



Conseil économique et social

Distr. générale
24 mai 2013
Français
Original : anglais

Réunion spéciale sur la viabilité de la dette extérieure et le développement : enseignements tirés des crises et travaux en cours sur la restructuration de la dette et les mécanismes de règlement de la dette

Compte rendu analytique de la 9^e séance

Tenue au Siège, à New York, le mardi 23 avril 2013, à 15 heures

Président : M. Osorio (Colombie)

Sommaire

Déclaration liminaire sur le thème : « Lacunes que présentent les structures
juridiques et institutionnelles pour la restructuration de la dette »

Table ronde sur les mécanismes de restructuration de la dette

Observations finales et clôture de la réunion spéciale

Le présent compte rendu est sujet à rectifications.

Celles-ci doivent être rédigées dans l'une des langues de travail. Elles doivent être présentées dans un mémorandum, portées sur un exemplaire du compte rendu et adressées dès que possible au Chef du Groupe du contrôle des documents (srcorrections@un.org).

Les comptes rendus rectifiés seront publiés sur le Système de diffusion électronique des documents (<http://documents.un.org/>).

13-31270X (F)



Merçi de recycler 



La séance est ouverte à 15 h 10.

Déclaration liminaire sur le thème : « Lacunes que présentent les structures juridiques et institutionnelles pour la restructuration de la dette »

1. **M. Stiglitz** (Columbia University) dit que l'objectif de toute restructuration est de permettre aux pays et aux entreprises un nouveau départ. L'endettement excessif se traduit par des pertes énormes et des souffrances. Les ressources sont détruites dans la bataille qui se livre quant à savoir quels créanciers seront remboursés.

2. Un régime de faillite doit équilibrer la nécessité de procéder à l'acquittement méthodique des obligations et le besoin, dans des circonstances normales, de rembourser les dettes. Un bon régime doit équilibrer l'efficacité à posteriori et à priori, et modérer les encouragements à prendre des risques. Si la restructuration est inefficace et coûteuse, les pays seront tentés de la reporter.

3. Dans de nombreux cas, les prêteurs prêtent trop. Certaines banques occidentales ont essayé d'entraîner des pays pauvres d'Afrique subsaharienne à trop emprunter afin de créer une crise de la dette. Les créanciers doivent faire preuve d'un sens plus aigu de leurs responsabilités, si l'on se réfère par exemple aux prêts à des conditions abusives. Les banques consentent souvent des prêts souverains présumant que le Fonds monétaire international prendra le relais pour rembourser la dette. Des prêts à intérêt élevé aux pays pauvres tendent même à remplacer les prêts à des conditions libérales. Nombre de prêts aux pays en développement constituent des dettes superflues, en d'autres termes le prêt est en lui-même abusif. Le prêteur est généralement plus avisé en matière financière que l'emprunteur et les créanciers sont généralement protégés contre le risque par le paiement d'intérêts élevés.

4. Il n'existe pas de code de faillite unifié. Un processus de règlement plus rapide et sûr réduirait les primes de risque, de coûteux retards et des perturbations macroéconomiques. La restructuration de la dette souveraine et les faillites en général ont différents cadres juridiques. Alors que la plupart des pays sont dotés de lois concernant les faillites et ne s'en remettent pas aux marchés privés, ce type d'instrument juridique manque à l'échelle internationale. Lorsqu'il

s'agit d'une faillite sur le plan national, on sait quelles sont les priorités des créanciers. Les débiteurs n'ont que des réserves limitées et on a besoin d'une méthode rationnelle pour déterminer qui sera payé. Toutefois, s'agissant de la dette souveraine, il n'existe pas de liste précise de requérants.

5. Lorsqu'un pays dispose déjà d'un excédent primaire, une profonde restructuration de la dette pourrait le placer dans une situation plus avantageuse. Si un pays se trouve en position de faiblesse, il peut avoir à consacrer au service de la dette d'importants capitaux qui seraient plus utilement employés pour stimuler l'économie et améliorer les conditions de vie des citoyens. Nombre de pays craignent que la restructuration ne vienne limiter leur accès au marché, mais en réalité, les pays retrouvent les moyens d'accéder aux marchés avec une étonnante rapidité.

6. La restructuration entraîne de substantiels coûts à court terme. Les contrats doivent être établis de nouveau; les conflits dans les canaux de distribution pourraient s'envenimer ce qui tarirait les flux de crédit entraînant une multiplication des faillites. Cependant le réaligement des taux de change lorsqu'il est approprié, et la restructuration de la dette, notamment la restructuration profonde, produisent à long terme, des bénéfices encore plus importants. Une restructuration légère peut déboucher sur des années d'instabilité et entraîner de nouvelles restructurations. On a besoin d'un mécanisme qui permette d'éviter l'accumulation de difficultés comme prix de la restructuration. Les récents accords bilatéraux sur l'investissement n'ont fait qu'empirer les choses.

7. À elles seules les solutions du marché ne peuvent convenir. Les cadres juridiques importent du fait que de nombreuses parties prenantes sont touchées. On voit apparaître de nombreux conflits d'intérêt entre différents créanciers; des différends à propos des évaluations; une coordination des problèmes par les contrats et diverses difficultés dues aux biens publics. C'est alors que doivent intervenir les tribunaux pour assurer un traitement aussi équitable que possible à toutes les parties. Les clauses d'action collective, partant du principe que les solutions du marché seront les bonnes, ne sont pas adéquates.

8. Le développement des contrats d'échange sur défaut de crédit montre que certaines parties aux négociations sur la restructuration de la dette n'ont aucun avantage à tirer des résultats, ou espèrent qu'il

n'y en aura pas, préférant souscrire une assurance ou spéculer sur un impact négatif. Les intérêts des parties à la table de négociations ne correspondent donc pas nécessairement à l'intérêt réel de quiconque. Cela a détruit l'efficacité de l'ancien système de négociation. Les obligations indexées sur le PIB sont une innovation qui a permis d'harmoniser les intérêts, si bien que les créanciers ont eu intérêt au succès des emprunteurs. Toutefois, les marchés ont freiné ce progrès.

9. On a besoin d'une organisation mondiale de gestion des faillites. Un État souverain pourrait alors prendre une initiative de règlement, assortie d'une provision pour litige en vue de prêter à des pays en situation d'arriérés et pour un échange temporaire des contrôles de capitaux. L'État souverain proposerait une restructuration et ceux qui s'estimeraient lésés pourraient soumettre des contre propositions. Un tribunal de faillite se prononcerait sur les propositions.

10. Il faut entre temps trouver une solution intermédiaire reconnaissant l'imposition de contrôles sur les capitaux ou de taxes de sortie dans l'éventualité d'une crise. Il faudrait également une reconnaissance mutuelle entre États des lois et procédures relatives à la faillite pour résoudre les conflits d'ordre juridictionnel. L'État souverain proposerait une solution de rechange, tandis qu'un service de médiation serait chargé d'évaluer les conséquences des diverses solutions proposées. Il faudrait prévoir un ensemble de normes pour définir quelles dettes sont superflues, quelles dettes devraient être remises, et autres questions.

11. L'expérience de l'Argentine montre que si la restructuration est coûteuse, le refus de restructurer peut l'être davantage encore. La restructuration a conduit à une période de très forte croissance en Argentine, qui ne s'est terminée qu'avec la crise financière mondiale de 2008.

12. Les perspectives des marchés financiers doivent être traitées avec prudence durant les négociations de restructuration. Les marchés financiers ont un droit acquis mais ne sont que l'une des parties. Leurs prêts excessifs ont créé le problème en premier lieu.

Table ronde sur les modalités de restructuration de la dette

13. **Le Président** fait observer que comme le nombre de pays ayant des difficultés avec la dette, en particulier parmi les pays développés, ne cesse de s'accroître, les propositions de création d'une

institution de restructuration de la dette pourrait retenir davantage l'attention.

14. **M. Chodos** (Directeur exécutif, Fonds monétaire international) souligne que les solutions apportées par le marché sont inefficaces car les créanciers, parmi lesquels les banquiers, les intermédiaires, les investisseurs, les prêteurs, les dépositaires et les fonds spéculatifs sont trop divers ce qui implique des intérêts divergents. Les détenteurs de fonds spéculatifs ne voient pas leurs investissements de la même manière que d'autres créanciers car ils ne sont ni prêteurs, ni créditeurs au sens structurel et ne se conduisent pas comme d'autres parties prenantes. La question des motivations doit se situer au cœur de tout nouveau mécanisme.

15. On insiste trop sur l'accès aux marchés en matière de restructuration partant du faux principe que l'accès au marché est un facteur de succès pour la restructuration. La capacité de rembourser de l'emprunteur devrait être un élément central du nouveau mécanisme.

16. Dans le passé, les résultats découlaient naturellement du cadre institutionnel en place. Il était toutefois nécessaire d'aller à l'encontre des résultats escomptés pour éviter d'avoir à restructurer plusieurs fois de suite. En Grèce par exemple, le rapport dette/PIB est pire qu'avant la restructuration. De nouvelles restructurations seront peut-être nécessaires.

17. **M. Humes** (Président directeur général Greylock Capital Management, LLC) fait observer que les attermoissements autour du lancement des négociations sur la restructuration constituent un problème majeur. Lors d'une réunion de 2010, tous les participants, spécialistes des marchés émergents avaient noté que le profil de la dette grecque n'était pas viable et cependant, aucun des Européens présents n'a voulu aborder la question.

18. La mise en place d'avertisseurs pourrait s'avérer utile pour attirer l'attention sur certains problèmes à un stade préliminaire et entamer le processus de restructuration. Il conviendrait de souligner ce que coûte le service de la dette à l'économie plutôt que le ratio dette/PIB. S'il importe d'attirer l'attention sur le caractère insoutenable de la dette d'un pays, il faut aussi éviter d'imposer un plan de restructuration à un pays dont l'économie enregistre une croissance et fonctionne bien dans l'ensemble.

19. Même si la restructuration d'une dette souveraine peut théoriquement résoudre de nombreux problèmes, il n'est pas exclu que des difficultés pratiques surviennent en cours de mise en œuvre. Certaines restructurations récentes ont été plutôt constructives, l'emprunteur ayant su détecter ses problèmes et les signaler aux prêteurs en temps opportun. Les créanciers s'aperçoivent généralement des difficultés que rencontre un pays et prennent des mesures préventives. Dans le cas de Chypre, lorsque les difficultés sont devenues apparentes, les parties prenantes se sont réunies pour réfléchir plutôt que décliner leurs responsabilités.

20. Depuis 2001, le processus de restructuration établi s'est amélioré en ce sens que les restructurations ont été aménagées plus rapidement. En dépit de problèmes, comme dans le cas de la Grèce, illustrés entre autres par les opposants du secteur public et les banques centrales, le fardeau de la dette a été partagé. De telles situations pourraient se régler dans le cadre d'un mécanisme, mais comment s'y prendre avec les créanciers du secteur public, est une question délicate. Sur l'arrière scène, les restructurations en cours se passent bien. Si l'on établit un mécanisme, on devra s'appuyer sur les éléments qui fonctionnent.

21. **M^{me} Nache-Zandstra** (Associée, Clifford Chance) Explique que dans un contexte où la faillite n'est ni possible ni encouragée, et où les réaménagements, restructurations, rachats ou dénonciations sont la norme, le moratoire peut permettre de prendre les devants. Si les États souverains réduisent les délais de règlement de problèmes liés à une dette non viable en encourageant une prompt réaction, ils réduiront les coûts à long terme. Les moratoires peuvent également apporter aux États souverains et aux créanciers, une certaine stabilité financière leur permettant de s'entendre sur un plan de restructuration avant la faillite. Le financement de débiteur-exploitant serait possible avec un moratoire.

22. Pris comme un sursis légal, le moratoire peut éviter le défaut croisé et l'avancement des échéances, de même qu'un contentieux. Les moratoires de sociétés ont amené les créanciers à se concerter sur l'élaboration d'un plan unifié, ce qui ne se produit pas toujours s'agissant des États souverains sur la base de négociations de bonne foi. Le moratoire peut également réduire l'incertitude et la contagion dans des situations où l'on ne s'est pas encore entendu sur l'ampleur de la restructuration. Il peut en outre créer un cadre propice à une meilleure hiérarchisation des priorités.

23. Il restera à déterminer l'étendue du moratoire. L'expérience des sociétés en matière de défaut de paiement du débiteur aux échéances fixées ne peut servir de critère car techniquement un État souverain ne peut être insolvable. Il importe beaucoup plus de se pencher sur la non viabilité de la dette. Il ne pourrait y avoir qu'un report du paiement des intérêts ou une cessation de paiement de plus ample portée, et il peut y avoir aussi des situations où le débiteur ne souhaite pas cesser ses paiements. Le moratoire pourrait comporter une clause de sursis ou d'arbitrage, ou le retrait de certains cas de défaut ou de certains droits d'accélération. Le moratoire dure généralement 90 jours dans le cas des sociétés mais certains emprunteurs peuvent souhaiter prolonger ce délai.

24. On peut se demander en outre s'il doit y avoir des signes précurseurs pour mettre fin à un moratoire, si par exemple les négociations tournent mal; quelle sera l'ampleur des opérations durant le moratoire; la mesure dans laquelle la poursuite des négociations doit être confiée aux obligataires. On peut penser qu'averti de la possibilité d'un moratoire, l'emprunteur soit tenté de s'endetter davantage durant la période préalable à l'aggravation de ses problèmes.

25. Le moratoire peut entraîner un contrat d'échange sur défaillance et il pourrait y avoir une dégradation de la notation ou des répercussions sur les actifs dans le bilan des institutions financières, trop tôt dans le cours du processus. L'univers des créanciers change avec le temps et on ne peut savoir quelles en seront réellement les conséquences. Il peut y avoir des limites aux demandes de remboursement formulées du fait du moratoire. Un moratoire peut devenir un point réservé dans une clause d'action collective, ou dépendre de l'acceptation d'un obligataire ou d'un déclencheur. Toute solution contractuelle devrait faire appel aux compétences d'un comité d'obligataires.

26. Il s'agirait de savoir si ce comité d'obligataires se composera uniquement des principaux obligataires ou également des représentants du secteur de la distribution; qui assumera les frais du comité pour faire progresser les négociations de moratoire, et quel sera le mandat de ce comité. Plus le mandat sera détaillé, plus il sera difficile de parvenir à un accord entre emprunteurs et créanciers sur le mécanisme contractuel. Il importe de voir qui est lié par le moratoire, comme les autres groupes de créanciers, les banques de prêt, les contreparties aux accords

d'échange, les banques multilatérales et les sources de financement du secteur public.

27. Les moratoires ont été pris en considération, entre autres, par le Fonds monétaire international mais l'idée n'a pas été retenue. Elle doit être réexaminée. Sur la base du cadre contractuel en vigueur en vertu duquel la dette souveraine est établie, il serait possible de considérer les moratoires volontaires comme un élément contractuel supplémentaire, mais cela présente des difficultés pratiques et juridiques.

28. Il conviendra d'analyser la valeur du moratoire dans une crise de liquidité par opposition à un crise de solvabilité, de même que d'examiner la question de savoir si tout report de paiement dans le contexte du moratoire risquerait de limiter sérieusement l'accès de l'emprunteur au marché. Les pays pourraient considérer les arrangements de moratoires, même volontaires, comme des facteurs de restriction inopportuns. Les créanciers pourraient croire que le système actuel leur permet de traiter avec les emprunteurs à leurs propres conditions. Un moratoire pourrait inciter les créanciers à liquider leurs actifs dès qu'un seuil critique est atteint.

29. Le domaine contractuel suscite d'autres idées qui pourraient améliorer le processus de restructuration de la dette, notamment des éclaircissements sur la clause de pari passu; le recours plus systématique à des administrateurs pour encourager l'application par une seule entité et une répartition proportionnelle des bénéfices de la reprise. Les institutions financières devraient s'intéresser davantage aux obligations indexées sur le PIB. On pourrait créer des instruments pour la dette souveraine, avec option de report du paiement des intérêts ou du capital, analogues à ceux des banques et des assurances en matière de régulation des capitaux, afin de donner plus de souplesse en cas de report des paiements lorsque surviennent des difficultés.

30. **M. Buchheit** (Associé, Cleary Gottlieb Steen & Hamilton) précise que tant qu'un régime transnational de faillite ne sera pas institué, le débiteur ne pourra pas demander aux créanciers de restructurer. On est parti du principe que tous les créanciers accorderaient aux débiteurs les allègements nécessaires pendant la période de restructuration. S'ils sont nombreux à refuser de participer, il y aura peut-être lieu de réaménager la restructuration.

31. Même si un petit groupe d'opposants ne peut en soi poser une sérieuse menace financière, il n'en

constitue pas moins un facteur émotionnel pour l'emprunteur et les autres créanciers. L'emprunteur se souviendra de l'amère austérité imposée à la population de son pays et du fait que les autres créanciers ont apporté de douloureux allègements de la dette, tandis qu'un ou des opposants exigent un remboursement intégral et évoquent les obligations contractuelles. Les prêteurs qui ont prêté cent centimes de dollar ou d'euro et accepté un arrangement pour recevoir 50 % de cette somme en retour, ne verront pas d'un bon œil un autre prêteur qui n'a payé que 30 % sur une créance et qui maintenant demande et peut-être perçoit 100 %.

32. Une telle situation pourrait se résoudre par des incitations positives ou négatives. Une solution serait d'adapter la restructuration aux préférences ou contraintes règlementaires et personnelles des créanciers. Par exemple, les éléments optionnels pourraient inclure des instruments à taux fixes et à taux variables, des instruments d'échange au pair, et un choix entre prêts de 100 cents par dollar et d'autres prêts actualisés mais avec des taux d'intérêt plus élevés.

33. Dans certains cas de restructuration de sociétés, les créanciers ont été invités à prendre des parts au capital plutôt que demander le remboursement de leur créance avec possibilité de valeur ajoutée si la société est prospère. Cet arrangement pourrait s'appliquer à une dette souveraine en fournissant aux créanciers un titre de recouvrement de la valeur qui le compenserait au cas où le pays débiteur connaîtrait ultérieurement une reprise économique. Les exportateurs de pétrole qui avaient consenti des transactions sur obligations Brady dans les années 90, ont donné à leurs créanciers des garanties en pétrole en promettant un partage des bénéfices si les cours du pétrole dépassaient un certain niveau. Certains débiteurs ont offert des effets collatéraux pour le nouvel instrument. Les obligations Brady étaient presque toutes affectées en garantie du remboursement du capital à échéance. Dans d'autres cas, la restructuration a indexé le nouvel instrument émis à des créanciers commerciaux sur la régularité de remboursement d'un prêt à un créancier du secteur public.

34. L'une des incitations négatives, omniprésente dans toutes les restructurations de la dette est la menace explicite ou implicite que les récalcitrants ne seront pas payés ou devront tenter des actions pendant des années, voire des décennies. D'autres approches sont possibles, on peut par exemple privilégier les conditions de non paiement d'un titre de

créance, comme la levée de l'immunité souveraine; la soumission à la juridiction compétente ou le choix de la législation en vigueur, plutôt que le montant et la date de paiement. Si ces conditions venaient à changer au point de réduire leur valeur pour le détenteur, la décision du récalcitrant de conserver ou non un instrument modifié s'en ressentirait.

35. Les clauses d'action collective, les dispositions contractuelles par lesquelles la majorité qualifiée des créanciers pourrait voter en faveur d'une restructuration et exiger que cette décision soit contraignante pour le reste, sont monnaie courante. Le contrôle de la majorité qualifiée sur le processus est l'une des principales caractéristiques des règles de réorganisation des sociétés. La majorité qualifiée des créanciers va balayer toute minorité dissidente et évacuer toute possibilité de récalcitrants.

36. Il est d'une difficulté notoire d'imposer un instrument de dette souveraine à un État souverain. Ces États conservent rarement leurs actifs en dehors de leur propre juridiction à leur nom, et les actifs qu'ils détiennent, comme les ambassades et les consulats bénéficient d'une immunité juridique spéciale. Un créancier récalcitrant n'aurait pas de mal à obtenir une décision judiciaire mais ce ne serait qu'un morceau de papier. La décision du tribunal ne confère aucun avantage financier à moins qu'il ne se trouve un avoir à mettre en recouvrement. Certains créanciers cherchent encore des actifs à mettre en recouvrement après le défaut de paiement de l'Argentine en 2001.

37. En mai 2003, dans le cadre de la dette iraquienne, le Conseil de sécurité a adopté la résolution 1483 (2003) protégeant tous les avoirs pétroliers et financiers de l'Iraq contre toute procédure judiciaire internationale, prévenant ainsi les opposants qu'ils ne pourraient trouver d'avoirs à saisir. C'est le seul exemple de la communauté internationale agissant pour modifier l'équilibre de la restructuration d'une dette souveraine. La restructuration de l'encours de la dette de l'ère Saddam s'est poursuivie et a été impitoyable pour les créanciers.

38. Les restructurations de dettes souveraines devraient, pour l'essentiel, s'aligner sur les faillites de sociétés. Il faut décider du bien fondé de la restructuration et savoir si la charge de la dette a été équitablement répartie entre les différents groupes de créanciers. Dans le contexte souverain ce n'est pas facile; il faut se demander si le degré d'austérité

budgétaire que les citoyens et d'autres créanciers sont appelés à subir est équitable.

39. Le contrôle du processus par la majorité qualifiée des créanciers est une caractéristique essentielle des faillites de sociétés et devrait être suivie dans la restructuration de la dette souveraine. La suspension automatique, signifiant que les créanciers ne peuvent recourir aux remèdes juridiques habituels, devrait également être utilisée.

40. Dans un article récent sur Chypre, l'intervenant avait suggéré que les Européens qui sont parties au traité établissant le Mécanisme européen de stabilité apportent une aide financière aux pays membres de la zone euro en difficulté, envisageant à cet effet des mesures similaires à celles que le Conseil de sécurité avait préconisé pour l'Iraq en 2003. Il était proposé que si un créancier invité à participer à une restructuration de dette avec l'appui financier du Mécanisme européen de stabilité refusait, alors, pour ce seul créancier, les avoirs du débiteur dans la zone euro seraient protégés contre toute procédure judiciaire. Il ne s'agissait pas de tenter de modifier les droits du créancier – ce dernier peut toujours obtenir un jugement du tribunal – cela a toutefois changé la possibilité de prendre des mesures coercitives contre des actifs souverains.

41. **M. Haley** (Directeur exécutif, Banque interaméricaine de développement) s'exprimant es-qualité, dit que l'architecture financière internationale n'a pas suivi les transformations du système financier mondial. Antérieurement, la question de la dette souveraine eut été résolue simplement, les créanciers auraient requis la force et pris possession des biens du débiteur.

42. À notre époque, après l'ère Bretton Woods, avec l'érosion du consensus qui avait existé durant des décennies après la seconde Guerre mondiale, les pays ont tendu à une plus complète intégration financière. À l'ère de Bretton Woods, les problèmes de la balance des paiements portaient généralement sur 2 % à 3 % du PIB ou légèrement plus. Dans les conditions actuelles les problèmes de la balance des paiements sont des crises du secteur financier. Les crises sont beaucoup plus étendues car il s'agit de convertir des stocks d'actifs plutôt que des flux, et les stocks d'actifs peuvent être beaucoup plus importants. Les crises récentes qui portent sur 10 %, 12 % ou 15 % du PIB, ressemblent à des paniques bancaires ou à des vagues de retraits massifs, les investisseurs se précipitant

fébrilement vers les banques centrales pour échanger des valeurs nationales contre des valeurs étrangères.

43. Le fardeau de l'ajustement pour les pays qui traversent ces crises est proportionnellement beaucoup plus lourd. Toutefois, le Fonds monétaire international, qui a été conçu pour résoudre les problèmes d'une autre ère, a réagi en essayant d'établir un juste équilibre entre financement et ajustement. Il se trouve maintenant en position d'essayer de catalyser le capital privé au moyen de ses prêts. Lorsque cette solution s'avère efficace, comme ce fut le cas pour le Brésil il y a un peu plus de 10 ans, elle évite les perturbations économiques et sociales, mais lorsque la solution n'est pas la bonne on voit surgir des problèmes plus fondamentalement liés à l'insolvabilité et au manque de liquidités, ce qui peut entraîner une récession prolongée. L'ajustement qu'exigent la compression de l'absorption interne, de la dépense privée, de l'investissement et des dépenses publiques pour équilibrer la balance des paiements est proportionnellement plus rigoureux, et bien que le Fonds ne soit pas enclin à opérer de telles compressions il ne dispose pas d'instruments pour agir différemment.

44. Une réponse possible serait de conférer au Fonds ou à tout autre organisme international, les moyens de devenir une banque centrale mondiale. Face à une panique bancaire et à des retraits massifs, il fournirait des liquidités contre de solides garanties. Il n'existe toutefois pas de consensus international, et ce ne serait pas nécessairement la panacée.

45. Une autre solution serait d'élargir la définition d'ajustement au-delà de l'absorption interne proposée par Bretton Woods, pour y inclure l'ajustement des créances du secteur privé sur la dette souveraine. Le montant de la dette souveraine dû à d'autres États souverains pourrait être rééchelonné ou réduit dans le cadre de l'accord du Club de Paris, mais le système international ne dispose pas de moyens efficaces de promouvoir une restructuration ponctuelle, méthodique des créances privées.

46. Le Fonds a proposé le mécanisme de restructuration de la dette souveraine voici dix ans pour créer un autre instrument susceptible de mieux gérer les crises financières mondiales et, ce faisant, a tenté de reproduire certaines dispositions clefs de la législation interne sur les faillites. Cette législation prévoit un allègement de la charge de la dette en vue d'éviter des incitations néfastes qui se manifestent

lorsque les bénéficiaires des politiques d'ajustement vont essentiellement vers les créanciers étrangers. Sur le plan national, l'acquittement de la dette se fait sous la supervision d'un juge qui arbitre les divers intérêts, compte tenu de toutes les parties prenantes légitimes. Les principales questions qui se posent sont la viabilité de la dette et le degré d'ajustement budgétaire qu'il est possible de supporter. Le secteur privé n'était pas d'accord avec la version initiale du mécanisme de restructuration de la dette souveraine, partant du principe que le Fonds lui-même, en tant que principal créancier dans une opération de restructuration d'une dette souveraine, ne pouvait donner à ses membres des avis désintéressés. De ce fait, le rôle du Fonds d'essayer de déterminer, d'imposer ou d'orienter le remboursement de la dette a été supprimé.

47. Le mécanisme de restructuration de la dette avait en outre pour objectif de limiter les saisies d'actifs, privilégiant le statu quo. Cette trêve était une occasion de donner un peu de répit durant lequel des politiques prudentes pourraient être appliquées, les valeurs d'actifs préservées pour les créanciers et les parts élargies afin que les citoyens n'aient pas à subir d'insupportables ajustements. La proposition de restructuration de la dette souveraine a été bloquée il y a 10 ans.

48. La plupart des participants au marché rétorqueront que la restructuration volontaire de la dette au cours des 10 dernières années a été relativement rapide avec une forte participation. À l'exception de l'Argentine, il n'y a pas eu de litiges à régler. Avec l'imposition de seuils de participation minimum pour les offres d'échanges volontaires, l'emprunteur peut aider à éliminer les problèmes d'action collective qui surgissent lorsque les créanciers sont poussés à un consensus, à condition que ni la décote ni la probabilité d'une opposition ne soient trop élevées.

49. Au cours de la dernière décennie, le succès des clauses d'action collective sur les marchés internationaux d'obligations a été remarquable, mais il reste des problèmes à résoudre. Un créancier détenteur d'une obligation visée par une clause d'action collective n'a que peu ou pas envie d'accepter une décote sans avoir l'assurance que les autres créanciers soient disposés à réduire leur créance.

50. Certains observateurs estiment que les approches volontaires suivies ces dix dernières années, mêmes si elles sont imparfaites, représentent une nette amélioration par rapport à ce que l'on craignait 10 ans

auparavant, tandis que d'autres estiment que les pertes économiques subsistent. Pour parvenir à une restructuration volontaire, la menace de mesures coercitives doit exister. La question est de savoir si les dispositions réglementaires applicables à la restructuration de la dette aideront à réduire l'incertitude et à créer un environnement analogue à celui qui existait au niveau national, où de nombreuses restructurations étaient effectuées sous l'aile du tribunal. Les deux parties savent alors que si elles ne s'engagent pas dans une restructuration volontaire, le différend se règlera dans le système officiel de faillites. Cette méthode éviterait de nombreuses négociations complexes et inutiles et permettrait aux parties de parvenir à un règlement rapide.

51. Il est judicieux d'examiner la question de savoir si un dispositif plus officiel comme un mécanisme de restructuration de la dette souveraine est nécessaire. Alors que de nombreuses innovations juridiques au cours de la dernière décennie ont aidé à promouvoir des restructurations volontaires et méthodiques, chaque innovation est maintenant suivie d'autres innovations qui neutralisent ou limitent l'applicabilité de la première, ce qui rendra les futures restructurations plus longues et difficiles. La rapidité et la facilité relatives des restructurations volontaires effectuées ces 10 dernières années relèvent plus de conditions favorables que de la nature intrinsèquement positive des restructurations elles-mêmes.

52. Les retards sont coûteux. Ils reflètent une tentative de jouer sur l'amortissement de la dette, et le désir de reporter les conséquences d'une restructuration défavorable ainsi que les coûts qui lui sont associés, dans la perspective d'un renflouement. Si le secteur public est également inquiet des coûts de faillite, il pourrait, en l'absence d'un cadre de restructuration rationnel, fournir trop vite et trop facilement des possibilités de renflouement, encourageant ainsi les emprunteurs à parier sur le remboursement.

53. **M^{me} Young** (Belize) dit que pour avoir décliné les crédits commerciaux et refusé le cocktail d'austérité, une imposition plus forte et une privatisation en chaîne offerts par le Fonds monétaire international – qui se sont d'ailleurs soldés par un échec, le Belize est privé du mécanisme d'appui d'une institution financière. Le Belize n'a demandé qu'une garantie partielle de sa dette restructurée, adossée aux futures recettes pétrolières du secteur public, mais il n'a reçu que l'ordre d'appliquer des politiques qui n'auraient fait qu'amplifier l'impact

de la récession et plongé un grand nombre de citoyens dans la pauvreté. Selon certaines annonces des médias, le Fonds serait sur le point de demander au Royaume-Uni de ralentir sur l'austérité. Les facilités de crédit utilisables offertes aux pays développés devraient l'être également au Belize, mais le pays est tout simplement trop petit pour être sauvé. Les bilans de la Banque mondiale, du Fonds monétaire international et autres institutions analogues devraient être en mesure d'appuyer davantage les fragiles économies des petits États à revenu intermédiaire.

54. Les économies émergentes méritent de se faire mieux entendre dans les réunions des institutions financières multinationales, qui doivent proposer des solutions adaptées aux petits États. Le cadre de développement pour l'après-2015 doit récompenser les politiques favorables à la survie de la planète. Les petits pays n'ont pas seulement besoin d'une « salle des urgences » mais également d'une « salle de récupération » pour un redressement financier. L'instabilité des éléments fondamentaux de l'économie des petits États, y compris le PIB, les recettes fiscales, les taux de change et les termes l'échange sont autant de questions dont il faut se préoccuper. Il devrait y avoir un débat sur certaines structures de la dette qui protégeraient les finances publiques contre les externalités; l'indexation du remboursement du capital et des intérêts sur les exportations des petits États; les cours des matières premières; le niveau de développement; les termes de l'échange; le taux de croissance de l'économie; les catastrophes naturelles et les inévitables cycles économiques comme les récessions. La gestion économique mondiale doit limiter l'action de prêteurs sans scrupules. Un trait marquant de la grande Récession avait été la cupidité sans bornes des marchés du crédit.

55. **M^{me} Isella** (Suisse) dit que l'absence d'un cadre visant à régir la restructuration méthodique de la dette souveraine est une lacune flagrante du système financier international. Ce type de cadre abaisserait le coût des défauts de paiement de la dette souveraine et conduirait à des modes de prêt plus prudents, ce qui réduirait le risque d'endettement excessif. Le cadre devrait éliminer les tentations de dissidence et améliorer la prévisibilité du processus et les échanges d'informations entre emprunteurs et créanciers. Cela conduirait probablement à une normalisation des termes employés dans les clauses d'action collective et les dispositions de consentement de sortie, les clauses

d'agrégation et pour les seuils de participation minimale. Le cadre doit certes rendre la restructuration plus facile à administrer mais ne doit en aucun cas la rendre plus attrayante.

56. **M^{me} Hay** (Nouvelle-Zélande) demande des éclaircissements sur la manière de choisir le bon moment pour restructurer. Elle souhaite savoir quelle serait la profondeur d'une restructuration si elle devait avoir lieu avant défaut de paiement.

57. Même si les mesures volontaires de la précédente décennie ont changé la situation, il faut aller encore plus loin. Des informations complémentaires sur les mesures à prendre à l'échelon international et par qui, seraient très utiles. Il est difficile d'obtenir un consensus international sur le mécanisme de la restructuration. Il serait intéressant de savoir si des mesures internationales devraient prendre la forme d'un traité; si une approche intermédiaire serait très efficace, vu le temps que prendrait probablement l'instauration d'un mécanisme, et quelles mesures seraient le plus efficaces en ce moment.

58. **M. Humes** (Président directeur général, Graylock Capital management, LLC) précise que dans le cas de Belize, diverses personnalités gouvernementales ont rencontré des créanciers avec lesquels ils ont eu des entretiens qui ont abouti à un processus positif et rapide. Nombre de pays européens ayant appliqué les programmes du Fonds monétaire international ont, selon les médias, connu une alarmante détérioration de leur secteur de la santé et un accroissement des taux de mortalité. Les soins de santé de la population doivent être payés avant les autres créanciers. Contrairement aux stéréotypes populaires, les représentants du secteur financier ne cherchent généralement pas à ôter le pain de la bouche des enfants. En fait, nombre d'entre eux n'épargnent aucun effort pour faire entrer les récalcitrants et préparer des contrats répondant à leurs besoins.

59. **M. Bucheit** (Associé, Cleary Gottlieb Steen et Hamilton) explique que les objectifs d'un mécanisme de restructuration de la dette souveraine ont été progressivement repris au cas par cas. La récente restructuration de la dette grecque, la plus importante restructuration du monde, avait pour enjeu 206 milliards d'euros de dette, entre les mains d'emprunteurs du secteur privé. Il s'est avéré que 93 % de la dette active étaient régis par la législation grecque, et que le parlement grec avait donc promulgué

des lois autorisant une majorité qualifiée de détenteurs de titres de prendre des décisions sur la restructuration. Les efforts de restructuration ont tendu à suivre le mode de gestion d'une faillite de société et d'envisager la manière dont un mécanisme de restructuration de la dette aurait pu fonctionner s'il avait existé à l'époque. Le pourcentage des opposants a été très faible.

60. **M. Chodos** (Directeur exécutif du Fonds monétaire international) affirme que c'est surtout le résultat qui compte. La question est de savoir si la restructuration grecque est viable et s'il faudra procéder à d'autres restructurations. Techniquement, l'exemple grec est un grand succès, mais en substance il n'a pas été une réussite, peut-être parce que des facteurs autres que la capacité de remboursement ont été prioritaires dans la conception. Quelle que soit la structure choisie pour institutionnaliser le processus, elle doit déboucher sur la croissance, sans laquelle la structure de la dette de sera pas viable. Si la structure du cadre institutionnel ne garantit pas les résultats escomptés, il faudra procéder à de nouvelles restructurations.

61. **M. Schuldt** (Équateur) demande des renseignements complémentaires sur la restructuration de la dette grecque, notamment sur la restructuration concomitante de l'économie nationale et des marchés financiers qui a eu lieu. Il serait intéressant de savoir en outre comment on distingue entre différents types de créanciers et quelles autres mesures pourraient être adoptées en ce qui concerne la dette superflue ou légitime.

62. Les mesures prises par l'Équateur ont permis d'épargner sept milliards de dollars et de réduire sensiblement le montant des ressources allouées au remboursement de la dette. Les économies réalisées sur le remboursement de la dette ont pu être reportées sur la croissance et le relèvement, tout en répondant aux besoins du pays. Le nouveau mécanisme officiel et les propositions concernant un tribunal mondial des faillites devraient tenir compte de ces faits.

63. **M. Hawezy** (Iraq) déclare que la restructuration de la dette iraquienne a été considérée comme une catastrophe pour les prêteurs. Cette situation est héritée du régime précédent. À l'avenir, les prêteurs devront comprendre la nécessité d'un meilleur engagement et d'un contrôle plus rigoureux. En Iraq, l'argent a servi à alimenter les guerres contre les voisins et a permis à un dictateur de poursuivre son programme militaire. Avant de prêter des centaines de milliards de dollars, les pays

et les institutions privées devraient demander où ira l'argent. Les prêteurs doivent prendre leurs responsabilités et chercher à savoir si l'argent va servir une bonne cause, car ils courent le risque de ne pas être remboursés. La situation a été désastreuse non seulement pour les prêteurs mais pour la région et pour les Iraquiens. Malgré les efforts du Fonds et de la Banque mondiale, les pays et les institutions n'ont pas tous réussi à annuler leur dette.

64. **M. Humes** (Président directeur général Graylock Capital Management, LLC) dit que le secteur privé a pris sa part du fardeau de la Grèce. Il a été mêlé à cette affaire lorsqu'il est devenu évident que 25 % de coupes sur le capital ne suffiraient pas. En fin de compte c'est 53,5 % de coupes qui ont été effectuées sur le capital avec une prolongation des échéances et une réduction de la valeur du coupon, ce qui a rendu cette portion de l'encours de la dette de ce pays tout à fait viable. Cependant, juste avant la signature de l'accord, la Banque centrale européenne et toutes les autres banques centrales d'Europe qui détenaient les mêmes obligations que celles qui ont été restructurées les ont retirées et ont procédé à un swap, évitant ainsi une décote et laissant irrésolu le problème du fardeau de la dette.

65. L'Union européenne a prêté 10 milliards d'euros à la Grèce pour racheter les obligations anciennes du secteur privé, assorties d'un coupon à faible taux d'intérêt, de manière à réduire le ratio de la dette au PIB et le ramener à 124 % d'ici à 2020, allégeant ainsi le poids de la dette sur l'économie. Même si cette opération a relancé le marché secondaire, elle n'en constitue pas moins une absurde utilisation du financement. Un prêt de cette ampleur eut été mieux utilisé pour stimuler l'activité économique, ce qui aurait aidé le secteur public à réduire l'encours de la dette.

66. La question de la dette superflue est très complexe. On a vu des centrales nucléaires prêter aux Philippines pour restructurer ce qui était sans doute une dette superflue et il eut été plus économique de l'englober dans la restructuration générale.

67. **M. Buchheit** (Associé, Cleary Gottlieb Steen & Hamilton) dit que si l'encours de la dette grecque n'est toujours pas viable, ce n'est plus la faute des prêteurs commerciaux. La Grèce détient 31 milliards de dollars se trouvant entre les mains du secteur privé, contre 300 milliards d'euros en 2010. Cela signifie que 90 % de l'encours de la dette ont été annulés ou ont été transférés dans le secteur public. Des entretiens sur une

nouvelle restructuration auront lieu, si cela s'avère nécessaire, à Bruxelles, non avec des créanciers privés.

68. L'idée d'une dette si « odieuse » qu'elle ne puisse déceintement être honorée par un gouvernement successeur est un concept malaisé et dangereux. Tous les gouvernements considèrent leurs prédécesseurs comme coupables d'une plus ou moins mauvaise gestion. Si un nouveau gouvernement avait le choix de désavouer les obligations héritées de ses prédécesseurs, nombre de gouvernements ne manqueraient pas de l'imiter.

69. Il n'y a rien de mystérieux à propos du régime de Saddam Hussein. Les prêteurs savaient très bien ce qu'il faisait. On peut porter un jugement moral sur la restructuration de la dette effectuée en Iraq – avec une annulation de 80 % du montant nominal de la dette, soit en termes actuels environ 90 % –, à savoir que les créanciers qui ont soutenu Saddam ont fait le mauvais choix. Il est certain que les créanciers devraient mesurer les risques avant d'avancer des fonds à un État souverain et à un régime particulier. S'ils se rendent compte que les fonds ne sont pas utilisés à bon escient, ils devront alors s'attendre à ne pas être intégralement remboursés en cas de changement de régime.

70. **M. Haley** (Directeur exécutif, Banque interaméricaine de développement (BID) dit qu'une manière d'envisager les difficultés en perspective est de se représenter un spectre comportant à une extrémité un mécanisme de restructuration de la dette souveraine et un organisme international de gestion des faillites, et à l'autre extrémité un mécanisme de restructuration volontaire, et d'essayer de voir s'il existe un moyen terme. On pourrait créer une instance de la restructuration volontaire de la dette souveraine, où se tiendraient des réunions informelles pour en débattre, sur le modèle du Club de Paris. Avec le temps ces réunions produiraient un corpus de connaissances et de conventions juridiques.

71. Le remboursement de la dette est un processus de négociations entre les créanciers et l'emprunteur. Des échanges d'informations pertinentes et la confiance en l'information reçue pourraient contribuer à faciliter une restructuration dans des délais plus raisonnables. Les créanciers du secteur privé et les États souverains pourraient participer à titre volontaire tout en essayant de reproduire certaines importantes fonctions de l'approche officielle.

Observations finales et clôture de la session spéciale

72. **Le Président** récapitulant les déclarations des intervenants dit que le problème de la dette touche maintenant le monde développé et que de ce fait la voie semble ouverte à des risques systémiques mondiaux. Si les coûts de restructuration sont élevés, il en coûterait encore plus de ne pas restructurer.

73. Il n'existe aucune instance analogue aux tribunaux nationaux de faillite pour régler le défaut de paiement de la dette. Efficacité et justice exigent que des modifications soient apportées aux approches actuelles. Les clauses d'action collective ne sont pas suffisantes pour résoudre la question de la surcharge due à la dette dans des situations de faible croissance et de primes de risques plus élevées. Dans la recherche d'une solution il faut savoir distinguer les conflits d'intérêt, trouver une voie pratique et ne pas perdre confiance.

74. *Le Président déclare que la réunion spéciale est close.*

La séance est levée à 17 h 40.