 2). La qualité des débiteurs est déterminée par leur rendement maximum (sur les investissements financés par les fonds empruntés). Plus le rendement potentiel est élevé, plus la probabilité de remboursement est forte, car il devient aussi plus probable que le taux de rendement dépassera le taux d'intérêt débiteur, et que le débiteur sera en mesure de rembourser l'emprunt initial.

- Premièrement, comme le montre le graphique 2, si le coût du défaut de paiement est nul, aucun prêt ne sera consenti à des débiteurs (il n'y a pas d'intersection de la ligne correspondante avec la courbe du coupon d'équilibre). Dans notre modèle, si le coût du défaut de paiement est nul, les débiteurs souverains opteront presque toujours pour le défaut, qu'ils soient ou non capables de rembourser leur dette. De faibles modifications du coût du défaut n'affecteraient donc pas le montant, nul, du financement fourni aux marchés émergents.

- Deuxièmement, du fait que le financement est fourni aux gouvernements des pays émergents, le coût du défaut doit être supérieur à zéro. Par exemple, si ce coût passe à 7 % du montant de l'emprunt initial, certains emprunteurs publics des économies émergentes ont un risque de crédit suffisamment bon pour justifier que le taux du coupon d'équilibre qui leur est imposé (le prix qu'ils doivent payer pour emprunter, compte tenu de leurs fondamentaux) soit inférieur à 7 % (soit au-dessous de la ligne de 7 % sur le graphique 2), ce qui veut dire qu'ils n'auraient pas d'incitation à opter pour un défaut stratégique (car le coût serait supérieur au taux d'intérêt). Ces débiteurs, pour lesquels la probabilité de remboursement dépasse 53 % (ce que l'on détermine en remontant la ligne du point d'équilibre B à la courbe de probabilité de remboursement d'équilibre, puis en se déplaçant horizontalement jusqu'au côté droit du graphique), obtiendront des financements.

- Troisièmement, si le coût du défaut de paiement est encore accru, des emprunteurs publics de pays émergents à plus haut risque peuvent obtenir des financements jusqu'à concurrence d'un coût de défaut de paiement de 10 %. Au-delà de ce niveau, toute augmentation du coût du défaut est vaine et entraîne une perte de bien-être, car aucun nouveau débiteur de pays émergents ne recevra de nouveaux financements — autrement dit, le coût du défaut cesse d'être une contrainte irréductible.

Les implications du coût du défaut de paiement pour la politique de la communauté officielle en ce qui concerne la participation du secteur privé sont donc très claires. D'un côté, si le coût du défaut est trop élevé avant que la communauté officielle intervienne, sa réduction renforcera le bien-être. De l'autre côté, si le coût du défaut est une contrainte irréductible, toute initiative de réduction encouragera un déplacement du niveau d'équilibre (par exemple du point A au point B dans le graphique 2) qui diminuera le montant des financements fournis aux emprunteurs publics des économies émergentes.

Du fait que le coût du défaut pour tout instrument de dette donné et sa valeur de recouvrement sont généralement inconnus, les créanciers et les débiteurs doivent les estimer. De nouvelles informations ou constatations de défaillances peuvent conduire à une mise à jour de ces estimations. Les nouvelles constatations peuvent comprendre les résultats de restructurations opérées par d'autres débiteurs et créanciers pour des instruments de prêt semblables. Il est donc probable que toute nouvelle crise entraînant la restructuration de prêts de créanciers privés étrangers à des emprunteurs publics conduira les créanciers privés à opérer un ajustement. Avec les récentes restructurations d'obligations internationales, les participants au marché ont eu leur première expérience depuis longtemps des défauts de paiement, des valeurs de recouvrement et du coût des défauts. Il est ainsi probable que les créanciers du secteur privé effectueront de nouveau un ajustement, comme ils l'avaient fait après la conclusion des opérations portant sur les obligations Brady au début des années 90.

Échanges d'obligations

Le succès des récents échanges d'obligations (pour l'Équateur, le Pakistan, la Russie et l'Ukraine) et la facilité avec laquelle ils ont été opérés ont surpris bien des observateurs. La raison de leur surprise est que l'on pensait que la restructuration des euro-obligations et des obligations Brady était un travail de longue haleine, techniquement difficile, impliquant un coût élevé en cas de défaillance, pour des raisons tant juridiques (associées, par exemple, au risque d'action en justice de la part des créanciers et au fait qu'une restructuration nécessite l'accord unanime des détenteurs) que pratiques (telles que la difficulté d'identifier et de coordonner l'action de milliers de détenteurs d'obligations). En outre, on pensait généralement que la valeur de recouvrement des euro-obligations ne représentait que de 18 à 20 % de ce qui avait été prêté à l'origine, mais de récents échanges semblent indiquer que cette estimation était trop faible et pourrait devoir être ajustée en hausse.

Les conditions des récents échanges d'obligations pourraient affecter le prix et le succès des restructurations futures d'obligations existantes ainsi que les conditions et la structure des nou-

velles émissions. Les échanges d'obligations pourraient avoir les effets suivants sur les obligations existantes et, partant, sur les futurs échanges :

- Les créanciers privés ajusteront en hausse le prix auquel ils sont disposés à participer à de futurs échanges si les valeurs de recouvrement estimées se révèlent avoir été trop faibles. En outre, les récentes restructurations d'obligations ont été beaucoup plus rapides qu'on ne s'y attendait, ayant pu être effectuées en l'espace de deux mois, ce qui représente une très nette amélioration sur les restructurations des années 80.

- Les récents échanges d'obligations, pour l'Équateur et l'Ukraine, par exemple, se sont faits selon l'approche de «la carotte et du bâton» pour encourager les détenteurs à participer. Mais, comme les anticipations des créanciers privés quant aux valeurs de recouvrement augmentent à la lumière de l'expérience, il deviendra plus difficile de leur tendre les mêmes «carottes» (par exemple les gains considérables que l'échange doit engendrer en offrant aux créanciers des valeurs plus élevées que celles indiquées par le prix de ces obligations en vigueur sur le marché). Il reste donc à voir si l'expérience acquise lors des récents échanges d'obligations assurera d'aussi bons résultats pour les échanges à venir.

L'impact sur les conditions et la structure des obligations qui seront émises par les gouvernements des économies émergentes peut être déterminé par les considérations suivantes :

- Le succès des récents échanges d'obligations a mis en doute les estimations, peut-être trop faibles, des créanciers quant au coût du défaut. D'autre part, le plus large recours aux clauses d'action collective et aux amendements de sortie dans les émissions euro-obligataires pourrait réduire encore davantage le coût du défaut. Si ce coût était une contrainte irréductible, comme on l'a vu précédemment, cette réduction se traduirait par une diminution des flux financiers aux pays émergents à plus haut risque ou inciterait créanciers et débiteurs à chercher de nouveaux instruments, avec des coûts de défaut plus élevés, de sorte que les montants et coûts actuels du financement pourraient être maintenus.

- L'aboutissement de récentes actions en justice portant sur la dette extérieure (par exemple *Elliott Associates contre le Pérou*) pourrait indiquer que la menace de poursuites judiciaires a été précédemment sous-estimée et pourrait rendre les échanges d'obligations plus coûteux à l'avenir.

- Si les valeurs de recouvrement — qui ont été de 47 % en moyenne pour certains échanges récents — continuent d'être plus élevées que prévu auparavant, cela devrait aider les débiteurs des pays émergents et réduire le coût des financements futurs, tandis que les créanciers réviseront en hausse leurs anticipations.

Conclusions

L'expérience de la restructuration de la dette durant les années 80 a suscité une désaffection pour les prêts syndiqués au

«Bien que les observations empiriques soient encore limitées, on a constaté en 2000 le premier redressement substantiel depuis de nombreuses années des prêts syndiqués aux pays en développement.»

profit des euro-obligations et de la dette interbancaire. À la suite de la vague de renouvellements de la dette interbancaire et de restructurations des obligations à la fin des années 90, il est de fait possible que le secteur privé s'adapte à nouveau en ajustant en conséquence le montant, les prix et la structure des apports de financement futurs aux administrations publiques des pays à marché émergent. Quant à savoir si les créanciers du secteur privé adopteront de nouveaux instruments de crédit, il faudra d'abord voir si l'aléa moral pour les débiteurs est une contrainte irréductible pour les créanciers. L'effet sur la dette existante des récentes opérations de restructuration et de renouvellement de créances est quelque peu ambigu et varie selon que des signaux

positifs quant aux valeurs de recouvrement de tel ou tel instrument l'emportent ou non sur les signaux négatifs quant au coût du défaut de paiement sur ces instruments.

Plus précisément, la réaction du marché euro-obligataire aux récentes initiatives de la communauté officielle en vue de renforcer la participation du secteur privé à la résolution des crises dans les pays en développement dépendra en théorie du modèle choisi. L'expérience des années 80 nous enseigne toutefois que les récentes restructurations susciteront sans doute une certaine réaction. Les euro-obligations et les prêts syndiqués sont devenus de plus en plus semblables, en termes de coût du défaut de paiement et de valeurs de recouvrement. Bien que les observations empiriques soient encore limitées, on a constaté en 2000 la première remontée substantielle depuis de nombreuses années des prêts syndiqués aux pays en développement. Cette évolution semble prévisible si les participants au marché du crédit considèrent que les euro-obligations et les prêts syndiqués sont substituables entre eux. Si tel est le cas, cette évolution des instruments de crédit pourrait continuer. **F&D**

Le présent article est tiré de l'étude des auteurs «Crisis Resolution and Private Sector Adaptation», présentée au premier colloque annuel de recherche économique du FMI, qui s'est tenu à Washington en novembre 2000.

Bibliographie:

Michael P. Dooley, 2000, "Can Output Losses Following International Financial Crises Be Avoided?" NBER Working Paper No. 7531 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

Elliott Associates L.P. v. Banco de la Nación and The Republic of Peru, 194 F.3D 363.

Fonds monétaire international, 2000, International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues, Chapter V, *World Economic and Financial Surveys* (Washington).

_____, 2001, Emerging Market Financing Report (Washington).

William R. Rhodes, 1989, "A Negotiator's View," in *Solving the Global Debt Crisis: Strategies and Controversies by Key Stakeholders*, ed. by Christine Bogdanowicz-Bindert (New York: Harper & Row), p. 19-28.