

LA LETTRE DU

N° 241 — JANVIER 2005

CEPII

CENTRE
D'ETUDES PROSPECTIVES
ET D'INFORMATIONS
INTERNATIONALES

LA DETTE ARGENTINE ET LE DÉCLIN DU FMI

Plus de trois ans après le défaut sur sa dette, l'État argentin propose un échange de titres qui se solderait pour les investisseurs par une perte d'environ 70% de leur mise. Quelle que soit l'issue de l'opération, l'affaire argentine illustre d'ores et déjà la fragilité de l'approche contractuelle du traitement des défauts. Face à la difficulté de coordination des investisseurs privés, les autorités argentines ont pu refuser toute négociation constructive et de bonne foi. Les moyens de résister à une telle stratégie non coopérative sont en effet limités : la menace de poursuite judiciaire a été surestimée et aucun arbitre ou censeur institutionnel n'a émergé, pouvant suppléer le FMI. L'absence d'interaction entre la procédure privée de renégociation des dettes et les instruments multilatéraux de gestion des crises financières réduit ainsi considérablement les moyens d'action du Fonds. Elle confirme sa marginalisation sur un enjeu central d' "architecture internationale". Au total, si l'approche contractuelle peut atteindre son objectif en cas de "petits" défauts, plusieurs accidents du type argentin pourraient aboutir à une situation d'impasse, appelant le retour à des méthodes plus institutionnalisées et plus politiques.

On se souvient que depuis la crise en Asie un large débat s'est développé sur la question de la restructuration des dettes souveraines – c'est-à-dire la dette des États, par opposition à celle des agents privés¹. Concrètement, les méthodes des années 1980, organisées autour du FMI, ne fonctionnent plus dans un monde de globalisation et de désintermédiation financières. Mais la définition de nouvelles procédures se heurte à plusieurs difficultés. D'abord, les acteurs privés résistent fortement à des règles de négociation qui resteraient exposées à l'intervention des acteurs publics et de leurs agents multilatéraux. Ensuite, les problèmes d'information et de coordination entre investisseurs sont devenus considérablement plus difficiles à résoudre, tandis que la prise de décision collective se heurte au principe d'intégrité des contrats : la menace a été prise très au sérieux que des investisseurs minoritaires, opposés à un accord de restructuration, portent plainte régulièrement devant les tribunaux de commerce des places financières où les obligations ont été émises - principalement à New York ou à Londres. Par jugement, ils pourraient alors être exemptés des concessions accordées par les autres investisseurs, ce qui évidemment mettrait en question, à terme, le principe même d'un accord négocié. Après une phase de décanation, le débat s'est structuré autour de deux propositions principales². D'une part, le FMI a

développé l'idée d'un "tribunal de faillite" pour les États souverains – c'est ce qu'on appelle la "proposition Krueger"³. Cette instance aurait fixé un ensemble de règles contraignantes quant à la représentation des acteurs et la négociation. Surtout, elle aurait pu imposer à des investisseurs réfractaires un accord voté à la majorité qualifiée (75% des porteurs) : la possibilité de poursuite en justice aurait donc été bloquée. Ce projet très structuré n'a pas toutefois convaincu et, en avril 2003, les gouvernements du G7, le secteur financier privé et un certain nombre de grands pays émergents se sont mis d'accord sur la méthode alternative, fondée sur les "clauses d'action collective" (CAC).

L'idée sous-jacente est de rapprocher les restructurations de dette souveraine des pratiques courantes de résolution des différends internationaux entre grands opérateurs privés (financiers et industriels). C'est-à-dire des règles assez informelles, relevant de l'accord à l'amiable ou de l'arbitrage privé, et qui évitent le plus possible l'appel à l'intervention publique. De fait, ces pratiques ont aujourd'hui une influence non négligeable sur les mécanismes de règlement des conflits appliqués dans le cas des investissements directs et, à certains égards, de l'OMC⁴. Dans un monde gouverné par les CAC, aucune règle de négociation ne s'imposerait donc *a priori* lors

1. Voir "La crise en Équateur et l'architecture financière internationale", *La Lettre du CEPII*, n° 188, mars 2000.

2. Voir "La crise de la dette souveraine : l'action multilatérale après le rejet de la proposition Krueger", *La Lettre du CEPII*, juin 2003.

3. FMI (2002), "The Design of the Sovereign Debt Restructuring Mechanism - Further Considerations", Prepared by the Legal and Policy Development and Review Departments, 27 novembre.

4. On pense au Centre international pour le règlement des différends relatifs aux investissements, rattaché à la Banque mondiale, ainsi qu'à l'Organe de règlement des différends établi au sein de l'OMC.

d'un défaut souverain : on ferait confiance aux intérêts bien compris des parties et à leur "bonne foi", tandis que les risques de parasitage par des investisseurs minoritaires seraient contrôlés *in fine* par un principe de vote qualifié à l'intérieur de chaque émission obligataire ; et en cas de gros problème on se retrouverait devant le tribunal de la place d'émission. Tout au plus un "Code de bonne conduite" non contraignant pourrait compléter ces principes et guider les acteurs, par exemple en fixant des principes d'information mutuelle⁵. Ainsi seraient résolus, pragmatiquement et à moindres coûts, les problèmes que le FMI, pour sa part, proposait de résoudre *ex ante*, au moyen de règles institutionnelles contraignantes : coordination entre classes d'investisseurs, vérification de la "bonne foi" des parties, équité dans le partage du fardeau, contrôle des risques de poursuites judiciaires.

Cette seconde approche, à caractère contractuel, s'est aujourd'hui généralisée : au cours des trois premiers trimestres de 2004, 90,3% des nouvelles émissions souveraines incluaient une CAC⁶, un succès qui prolonge le bilan positif d'une série de restructurations de petite taille, engagées depuis 1998 selon des principes proches (Ukraine, Pakistan, Équateur, Uruguay)⁷. Enfin, les discussions lancées en particulier par la Banque de France devraient aboutir prochainement à l'adoption par les principaux acteurs d'un Code de bonne conduite, à caractère indicatif⁸. Ceci est présenté comme un pas supplémentaire dans la consolidation progressive du régime de CAC.

2

■ L'affaire argentine

Ici entre cependant en jeu l'expérience très conflictuelle de la restructuration argentine, qui a suivi le défaut de décembre 2001⁹. Alors que cette affaire était une référence implicite dans la proposition du FMI, la préférence donnée à la méthode contractuelle a conduit à sa marginalisation : cet épisode déplaisant serait bien trop particulier pour qu'on en tire de quelconques leçons à valeur générale. La crise économique et politique de 2002 serait sans équivalent, tandis que l'échec du FMI à la prévenir serait lui aussi exceptionnel. À cela s'ajoutent le volume record de cette dette (103 milliards de dollars) et surtout son extrême complexité, tant en termes juridiques que du fait de la diversité des porteurs et de leurs intérêts (voir encadré).

La nouveauté, aujourd'hui, est que plus de trois ans après le défaut, une procédure de restructuration semble pouvoir

ENCADRÉ — STRUCTURE DE LA DETTE ARGENTINE

Son volume total s'élève à 182 milliards de dollars, dont 103 milliards sont concernés par la restructuration en cours (y compris 15 milliards d'intérêts accumulés depuis décembre 2001). Le reste est composé principalement de 30,8 milliards de dettes non restructurables envers les multilatéraux et de la dette interne.

L'ensemble de l'encours extérieur se partage entre sept devises différentes (50% en dollars, 34% en euros) et huit lois et juridictions différentes : notamment 50% sous loi newyorkaise sans CAC, 19% sous loi anglaise avec CAC, 11% sous loi argentine. Les *Brady bonds* émis à l'issue de la crise de la dette des années 1980 représentent pour leur part 6,5% du total.

L'encours des titres est détenu pour 38,4% par des Argentins (notamment les banques et les fonds de pension), pour 9% par des fonds d'investissement américains, et pour 31% par des petits porteurs allemands, suisses et surtout italiens (pour 15,6% de l'encours total, 400 000 épargnants concernés).

Au total, les créanciers institutionnels détiennent 56,5% de l'encours et les particuliers 43,5%.

Vingt et une associations de représentation des investisseurs se sont constituées, d'abord sur une base nationale : quatre associations en Allemagne, cinq en Argentine, cinq en Italie, etc.

Puis un processus d'agrégation a pris forme, quoique de manière partielle, autour du *Global Committee of Argentina Bondholders* (GCAB, www.gcab.org), qui représente plus de 500 000 particuliers et plus d'une centaine de banques et d'investisseurs institutionnels, détenant au total plus de 39 milliards de dollars de titres. Ce comité, qui n'a pas été reconnu comme un interlocuteur privilégié par les autorités argentines, s'oppose à l'offre d'échange de janvier-février 2005.

aboutir dans les prochaines semaines : les investisseurs sont maintenant invités par les autorités argentines à échanger à New York les 152 anciennes émissions obligataires contre l'un des trois titres souverains proposés par la République argentine ; le service d'intérêts reprendrait donc immédiatement, mais en contrepartie les investisseurs perdraient 68% à 75% de leur mise.

Le principe d'un tel échange, comme stratégie de sortie du défaut, était admis depuis longtemps. Cela étant, les conditions offertes par les autorités argentines, et surtout l'absence de négociation avec les investisseurs privés, font peser une lourde hypothèque. Il n'est pas exclu que nombre de porteurs refusent de participer à l'échange, ce qui amplifierait l'imbroglio financier : lorsque l'offre arrivera à son terme, le 23 février prochain, une part importante de la dette resterait en souffrance, alors même que le gouvernement de Buenos Aires a répété qu'il ne ferait pas d'autre proposition – il a même fait voter une loi pour se lier les mains. C'est donc la validité de l'ensemble de l'opération qui serait contestée, de même que la valeur des nouveaux et des anciens titres et, au-delà, les conditions d'un retour progressif du pays sur les marchés primaires.

5. N. Roubini & B. Setser (2003) suggèrent que la prise en compte de règles de bonne conduite par les juges américains pourrait permettre d'intégrer progressivement ces principes à la jurisprudence. Voir *Improving the Sovereign Debt Restructuring Process: Problems in Restructuring, Proposed Solutions, and a Roadmap for Reform*, IFRU (Paris), 9 mars.

6. Contre 20,9% en 2002 ; *Global Financial Stability Report*, FMI, septembre 2004.

7. P. Chuham & F. Sturzenegger (2003), "Default Episodes in the 1980s and 1990s: What We Have Learned", miméo, Banque mondiale et Université di Tella, novembre.

8. B. Couillaut & P.-F. Weber (2002), "Towards a voluntary Code of good conduct for Sovereign Debt Restructuring", *Financial Stability Review*, Banque de France, juin.

9. "Le peso argentin peut-il résister à la concurrence du dollar ?", *La Lettre du CEPii*, n°209, février 2002.

■ Quatre leçons

Dans tous les cas de figure, quatre constats principaux peuvent d'ores et déjà être établis, qui soulignent la fragilité des règles actuelles. De fait, ils renvoient aux principaux points sur lesquels avait achoppé le débat "CAC vs. Cour de faillite".

♦ L'organisation et la coordination sur une base décentralisée des investisseurs privés sont effectivement problématiques : suivant la méthode pratiquée au XIX^{ème} siècle¹⁰, 21 comités de porteurs ont certes été formés, mais la définition d'une position commune, puis la délégation d'un pouvoir de négociation sont restées impossibles. Ce problème renvoie en particulier au clivage entre, d'une part, les petits porteurs allemands, japonais et surtout italiens (400 000), qui ont acheté les titres au pair, et de l'autre, les fonds spécialisés américains qui les ont généralement acquis *après* le défaut, à une valeur de marché très basse : les conditions offertes impliquent pour ces derniers un gain financier non négligeable, alors que les premiers vont devoir entériner une perte majeure. On comprend que la coordination soit difficile entre ces deux groupes. Sur le plan tactique, le grand bénéficiaire a été toutefois le gouvernement argentin : il a refusé d'abord de reconnaître la représentativité des comités les plus importants (notamment le GCAB qui représente près de 39 milliards de dollars), et il n'a pas engagé de négociation en bonne et due forme. *In fine* il a donc pu imposer une stratégie du "à prendre ou à laisser" dont on suspecte qu'elle repose sur une alliance muette avec les fonds américains¹¹.

♦ L'idée selon laquelle tout pays en défaut entrerait de lui-même dans une négociation constructive a donc été invalidée. Or rien ne permet d'affirmer que ceci relève uniquement d'une singularité argentine : la conjonction d'un défaut souverain avec une crise sociale aiguë et un système politique éruptif pourra se répéter ; plus généralement d'autres défauts de paiement "lourds", porteurs d'enjeux redistributifs majeurs sur le plan interne et externe, pourront inciter à adopter à nouveau des stratégies non coopératives. Comme le rappelle l'histoire des années 1930, une logique d'acteur rationnel peut parfaitement conduire un pays en défaut à refuser la négociation ou à répudier sa dette¹². Au lendemain de la seconde guerre mondiale, le multilatéralisme financier a été créé en particulier pour contenir à l'intérieur de règles fortes les risques d'échec de l'action collective, cela afin de donner des bases solides à l'intégration économique internationale – que ce soit en matière de change, de commerce ou, plus tard, d'intégration financière.

♦ Un facteur supplémentaire vient ici s'ajouter : à l'intérieur même d'une logique contractuelle, les moyens disponibles pour contrer les stratégies non coopératives se sont révélés pour le moins fragiles. En particulier, la menace de poursuite en justice, abondamment discutée ces dernières années, semble avoir été en fait surestimée¹³. Une approche alternative, qui n'a pas été discutée de manière détaillée, aurait consisté comme au XIX^{ème} siècle à donner une fonction de "censeur de la restructuration" à l'autorité de régulation du marché sur lequel le nouveau titre serait proposé à l'échange – New York dans le cas d'espèce. Tant à Londres qu'à Paris, ceci semble avoir été avant 1914, dans un monde sans institution multilatérale, un instrument plus effectif pour encadrer la négociation que la menace de poursuite judiciaire. Mais aujourd'hui, aucun mécanisme de cette forme n'a émergé.

♦ Enfin, la place et les moyens d'action du FMI sont mis fortement en question, simplement parce qu'il n'a guère eu de prise sur le processus. Pendant trois ans il a appelé les autorités argentines à "négocier de bonne foi", menaçant de suspendre ses crédits en cas de refus – cela sans *aucun* effet. Les Argentins ont même décidé, en septembre 2004, de suspendre leur accord avec le FMI jusqu'au lendemain de l'échange de titres. Et si le Fonds affirme alors que les résultats de l'offre sont insuffisants pour assurer sa validité, on ne voit pas du tout quelles conséquences pratiques une telle déclaration pourrait avoir. Le plus probable est que les Argentins continueront de se moquer du FMI.

On est donc sorti entièrement d'un régime de renégociation des dettes souveraines encadré, même de très loin, par des règles multilatérales. Pour autant, les règles *soft* de la finance privée, fondées sur les précédents et la bonne foi, n'ont aucunement fait leurs preuves : on n'est pas passé à une négociation bilatérale mais à une logique unilatérale de proposition non négociable. La question posée par l'affaire argentine est donc de savoir jusqu'à quel point une telle règle du jeu, plus "légère" parce qu'à caractère contractuel mais qui sera aussi fragile et exposée aux risques d'impasse tactique, peut supporter les enjeux massifs soulevés par un défaut souverain. La réponse la plus probable est que cette approche peut atteindre son objectif lorsque la dette en question n'est ni trop importante, ni trop complexe. En revanche, à l'avenir, les gros défauts risquent fort de voir se reproduire les problèmes apparus dans le cas de l'Argentine. Le risque majeur serait qu'en cas de contagion plusieurs accidents de ce type se succèdent rapidement, comme au début des années 1980 : l'échec à les traiter efficacement pourrait alors mettre en

10. Voir notamment P. Mauro & Y. Yafeh (2003), "The Corporation of Foreign Bondholders", *IMF Working Paper* WP/03/107.

11. Dans une situation comparable, le défaut sur la dette de l'Équateur, en 1999, avait déjà abouti à une telle proposition. Voir *La Lettre du CEPPI*, mars 2000, *op.cit.*.

12. Voir notamment les deux premières contributions à B. Eichengreen et P.H. Lindert eds, (1989), *The International Debt Crisis in Historical Perspective*, Cambridge, MIT Press.

13. Cette hypothèse est avancée dans N. Roubini (2002), "Do We Need a New Bankruptcy Regime?", *Brooking Papers on Economic Activity*, 2002(1): 229-255. Voir aussi FMI (2004), "Progress Report to the IMFC on Crisis Resolution", 28 septembre.

question la survie des marchés internationaux de capitaux, dans leur périmètre actuel – à moins encore qu'on ne réinvente à chaud la logique de faillite envisagée par le Fonds.

■ Quel avenir pour le FMI ?

Ces divers constats convergent au total vers une proposition principale : on a sous-estimé au cours des dernières années les conséquences de la distanciation très forte introduite entre la procédure privée de renégociation des dettes et les instruments multilatéraux de gestion des crises financières. Un peu d'attention à l'expérience historique aurait pourtant rappelé que, pendant tout le XX^{ème} siècle, la résolution des défauts souverains a reposé en particulier sur deux fonctions à caractère public, aujourd'hui très affaiblies¹⁴. D'abord un tiers-arbitre, placé entre le pays endetté et les investisseurs, devait sanctionner l'équité dans le partage du fardeau ainsi que cette fameuse "bonne foi" dans la négociation, qu'on ne sait plus aujourd'hui ni définir, ni faire respecter. Tel a été le rôle des *Money Doctors* américains du début du siècle¹⁵, puis de la Société des Nations dans les années 1920¹⁶ et enfin du FMI. Ensuite se pose la question du respect des engagements de politique économique pris par l'État endetté en contrepartie des concessions des investisseurs (allongement de la maturité, réduction de l'encours, etc.). En effet, si le pays suit une "mauvaise" politique économique et retombe en défaut à brève échéance, les investisseurs auront perdu leur mise. À travers la conditionnalité, c'était donc la seconde fonction traditionnelle du FMI que d'assurer ces "garanties d'exécution" sans lesquelles la crédibilité du processus de restructuration aurait pu être insuffisante.

Au cours des années 1980, la position centrale du FMI dans la renégociation lui donnait de fait un pouvoir de levier important pour assurer *ensuite* le respect de la conditionnalité.

Son pouvoir de régulation reposait sur cette articulation étroite entre la fonction d'arbitre et la fonction "exécutive" de contrôle des engagements de politique économique¹⁷. Aujourd'hui, on observe au contraire un divorce complet entre ces deux fonctions : son absence du processus de renégociation réduit considérablement la capacité du FMI à garantir, même imparfaitement, l'adoption d'une "bonne" politique économique. Ceci, d'ailleurs, se traduit dans le discours officiel : on parle de moins en moins de "conditionnalité" mais d' "appropriation" des politiques économiques et on suggère que le FMI intervienne désormais de manière "catalytique", par un "effet de signal" ou d'information, c'est-à-dire, à nouveau, de manière non négociée.

En d'autres termes, l'institution multilatérale est considérablement affaiblie parce qu'elle n'est plus l'opérateur d'un régime de règles cohérent et prévisible, qui structure l'action collective. Corollaire, le FMI progresse rapidement vers un statut de grand *think tank* économique, associé à une fonction de prêteur *in-conditionnel*, parce que de moins en moins à même de faire respecter une quelconque conditionnalité. Et cela, répétons-le, découle de l'impossibilité apparente d'établir une règle d'interaction entre les acteurs privés et l'acteur multilatéral, c'est-à-dire entre la renégociation contractuelle et la politique économique. Le rapprochement déjà suggéré avec l'expérience du XIX^{ème} siècle pose alors une question plus générale : faut-il établir un parallèle entre le déclin actuel de la régulation multilatérale des marchés de capitaux et son absence complète lors de cette première phase de globalisation financière ?

Jérôme Sgard
sgard@cepii.fr

4

14. Voir J. Sgard, "IMF in Theory: Sovereign Debt, Judicialisation and Multilateralism", *Document de travail du CEPII*, 2004-21. On ajoute une troisième fonction à ce cadre d'analyse : l'information et l'expertise.

15. M. Flandreau, ed. (2003), *Money Doctors: The Experience of International Financial Advising 1850-2000*, London: Routledge.

16. Voir W. Pauly (1996), "The League of Nations and the Foreshadowing of the International Monetary Fund", *Princeton Essays in International Finance*, 201.

17. Concrètement, jusqu'en 1989, le Fonds ne pouvait pas prêter à un pays qui n'avait pas signé un accord de restructuration, après un défaut ; depuis lors, et surtout depuis 1995, le critère pour le FMI est devenu beaucoup plus flou puisqu'il repose sur la "bonne foi" du débiteur dans la négociation. Voir FMI (2002), "Fund Policy on Lending into Arrears to Private Creditors - Further Consideration of the Good Faith Criteria", Prepared by the International Capital Markets, Policy Development and Review and Legal Departments, 30 juillet.

LA LETTRE DU CEPII

© CEPII, PARIS, 2005
REDACTION
Centre d'études prospectives
et d'informations internationales,
9, rue Georges-Pitard
75015 Paris.
Tél. : 33 (0)1 53 68 55 14
Fax : 33 (0)1 53 68 55 03

DIRECTEUR DE LA
PUBLICATION :
Lionel Fontagné

REDACTION EN CHEF :
Agnès Chevallier

GRAPHIQUES :
Didier Boivin

REALISATION :
Laure Boivin

DIFFUSION :
La Documentation française.

ABONNEMENT (11 numéros)
France 48 € TTC
Europe 49,70 € TTC
DOM-TOM (HT, avion éco.)
49 € HT
Autres pays (HT, avion éco.)
49,50 € HT
Supl. avion rapide 0,90 €

Adresser votre commande à :
La Documentation française,
124, rue Henri Barbusse
93308 Aubervilliers Cedex
Tél. : 01 40 15 70 00

Le CEPII est sur le WEB
son adresse : www.cepii.fr

ISSN 0243-1947
CCP n° 1462 AD

1^{er} trimestre 2005
Janvier 2005
Imp. ROBERT-PARIS
Imprimé en France.

Cette lettre est publiée sous la
responsabilité de la direction du
CEPII. Les opinions qui y sont
exprimées sont celles des auteurs.