

Un remède contre les problèmes d'insolvabilité des États

Pour maîtriser les crises de la dette souveraine, il faut un mécanisme international. Le FMI pourrait en être la cheville ouvrière. *Ugo Panizza*

Abrégé Il manque à l'architecture financière internationale un système permettant de gérer les crises liées à la dette publique. Une solution pourrait être de mettre en place une structure incitative chez le prêteur en dernier ressort : le Fonds monétaire international (FMI). Un tel mécanisme se composerait d'indicateurs vérifiables et d'accords contraignants, assortis de clauses d'exception ne s'appliquant qu'en cas de choc extérieur. Premièrement, il ferait obstacle à la dilution de la dette : le système actuel incite, en effet, les États à emprunter. Deuxièmement, il permettrait d'éviter le report des défauts de paiement. Troisièmement, il améliorerait le mécanisme du financement relais dans une phase de restructuration. Enfin, il éviterait les blocages de certains créanciers récalcitrants.

Le constat est préoccupant : quinze ans après la présentation par le Fonds monétaire international (FMI) d'un « mécanisme de restructuration de la dette souveraine » (MRDS), l'architecture financière internationale ne dispose toujours pas de système permettant de gérer les crises nées de l'endettement public¹. C'est un véritable problème, car les dix ans à venir pourraient être marqués par des cas de défaut national à répétition.

L'une des causes majeures de cette situation est la crise financière mondiale : le taux d'endettement public moyen est passé dans les pays industrialisés de 72 % du produit intérieur brut (PIB) en 2007 à près de 110 % en 2016. Il a progressé, dans le même temps, de 35 à 47 % dans les pays émergents et de 31 à 39 % dans les pays en développement à faible revenu (voir *illustration*). Les initiatives de désendettement – Initiative en faveur des pays pauvres très endettés (PPTE) et Initiative d'allègement de la dette multilatérale (IADM) – avaient permis de diminuer la forte dette extérieure des États subsahariens au début du millénaire. Or, voilà que dans cette région aussi, la dette publique augmente de 23 % du PIB en 2007 à 33 % en 2016.

Le fait que les taux d'endettement moyens des pays en développement soient inférieurs à ceux des pays industrialisés ne devrait pas trop nous

rassurer sur leur sort. En effet, les pays en développement et émergents sont sensibles au phénomène de l'asymétrie des devises, propre aux pays qui doivent s'endetter en monnaies étrangères et qui s'exposent du même coup à des risques de change². Même à des niveaux d'endettement qui ne poseraient aucun problème aux pays industrialisés, ils courent plus de risques qu'eux.

Alors qu'il y a peu encore, les pays à faible revenu s'adressaient aux bailleurs de fonds multilatéraux ou bilatéraux pour obtenir des crédits avantageux, ils peuvent aussi, depuis quelque temps, se positionner sur le marché des obligations. Cette option s'accompagne d'une aggravation du risque, car les créances commerciales sont dotées d'échéances plus courtes et de taux supérieurs aux emprunts publics traditionnels. En Afrique subsaharienne, par exemple, le volume total des émissions est passé de 1 milliard d'USD en 2011 à bien plus de 6 milliards en 2014. Or, l'an dernier, au moins douze États subsahariens n'avaient pas encore payé leurs créanciers³.

Une consommation excessive de crédits est généralement suivie d'une forte progression des cas de défaillance : il est peu probable qu'il en aille différemment cette fois-ci. La question est donc de savoir ce qui arrivera après cette frénésie d'emprunts : les situations d'insolvabilité nationale qui se présenteront dans les deuxième et troisième décennies du présent siècle seront-elles aussi désordonnées que les faillites publiques des années nonante et du début des années 2000 ?

L'absence de mécanisme aggrave les crises

L'absence de remède aux crises de la dette souveraine pose quatre problèmes. Premièrement, il n'existe sur le marché de la dette publique *aucun*

¹ Le présent article s'inspire du document de travail « Do We Need a Mechanism for Solving Sovereign Debt Crises? A Rule-Based Discussion », rédigé par Ugo Panizza (2013).

² Sur ces asymétries, voir Eichengreen, Hausmann et Panizza (2007).

³ Banque mondiale (2015).



Christine Lagarde, directrice générale du FMI. Cette institution joue un rôle clé dans la restructuration de la dette publique.

dispositif formel matérialisant l'ancienneté, soit l'ordre de priorité des remboursements en cas de faillite de l'État. Cela favorise la dilution des dettes : quand un pays tombe dans des difficultés financières, il est tenté d'émettre de nouveaux emprunts, ce qui nuit aux créanciers antérieurs. Le deuxième problème est celui du *report des défauts de crédit*. Les responsables politiques cherchent souvent à remettre à plus tard cette indispensable annonce. Cela se traduit par une dépréciation, dans la mesure où tout prolongement d'une crise amoindrit la volonté et la capacité de paiement au préjudice des créanciers aussi bien que des débiteurs.

Troisièmement, le *financement intermédiaire dont il faut disposer pendant la phase de restructuration est souvent défaillant*. Or, cet apport extérieur est essentiel pour continuer à régler les affaires courantes. Selon le cas, l'absence d'un financement relais aggrave la crise et diminue encore la solvabilité.

Enfin, il y a l'obstacle des *créanciers récalcitrants* («holdout»), quand ceux-ci s'opposent à une annulation partielle de la dette et réclament la totalité de leur dû, car ils craignent que d'autres créanciers réduisent leurs prétentions. Ils empêchent ainsi une diminution, en soi judicieuse pour les emprunteurs comme pour les débiteurs, de la dette totale.

Réfutation des critiques

Certains critiques voient ces divers aspects d'un œil plutôt positif et affirment que cela favorise la propension à payer. Ils estiment aussi que toute volonté d'améliorer le système augmente le coût des emprunts et détériore la situation d'une manière générale. Ces points de vue ne reposent pas sur des bases empiriques convaincantes⁴. Divers éléments suggèrent au contraire que des innovations contractuelles facilitant la restructuration des dettes souveraines n'ont pas d'effet négatif

⁴ Pour plus de détails, voir Borensztein et Panizza (2009); Panizza, Sturzenegger et Zettelmeyer (2009); Gelpern et al. (2013).

sur le coût des emprunts. Elles pourraient même le réduire⁵.

Un autre argument veut que l'introduction de clauses d'action collective rende superflu un mécanisme de restructuration des dettes publiques. Il est également infondé. Dans le meilleur des cas, de telles clauses ne valent, en effet, que pour les créanciers récalcitrants et sont inopérantes par ailleurs.

En 2006, un rapport de la Banque de développement interaméricaine, qui s'intéressait aux corrélations entre défaillances de crédit et crises économiques, provoqua des remous au sein de l'institution. Pourquoi? Parce que ses auteurs étaient parvenus à la conclusion que les responsables politiques tardaient parfois à se décider en ce qui concerne la restructuration de la dette souveraine⁶. L'émoi fut tel qu'il fallut convoquer une séance extraordinaire du Conseil d'administration pour faire adopter le rapport. Or, ce qui apparaissait en 2006 comme une hérésie est presque devenu une banalité : très souvent, les restructurations sont trop tardives et insuffisantes⁷.

Un rôle clé pour le FMI

Généralement, lors d'une crise de la dette souveraine, les pays qui peinent à obtenir une prorogation des échéances de leurs créances actuelles demandent le soutien des prêteurs en dernier ressort. Il s'agit habituellement du FMI, parfois épau-

lé par d'autres bailleurs multilatéraux et bilatéraux. Grâce à un financement partiel et à quelques adaptations, les choses se passent souvent bien et le pays concerné retrouve un accès au marché : ce fut le cas du Brésil en 1999 et de la Turquie en 2001. Parfois aussi, la situation se dégrade et le pays ne peut servir sa dette, comme l'Argentine en 2001. Étant donné que les parties renégocient constamment le programme de prêt du FMI, elles diffèrent les décisions désagréables et spéculent sur un remboursement. La date de règlement se trouve ainsi retardée de manière stérile.

Il faut en conclure que seule la mise en place d'un système incitant les intéressés à éviter les reports inutiles peut empêcher ces ajournements de défauts. Il est, en effet, difficile de repousser une situation de défaut sans un soutien financier extérieur. La solution passe donc avant tout par une structure incitative du FMI.

Des accords contraignants et réalistes

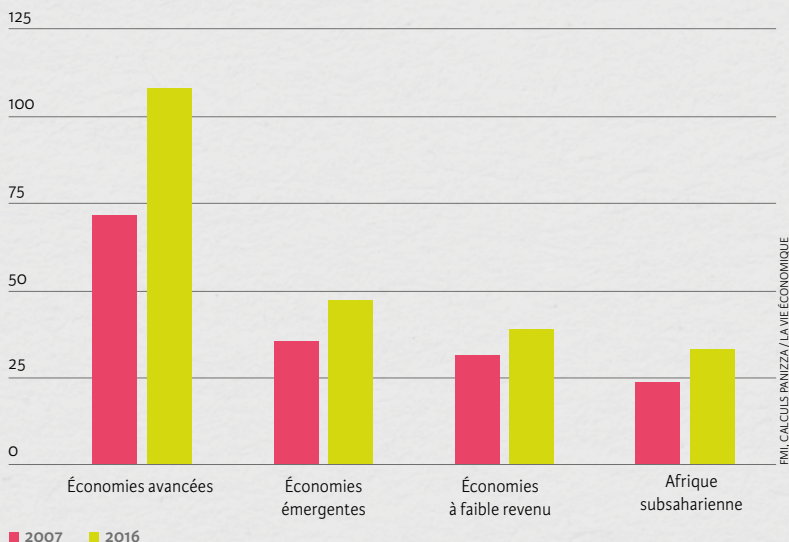
L'existence d'une procédure transparente pour le déclenchement du processus de restructuration permettrait d'écarter – ou du moins d'affaiblir – la spéculation sur l'amortissement des dettes : lorsqu'un État demandera l'appui du FMI, la viabilité de sa dette, de son budget et de sa position extérieure sera immédiatement examinée. Un pays qui a manifestement un problème de solvabilité n'obtiendra pas de soutien et sera donc contraint à restructurer sa dette.

Si, au contraire, sa situation apparaît tenable ou s'il faut s'attendre à ce que le pays renoue avec la stabilité à moyen terme, il recevra le soutien financier nécessaire. L'aide est soumise à des critères nationaux spécifiques et à des valeurs seuils. Si ceux-ci ne sont pas respectés, le FMI interrompt aussitôt son soutien et le pays est de facto acculé au défaut de paiement.

Le mécanisme proposé se distingue sur deux points au moins des obligations actuelles concernant les faillites étatiques. D'abord, celles-ci reposent d'ordinaire sur un grand nombre d'indicateurs. La présente proposition, en revanche, n'en prévoit qu'un petit nombre et facilement vérifiables. Il existe, ensuite, une obligation inconditionnelle : si un pays dépasse la valeur seuil fixée au départ, le FMI doit retirer son appui, quelles

5 Carletti et al. (2016).
6 Borensztein, Yeyati et Panizza (2006), p. 236.
7 Cf. FMI (2013).

Taux d'endettement dans les pays industrialisés et en développement



que soient les circonstances. La proposition se distingue ainsi du système actuel, où le prêteur international en dernier ressort ne peut pas s'engager de manière crédible à suspendre son soutien financier lorsque le pays en crise ne remplit pas les conditions du programme de crédit. Aujourd'hui, le FMI commence par imposer des conditions draconiennes et sans doute irréalistes, qui sont ensuite renégociées.

Par contre, un système qui ne laisse place à aucune renégociation contraint à la discipline le pays en crise et oblige le FMI à s'en tenir rigoureusement à sa décision initiale. Si le prêteur pose des conditions trop sévères, le programme de crédit échouera et il devra suspendre son soutien. S'il accorde au contraire des conditions trop souples, le programme échouera aussi et le pays ne retrouvera pas son accès au marché.

Des clauses d'exception pour les chocs extérieurs

Le système présenté ci-dessus n'est pas armé contre les événements imprévisibles, tels que des catastrophes naturelles ou de grands chocs provenant de l'extérieur. Si ces événements surviennent et poussent la dette publique à des hauteurs insoutenables, une restructuration devient de toute façon la seule issue possible.

Comment procéder en présence d'un choc extérieur qui ne compromet pas la solvabilité, mais a pour effet qu'une valeur seuil du programme ne peut plus être respectée? En pareil cas, le FMI serait-il obligé de renoncer au soutien financier et de plonger ainsi dans l'insolvabilité un pays pourtant solvable? Ces questions ne se poseront pas si l'on prévoit pour le prêteur des clauses d'exception s'appliquant aux situations extraordinaires. Une solution encore meilleure serait d'encourager le recours à des instruments d'assurance et des passifs éventuels.

Un système qui ne laisse place à aucune renégociation contraint à la discipline le pays en crise.



Ugo Panizza

Professeur d'économie internationale, Pictet Chair in Finance and Development, Département d'économie internationale, Institut de hautes études internationales et du développement, Genève