



Quel cadre d'implication du secteur privé proposer pour gérer les crises de liquidité des économies de marchés émergentes ?

Camille Cornand

► To cite this version:

Camille Cornand. Quel cadre d'implication du secteur privé proposer pour gérer les crises de liquidité des économies de marchés émergentes ?. Working Paper du GATE 2002-06. 2002. <halshs-00178212>

HAL Id: halshs-00178212

<https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00178212>

Submitted on 10 Oct 2007

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



Centre National
de la Recherche
Scientifique

GATE
Groupe d'Analyse et de Théorie Économique
UMR 5824 du CNRS



DOCUMENTS DE TRAVAIL - WORKING PAPERS

W.P. 02-06

Quel cadre d'implication du secteur privé proposer pour gérer les crises de liquidité des économies de marché émergentes ?

Camille CORNAND

Juin 2002

GATE Groupe d'Analyse et de Théorie Économique
UMR 5824 du CNRS
93 chemin des Mouilles – 69130 Écully – France
B.P. 167 – 69131 Écully Cedex
Tél. +33 (0)4 72 86 60 60 – Fax +33 (0)4 72 86 60 90
Messagerie électronique gate@gate.cnrs.fr
Serveur Web : www.gate.cnrs.fr

QUEL CADRE D'IMPLICATION DU SECTEUR PRIVE PROPOSER POUR GERER LES CRISES DE LIQUIDITE DES ECONOMIES DE MARCHE EMERGENTES ?

RESUME

L'implication du secteur privé dans la résolution des crises de liquidité est un des thèmes les plus ardemment débattus au sein de la nouvelle Architecture Financière Internationale. Face aux critiques que subit l'approche au cas par cas préconisée par le secteur officiel et à l'irréalisme de la stricte approche par la règle, appliquant directement les procédures nationales de faillite au niveau international, il est possible d'établir un cadre global de compromis réaliste vérifiant les règles de faillite optimales.

MOTS-CLES

Implication du secteur privé – Crise de liquidité – Action collective.

TITLE

Private Sector Involvement and the Resolution of Liquidity Crises in Emerging Markets: Evaluating Alternative Proposals.

ABSTRACT

Private sector involvement in the resolution of international liquidity crises is one of the hot topics in the current debate on strengthening the International Financial Architecture. Between the strong criticism encountered by the case by case approach of the official sector and the impracticable rule-based approach, applying directly domestic bankruptcy laws at the international level, a third way is to design a global framework of compromise measures abiding by the optimal bankruptcy rules.

KEY-WORDS

Private sector involvement – Liquidity crisis – Collective action.

JEL CLASSIFICATION : F34.

Je tiens à remercier J.P. Allegret et J.F. Goux pour leurs précieux commentaires.

INTRODUCTION

Dès 1998, la Communauté Financière Internationale a fermement affiché sa volonté de mieux faire contribuer le secteur privé à la résolution des crises dans les pays émergents (G7 [1998], para. 20). La prise en charge par le secteur officiel du « sauvetage » (*bail-out*) des investisseurs du secteur privé, l'aléa moral dont ils ont fait preuve ainsi que le manque de monnaie officielle lors des crises financières internationales des années 90, ont accrédité l'idée selon laquelle les investisseurs doivent supporter les conséquences de leurs erreurs éventuelles. Toutefois, il est important de remarquer que le débat sur l'implication du secteur privé a souvent été conduit comme si la résolution de la crise était un jeu à somme nulle – le vocable relatif à ce débat ayant contribué à perpétuer cette idée (*cf.* l'expression « partage du fardeau » (*burden sharing*)). Il s'agit en fait d'une description inexacte de la réalité (Haldane [1999]).

Les capitaux privés sont devenus la principale source de financement des économies émergentes, les emprunteurs sont de plus en plus des emprunteurs privés – soit des milliers de porteurs d'obligations individuels, soit des banques effectuant des prêts à court terme (Cline [2000], pp. 2-3)¹ – et si une telle évolution peut être favorable au développement des pays émergents, elle n'en recèle pas moins des risques (Banque de France [2001], pp. 51-52). En cas de difficulté, ces économies peuvent être confrontées à des sorties massives de capitaux et souffrir d'une insuffisante coordination entre créanciers privés d'une part, et entre créanciers privés et débiteurs privés ou publics d'autre part. Les économies émergentes d'Amérique Latine (1994-95) et d'Asie (1997-98) ont ainsi été soumises à des crises de liquidité internationale² (Sgard [2000a], p. 12). Du point de vue théorique, le lien entre liquidité et crises a été formalisé par des modèles de panique autoréalisatrice des crédateurs. Plus précisément dans les modèles de crise de liquidité, un pays débiteur – devant honorer une dette extérieure arrivant à échéance –, peut faire défaut si les crédateurs ne renouvellent pas tout ou partie de leur dette du fait d'un problème d'action collective, alors même que s'ils

¹ Cette situation est très différente de celle des années 80, lorsque l'importance des prêts bancaires syndiqués et des prêts publics auprès d'emprunteurs publics permettaient de définir un cadre solide de gestion ordonnée de la dette au sein du Club de Paris (coordination avec les créanciers publics) et du Club de Londres (avec les créanciers privés) (Sgard [2000b]).

² Voir Sachs, Tornell et Velasco [1996] pour le Mexique, Chang et Velasco [1998c] et Radelet et Sachs [1998] pour certains pays d'Asie du Sud Est. Voir également Sgard [1999].

avaient choisi de maintenir leurs positions dans le pays, ce dernier aurait été en mesure de les rembourser, étant donné les fondamentaux de son économie³. Ainsi, Chui, Gai et Haldane [2000]⁴ montrent que le résultat du jeu stratégique entre les créateurs est un équilibre de Nash non-coopératif conduisant un pays à l'origine simplement illiquide à une situation d'insolvabilité. Dès lors, l'absence de procédure claire de résolution des crises de liquidité rend le système financier international vulnérable à une variété d'inefficiences et de coûts pesant à la fois sur les créateurs qui s'imposent mutuellement des externalités négatives en se concurrençant dans le retrait de leurs fonds mais aussi sur le pays débiteur (Haldane [1999]). L'implication du secteur privé n'est donc pas essentiellement un problème de distribution de pertes entre créateurs : si les agents privés n'ont pas d'intérêt individuel à prendre l'initiative de rester sur le marché sans être sûr de la participation des autres, ils ont un intérêt collectif à l'endigement de la crise. Des politiques publiques appropriées peuvent conduire à des jeux à somme positive, engendrant un gain global, par la mise en place de solutions coordonnées de gestion des crises. Dans ces circonstances, le besoin de restructurer la dette ne répond pas à des considérations en terme d'équité mais obéit plutôt aux lois de l'arithmétique.

Cependant, la définition des modalités d'implication du secteur privé constitue sans doute l'un des thèmes les plus ardemment débattus et contestés au centre du débat actuel sur la réforme de l'Architecture Financière Internationale et continue à faire couler beaucoup d'encre. Cet article propose un bilan de la littérature publiée sur ce thème. Deux courants principaux s'opposent : l'approche au cas par cas défendue par le secteur officiel et l'approche par la règle qui vise à appliquer les lois de faillite nationale au niveau international. Les crises récentes en Argentine et en Turquie ont mis en question les approches volontaires d'implication du secteur privé et de nombreuses réactions se sont fait jour – au sein même du secteur officiel – prônant une plus grande clarté dans les règles du jeu. Cependant, dans l'immédiat une pure approche par la règle ne semble pas envisageable – notamment pour des raisons politiques et juridiques. Il s'agit dès lors de s'interroger sur la

³ Les crises récentes possèdent des caractéristiques des modèles de première génération – la faiblesse des fondamentaux ayant clairement contribué aux problèmes en Asie du Sud Est – mais aussi des modèles de deuxième génération (King [1999], p. 205).

⁴ Les modèles de crises de liquidité en sont à leurs débuts : Calvo [1988] est un des premiers à s'y être intéressé ; il y a eu un certain nombre de progrès aussi avec Chang et Velasco [1998a], [1998b] et [1999b] ; d'autres travaux dans le même axe de recherche incluent Calvo [1995] et [1998], Detragiache [1996], Goldfajn et Valdès [1997], Aghion, Bacchetta et Banerjee [1999], Krugman [1999], Chang et Velasco [2000] et Detragiache et Spilimbergo [2001]. Chui, Gai et Haldane [2000], qui appliquent les résultats de Morris et Shin [1998] au problème de la crise de liquidité souveraine, mettent clairement en évidence le problème de l'action collective des acteurs atomisés.

possibilité de mettre en place un cadre qui fournit les mêmes incitations au niveau international que les lois sur la faillite nationale.

Après avoir montré l'impasse du débat règle /discrétion, l'article analyse la complémentarité de différentes propositions d'implication du secteur privé qui peuvent former un ensemble de compromis réaliste en vue d'une résolution ordonnée des crises.

L'IMPASSE DU DEBAT REGLE VS. DISCRETION

Il n'existe pas de solution simple pour amener les créiteurs d'une part et les créiteurs et les débiteurs d'autre part à se coordonner dans la mesure où la crise et sa résolution mettent à jour tout un ensemble de problèmes d'action collective (Aggarwal [1996]). Tout comme une entreprise en situation d'illiquidité, un Etat en difficulté a deux solutions pour restructurer – ou rééchelonner – sa dette : la méthode formelle, passant par les lois sur la faillite (et tout particulièrement la réorganisation dans le cas de l'illiquidité) ou la méthode informelle (procéder à une offre d'échange ou un renouvellement de dette). Cette analogie permet de distinguer deux grands courants visant à pallier l'ensemble des problèmes d'action collective lors de la restructuration de la dette d'un pays : l'approche au cas par cas défendue par le secteur officiel et l'approche par la règle.

La coordination des acteurs par l'approche au cas par cas : des solutions volontaires au problème de la crise de liquidité

La Communauté Financière Internationale a adopté une approche pragmatique afin d'impliquer le secteur privé dans la résolution des crises, que le Groupe des Sept (G7) a définie par un ensemble de grands principes et outils au Sommet de Cologne en juin 1999 (para. 45) :

- Les moyens de résolution des crises ne doivent pas miner l'obligation des pays d'honorer leur dette pleinement et dans les délais fixés ;
- La discipline de marché ne s'exercera que si les créiteurs sont responsables et assument les conséquences des risques qu'ils prennent ;
- En cas de crise, il est nécessaire de comparer l'avantage d'une réduction des paiements de dette au secteur privé et son incidence sur la capacité du pays à attirer de nouveaux capitaux privés, ainsi que les répercussions éventuelles sur d'autres pays par contagion ;
- Aucune catégorie de créiteurs privés ne doit être considérée comme fondamentalement privilégiée (extension de la clause de comparabilité du Club de Paris) ;

- Dans la mesure du possible, la gestion de la crise doit se faire par des solutions concertées, négociées entre le pays débiteur et ses créiteurs.

Ces différents principes présentent l'avantage d'octroyer une souplesse suffisante, un certain degré d'« ambiguïté constructive » (*constructive ambiguity*) pour régler efficacement chaque crise financière et minimiser le problème d'aléa moral des créiteurs (Roubini [2000], p. 8).

Le FMI a été chargé d'appliquer ces principes grâce à un certain nombre d'« outils » (G7 [1999], para. 50), bénéficiant ainsi d'un fort pouvoir discrétionnaire. La politique de conditionnalité est le premier de ces outils. Elle a été développée de manière relativement précise par le G7 à Fukuoka ([2000a], para. 17-22). La politique de conditionnalité peut être accompagnée, dans des circonstances exceptionnelles, d'un second outil : une suspension temporaire des paiements du service de la dette publique et privée. Cette dernière représente une solution de dernier ressort dont l'objectif est de créer les marges de manœuvre nécessaires pour relancer le processus de concertation et de négociation avec les créanciers⁵. La possibilité de suspendre les paiements de la dette, qui relève de la seule responsabilité des autorités du pays emprunteur, est susceptible d'être avalisée *de facto* par le FMI, qui a dès lors la possibilité de donner son soutien financier à un pays ayant accumulé des arriérés vis-à-vis de ses créanciers. La politique de prêts aux arriérés du FMI représente par conséquent un troisième outil⁶.

Au moment où la politique officielle d'implication du secteur privé était formulée, on a pu assister aux premiers cas de restructuration de dettes. Le secteur officiel considère que des progrès réels ont été faits en matière d'implication du secteur privé lors des crises financières des années 90 (G7 [2000b], p. 2). Le rôle des Institutions Financières Internationales a concerné la coordination entre débiteurs et créanciers privés et entre débiteurs publics et créanciers privés. Mais le succès de l'approche semble avoir été mitigé, comme en témoigne le Tableau 1.

Tableau 1 : Quelques exemples de progrès récents en matière d'implication du secteur privé.

Exemples d'implication du secteur privé	Un succès...	...mitigé
Coordination créanciers / débiteurs privés		

⁵ Pour les détails, voir IMF [2000a].

⁶ Un certain nombre de problèmes ont été soulevés à ce sujet : problème d'aléa moral et de manipulation stratégique, risque de précipitation de la crise et question de la contagion, impact d'une suspension temporaire des paiements sur les flux de capitaux et sur le coût d'emprunt des pays émergents, risque de litige, question de la crédibilité de la politique du FMI.

<ul style="list-style-type: none"> Renouvellement des lignes interbancaires <p>Exemple : Corée (1998)</p>	<p>Résolution du problème de l'action collective par les IFI par un système de gestion efficace (IMF [2000a])</p> <p>Réplication possible (Summers [2000], pp. 2-3) lors des crises futures</p>	<p>Réplication impossible du fait des caractéristiques propres de la Corée (Eichengreen [1999a], p. 63 et [1999d], pp. 19-21) et précipitation de la crise (Drage et Mann [1999], p. 60) comme au Brésil</p>
<ul style="list-style-type: none"> Mise en place de procédures de faillite <p>Exemple : Indonésie (1998)</p>	<p>Mise en œuvre d'un cadre de négociations informelles pour les créiteurs qui a permis l'action collective (Initiative de Jakarta) (Iskander <i>et alii</i> [1999], p. 5)</p>	<p>Problèmes de coût de financement et de temps pour les entreprises (Leake <i>et alii</i> [2000], pp. 142-143)</p> <p>Risques de « prise d'otage » des négociations par certains créiteurs</p>
Coordination créanciers privés / débiteurs publics		
<ul style="list-style-type: none"> Offre d'échange des obligations souveraines <p>Exemples : Ukraine, Roumanie, Pakistan et Equateur</p>	<p>Succès des offres d'échange (pas de stratégie de « prise d'otage » des négociations par des créiteurs « resquilleurs »)</p> <p>Succès de la double conditionnalité en Ukraine (Sgard [2000a], p. 13)</p> <p>Inutilité des Clauses d'Action Collective⁷ (Roubini [2000], p. 55)</p>	<p>Problème de crédibilité de la politique de conditionnalité (Eichengreen et Rühl [2000], p. 29) : les IFI se retrouvent dans une situation d'incohérence temporelle telle qu'elles doivent revenir sur leur conditionnalité initiale</p> <p>Risques de « prise d'otage » et de litige de la part des créiteurs (Buchheit [2000], p. 5) comme au Pérou</p> <p>Diverses sources d'aléa moral (Eichengreen et Rühl [2000], p. 28)</p> <p>Effet de contagion et de risque systémique (Eichengreen et Rühl [2000], p. 29)</p> <p>Inexploitation des Clauses d'Action Collectives (Eichengreen et Rühl [2000], p. 30)</p>

En outre, les deux expériences récentes d'implication du secteur privé lors des crises en Argentine et en Turquie ont confirmé l'échec de la Communauté officielle à mettre en œuvre une approche volontaire (Roubini [2001] et Eichengreen [2001b]). En effet, en Turquie, un contrôle très limité des positions des banques internationales n'a pas permis de dissuader les banques américaines et allemandes de couper leurs crédits et de fuir le pays. En Argentine, un programme a été explicitement conçu pour sortir le pays du marché des capitaux à la fin de l'année 2001, c'est-à-dire qu'il devrait permettre aux crédits avec des créances à maturité de sortir sans perte. Ceci est bien entendu contraire à la stratégie d'implication du secteur privé.

Dès lors, des propositions ambitieuses visant à faciliter le règlement ordonné des problèmes de dette, auparavant considérées comme irréalistes, peuvent revenir à l'ordre du jour. Ainsi, Fischer [2001] a fait allusion à la nécessité de reconsidérer la possibilité d'instaurer une cour de faillite internationale.

La coordination des acteurs par une stricte approche par la règle : la contrainte par l'application directe des procédures domestiques de faillite au niveau international

Les propositions fondées sur une stricte approche par la règle reposent sur l'idée selon laquelle l'absence de Code International de Faillite représente une barrière institutionnelle importante à la résolution rapide des crises. Elles prennent ainsi pour point de départ et comme base d'appui l'analogie de situation entre un débiteur souverain en difficultés

⁷ Les Clauses d'Action Collectives sont définies à la section suivante (p. 10).

financières et une entreprise en faillite. En effet, Sachs ([1995], p. 8) constate que « *les pressions et problèmes qui ont conduit aux lois sur les faillites d'entreprise existent aussi dans le cas d'un emprunteur souverain en difficultés financières* »⁸.

Cohen [1989] et Sachs [1995] ont proposé l'établissement d'une cour internationale de faillite, avec des pouvoirs similaires à ceux d'une cour de justice domestique⁹. Cependant, il existe actuellement des obstacles significatifs à l'établissement d'un Tribunal de Faillite International : selon Rogoff ([1999], p. 30), l'analogie entre un débiteur souverain illiquide et une entreprise en difficulté financière est trop imparfaite, en particulier, il est impossible pour un pays de déposer le bilan. Franks ([1995], p. 91) soulève la question du rang des créanciers, Cornelli et Felli ([1995], p. 71) évoquent le problème de l'analogie avec la valeur d'une entreprise, et Greenwood et Mercer ([1995], p. 105) soulignent la difficulté que représente la mise en place d'une cour internationale du fait des différences entre les positions légales des principales catégories de créanciers d'un Etat. Finalement, le principal problème de la cour de faillite internationale se situe au niveau de son manque de pouvoir légitime en matière d'intervention dans les pays débiteurs.

Dans une analyse récente, Schwarcz [2000] propose, comme alternative à la Cour de Justice Internationale, une Convention Internationale pour la restructuration de la dette souveraine. Cette Convention possède les caractéristiques suivantes : seul un Etat – et non ses créanciers – peut engager la restructuration ; ceux qui financent la restructuration ont priorité sur leurs demandes par rapport aux autres créanciers, mais le FMI – ou une autre institution multilatérale neutre – a un droit de contrôle sur tout montant excessif de nouveau financement (afin d'empêcher le surinvestissement) et peut éventuellement servir d'intermédiaire financier entre l'Etat et les nouveaux créanciers ; tous les créanciers sont « liés » par le plan de restructuration voté par une majorité qualifiée de catégories de créanciers et les dettes non incluses dans le plan seraient annulées¹⁰. La Convention Internationale de Schwarcz pose toutefois des problèmes en terme d'ingérence et ne pourra se faire sans une harmonisation entre les lois nationales. Il existe donc à l'heure actuelle des barrières institutionnelles, politiques et juridiques difficilement surmontables.

Le regain d'intérêt pour des travaux plus ambitieux du type code de faillite international doit donc aussi être écarté faute de réalisme et dès lors qu'on veut aboutir à des

⁸ « *[The] pressures and problems that have led to corporate bankruptcy law also operate in the case of a sovereign borrower in financial distress* » (Sachs [1995], p. 8).

⁹ Raffer [1990] et Chari et Kehoe [1998] sont également favorables à ce type d'approche (Raffer préconise des procédures analogues au chapitre 9 du Code alors que Sachs et Cohen se réfèrent au chapitre 11).

¹⁰ Pour un approfondissement, voir Kumar, Masson et Miller [2000] par exemple.

solutions rapides et concrètes. Ces travaux servent tout de même de base de réflexion à des mesures aux objectifs certes plus modestes mais qui ont au moins le mérite de pouvoir être mises en œuvre. En effet, en revenant à l'analogie avec une entreprise en difficulté financière, il est possible de proposer un cadre de « compromis » entre règle et discrétion dans la mesure où la présence d'incitations à l'action collective permet le règlement ordonné de la crise.

UN ENSEMBLE DE PROCEDURES DE COMPROMIS POUR LE REGLEMENT ORDONNE DES CRISES

L'équivalent des lois sur les faillites est nécessaire bien qu'une cour de justice internationale soit impossible à établir. En fait, même si les parties n'engagent pas de procédure de faillite, leur comportement pendant la restructuration sera profondément influencé par l'existence de cette procédure : la faillite est une option qui affecte les incitations des créiteurs et débiteurs et donc le résultat final. Dès lors, une solution consiste à fournir, par un ensemble de mesures, les mêmes incitations que procurent les lois sur la faillite, au niveau international, mais sans l'imposition par une autorité centrale d'une interférence avec le fonctionnement normal des contrats. Les caractéristiques que devraient respecter ces mesures sont donc celles d'une procédure de faillite optimale (Cornelli et Felli [1995], pp. 74-80) : les incitations *ex ante* des débiteurs (respecter les contrats de dette), les incitations *ex ante* des créiteurs (éviter la panique des créiteurs et les litiges), la renégociation et la restructuration, l'efficacité *ex post* (maximiser la valeur, *i.e.* le bien-être au niveau d'un pays). Tout ceci doit être pris en compte lorsque l'on choisit une « règle de faillite » dans le contexte international¹¹. A partir de ce constat, il est possible de définir un ensemble de compromis réaliste, entre règle et discrétion, permettant de « concilier » les points de vue des partisans de la règle et de l'approche au cas par cas. Ceci est possible du fait d'un changement récent dans l'orientation des Institutions Financières Internationales (Portes [2000]) vers plus de règles pour le règlement ordonné des crises. Le secteur officiel devra toutefois prendre une position beaucoup plus ferme pour mettre ces mesures en œuvre.

Un cadre de règlement ordonné des crises de dette souveraine

Un premier cadre, vérifiant les caractéristiques précédentes, est tout d'abord défini pour la résolution des problèmes de dette souveraine. Ce cadre comprend des solutions anciennes mais qui avaient disparu comme les comités de créiteurs et des instruments déjà

¹¹ Un travail un peu similaire a été réalisé récemment par Krueger [2001].

existants qu'il semble opportun de généraliser. Une solution d'accompagnement, la suspension temporaire des paiements avec prêts aux arriérés¹², permet de faciliter leur mise en œuvre¹³.

A la différence de ce qui est proposé dans l'approche au cas par cas, les suspensions temporaires des paiements devraient être légalisées afin de pallier le risque de litige. Si l'amendement de l'article VIII (2) (b) du FMI¹⁴ paraît impossible, il existe deux autres possibilités pour légaliser les suspensions temporaires des paiements. Une première possibilité consiste en un amendement limité des articles du FMI. Par cet amendement, les membres du FMI accepteraient de donner l'immunité aux transactions du Fonds dans leurs cours de justice nationales. Une deuxième possibilité consiste à amender les lois nationales : les pays pourraient amender leurs propres lois sur l'immunité souveraine pour permettre à leurs cours de justice d'interrompre les tentatives des créiteurs de s'emparer des actifs du pays (Hurlock [1995]) ; ceci a déjà été mis en place aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. Bien que légalisée, la suspension doit être appliquée de façon discrétionnaire, afin d'éviter de provoquer plus de crises que d'en résoudre (Eichengreen [2001a], p. 3 et De Beaufort de Wijnholds [2000], p. 283). Pour être pleinement efficace, elle doit être accompagnée d'un financement. Le soutien du FMI à un pays par une politique de prêt aux arriérés peut amener les créiteurs à négocier (Eichengreen [1999a], p. 113). Cependant, la légalisation des suspensions de paiements suscite une vive opposition des créiteurs dans la mesure où leurs droits seraient fortement limités¹⁵. Pourtant, cette solution constitue un préalable au lancement des négociations en stoppant la fuite des capitaux, négociations qui peuvent passer par l'établissement d'un comité de créiteurs.

Après la crise mexicaine, des auteurs comme Macmillan [1995] et Eichengreen et Portes [1995] ont proposé la création de comités – similaires à ceux du 19^{ème} siècle et des années 30 et répondant alors à un financement obligatoire croissant. Ces comités (*Standing Committees of Creditors*) permettraient de réduire le problème de l'action collective qui se

¹² La suspension temporaire des paiements et la politique de prêt aux arriérés représentent des applications indirectes au niveau international des procédures de faillite domestiques : les prêts aux arriérés peuvent fournir l'équivalent de la finance par débiteur en possession et les suspensions temporaires des paiements celui d'un « *automatic stay* » du chapitre 11 du code de faillite américain (Eichengreen [1999a], p. 15).

¹³ Ces solutions peuvent éventuellement ou pourront à l'avenir être étendues au secteur privé.

¹⁴ L'amendement a été proposé par l'ancien Directeur Général du FMI (Camdessus [1999]). Pour une discussion de l'amendement de l'article, voir Greenwood et Mercer ([1995], pp. 101-112).

¹⁵ A part la limitation des droits des créiteurs, les autres problèmes posés par une suspension légalisée sont identiques à ceux de l'approche au cas par cas à l'exception du problème des litiges (*cf.* note 6).

produit lors d'une crise de liquidité¹⁶. En effet, l'établissement d'un comité de représentants des différentes catégories de créanciers (détenteurs d'obligations, banques, fonds de pension...) assurerait la représentation des créanciers, minimiserait l'incertitude sur le rôle des autorités dans les négociations, faciliterait la communication entre débiteurs et créanciers et il contribuerait donc à surmonter les problèmes d'information et à réduire les coûts de transaction en temps de crise (Eichengreen et Portes [1995], p. 48). Une règle claire et bien définie de formation de ces comités est nécessaire afin d'éviter leur multiplication en fonction des intérêts de chaque catégorie d'investisseurs et d'assurer la représentativité de ce groupe. Le comité de créanciers pourrait coopérer avec les Clubs de Londres et Paris et travailler en parallèle avec un service de médiation et de conciliation afin de faciliter les négociations entre le débiteur et le comité (Eichengreen et Portes [1995], p. 48). Cependant, si elle présente bon nombre d'avantages, notamment du côté du débiteur, la création de tels comités provoque une certaine réticence du côté des créanciers, d'abord parce qu'ils désapprouvent l'idée que l'on négocie pour eux, ensuite par crainte que le comité ne soit pas suffisamment représentatif, et enfin parce qu'il rend trop facile pour les débiteurs l'engagement de procédures de restructuration et la suspension du paiement de la dette. Aussi, la création de tels comités nécessiterait-elle la persuasion morale des gouvernements du G7, des banques centrales et du FMI pour surmonter la réticence des marchés et en montrer l'utilité. En effet, les participants aux marchés font remarquer également l'inutilité d'une telle proposition : selon eux, les récentes offres d'échange au Pakistan, en Ukraine et en Russie ont montré que ces comités n'étaient pas nécessaires. Ils considèrent que de tels comités peuvent être créés rapidement en temps de crise. Au contraire, pour Portes [2000], les difficultés créées par l'absence de ces comités sont flagrantes lors des crises récentes. En Corée, un comité de créanciers aurait pu faciliter le processus de renouvellement des prêts bancaires ; l'expérience en Russie en août 1998 après la suspension des paiements illustre les problèmes liés à son absence. Il souligne de plus que la formation de comités de créanciers va devenir essentielle dans la mesure où la finance obligataire accroît le nombre de parties intéressées et le pouvoir de catégories de créanciers moins sensibles à la persuasion morale des banques centrales.

Dès lors, la conjonction de ces deux premières mesures (suspension temporaire des paiements et comités de créanciers) remplit efficacement deux objectifs : elle empêche les créanciers de quitter les marchés perturbés et facilite les négociations. Toutefois, la formation

¹⁶ Les Institutions Financières Internationales reconnaissent depuis 1999 l'utilité de tels comités mais à condition qu'ils demeurent suffisamment informels (IMF [1999], para. 33), en partie pour répondre aux hésitations du secteur privé.

de comités est guidée par la volonté de changer les lois existantes ou tout au moins de les dépasser. Sans doute cela prendra-t-il du temps pour qu'elle soit acceptée et il est possible de se pencher sur des solutions plus rapidement applicables.

Une autre approche moins difficile à mettre en œuvre consiste à amender les contrats de prêt pour inclure des Clauses d'Action Collective (CAC) ; ces procédures ne nécessitent pas de changements fondamentaux dans les lois et conventions internationales¹⁷. Leur utilisation a pour but de faciliter le processus de restructuration ou de rééchelonnement des dettes obligataires¹⁸. Selon Eichengreen ([1999b], p. 17), « *l'introduction de telles clauses dans les contrats obligataires est la seule façon réaliste de créer un contexte propice à des négociations de restructuration suffisamment souples* »¹⁹. Les CAC sont déjà présentes dans les contrats obligataires de lois britannique²⁰ et luxembourgeoise, mais sont totalement inexistantes dans ceux de loi américaine, allemande et japonaise (Dixon et Wall [2000], p. 145). Elles sont destinées à décourager les litiges, à faciliter la prise de décision des détenteurs de la dette et à empêcher les créanciers de bloquer le processus de restructuration de la dette. Quatre types de CAC sont utiles à cette fin. Les Clauses de Représentation Collective, tout d'abord, visent à permettre à un groupe de représentants (de porteurs de titres obligataires) de communiquer avec les détenteurs d'obligations et de négocier avec le débiteur souverain (Buchheit [1998c]). La prise de décision nécessite la mise en œuvre des Clauses d'Action à la Majorité. Ces dernières permettent à une majorité qualifiée de créanciers de se mettre d'accord sur des amendements dans les termes d'un contrat de dette qui s'appliquent à tout détenteur de ce type d'obligation (Buchheit [1998b]). La présence d'une telle clause d'action à la majorité dans une obligation permet à l'émetteur de restructurer sa dette obligataire en évitant l'offre d'échange et donc la possibilité qu'un groupe résiduel de créanciers « resquilleurs » la refuse (Buchheit [2000], p. 16). Ces deux premiers types de clauses sont les plus prisés par le secteur officiel. En effet, il n'est généralement pas possible pour les emprunteurs d'identifier leurs créanciers. Aussi, l'organisation de comités représentatifs – par les clauses de représentation à la majorité – permet au débiteur d'avoir des contacts avec ses créanciers pour aboutir à un accord. Cependant, les clauses d'action à la majorité et de

¹⁷ Après la crise mexicaine, le rapport Rey (G10 [1996], p. 14) est le premier à mentionner et recommander l'utilisation des CAC.

¹⁸ Les solutions pour restructurer les obligations concernent les relations entre des créanciers privés et des débiteurs souverains et privés (dans le cas des grandes entreprises).

¹⁹ « *the addition of such clauses to bond contracts is the only practical way of creating an environment conducive to flexible restructuring negotiations* » (Eichengreen [1999b], p. 17).

²⁰ A l'exception des obligations *Brady* qui n'incluent pas de CAC même si elles sont soumises à la juridiction britannique (en partie parce que les obligations *Brady* étaient considérées au départ comme une sortie définitive aux restructurations de dette).

représentation collective posent d'importants problèmes pratiques qui nécessitent la détermination de seuils de majorité et de représentation. De plus, elles n'écartent pas le risque de litige. Les Clauses de Partage évitent ce dernier problème : les fonds récupérés par un porteur dans le cadre d'une procédure judiciaire doivent être partagés avec les autres, au prorata du nombre d'obligations détenues (Buchheit [1998a]). Ces clauses sont courantes dans les prêts syndiqués des banques commerciales mais rares dans les obligations d'Etat. Pourtant, celles-ci présentent un avantage certain pour l'emprunteur souverain dans la mesure où elles évitent les recours contentieux des créiteurs « resquilleurs »²¹. Afin d'inciter encore à l'action collective, les Clauses de Non-Accélération peuvent être utilisées. Celles-ci requièrent un seuil minimum de détenteurs d'obligations pour demander le remboursement immédiat du principal après un défaut.

Cependant, les CAC représentent une des propositions de réforme de l'Architecture Financière Internationale les plus controversées et leur introduction pose un certain nombre de problèmes. Les critiques proviennent du secteur privé lui-même et portent sur les incertitudes liées aux asymétries informationnelles. En effet, le marché des capitaux est caractérisé par des asymétries d'information au dépend des prêteurs quant à la volonté et la capacité des emprunteurs à rembourser leurs dettes. Il existe d'abord un risque de sélection adverse pouvant rendre le marché des obligations avec CAC illiquide et donc empêchant les économies émergentes d'emprunter. Tant que les autorités officielles ne feront rien pour légiférer l'introduction de CAC, ce problème persistera (Eichengreen [1999e], p. 16). Les CAC soumettraient ensuite les créanciers à un risque d'aléa moral du débiteur : en rendant la restructuration plus aisée, elles augmenteraient le risque de défaut ; mais ceci est difficile à évaluer de façon empirique. Le défaut a un coût en terme de réputation et d'accès au marché des capitaux ; l'accès immédiat à la liquidité – associé à la restructuration des obligations – peut réduire la capacité du pays à mobiliser des ressources privées à moyen terme. De plus, la restructuration des obligations internationales peut conduire par contagion à une interruption de l'accès au marché (IMF [1999], p. 17). Selon Eichengreen ([1999f], p. 20) le même problème se pose dans le cas des lois sur la faillite : il est nécessaire d'équilibrer les mesures destinées à renforcer le rôle obligataire *ex ante* et les avantages en terme d'efficience *ex post* des procédures pour restructurer les dettes de façon efficiente. De ces deux problèmes d'asymétrie d'information découlent des effets incertains sur le prix des obligations

²¹ Les clauses de partage permettent de résoudre les conflits entre créiteurs mais pas d'éviter une panique. Dans le chapitre 11 du code de faillite américain, les règles de partage sont accompagnées d'une suspension automatique des paiements qui protège le débiteur. Ainsi, Miller et Zhang [1999] considèrent que les CAC ne seront efficaces que si une suspension des paiements est mise en place parallèlement.

internationales ; toutefois, les résultats trouvés montrent que la prime serait très faible (Tsatsaronis ([1999], p. 22). Une étude de Eichengreen et Mody [2000] aboutit à des conclusions un peu différentes : l'effet des CAC sur les prix est lié au *rating* de l'emprunteur. Ceci encouragerait donc la discipline de marché.

Finalement, les problèmes posés par les CAC ne semblent pas insurmontables : ils ne sont pas plus importants que dans le cas des procédures de faillite nationales. Ces clauses sont très complémentaires : couplées à une suspension temporaire des paiements²² elles fournissent un cadre de restructuration ordonnée et prévisible de la dette obligataire et devraient donc être généralisées à tous les contrats de dettes. Un peu moins de 50 % des émissions obligataires internationales depuis 1990 sont soumises à la loi anglaise. Mais alors que les effets à en attendre seraient les plus importants dans les économies émergentes, la loi anglaise chapote seulement 30 % des émissions des économies émergentes (Dixon et Wall [2000], p. 146), ce qui signifie que la présence de CAC demeure limitée. Certains éléments vont toutefois dans le sens d'une plus grande prévalence des CAC. Ainsi, l'avis du secteur privé sur la question a évolué même s'il demeure mitigé. Les marchés de capitaux reconnaissent dorénavant que les obligations souveraines ne bénéficient pas *de facto* d'une immunité vis-à-vis d'une restructuration : selon l'*Institute of International Finance* ([1999a], p. 11), elles sont possibles, mais doivent rester exceptionnelles. Et en 2001, ce dernier admet que les CAC « *peuvent être utiles pour faciliter les restructurations et leur adoption sur une base volontaire peut être encouragée* » (IIF [2001a], p. 7)²³. Le rapport du *Council on Foreign Relations* [1999] a pris une position plus active et recommande que tous les pays s'engagent à inclure des CAC dans leurs contrats obligataires souverains. Néanmoins, le problème est plus profond. La plupart des débiteurs souverains d'Amérique Latine émettent leurs obligations sous la loi de New York, où il y a une forte hostilité du marché aux CAC. Cela changera peut-être s'il devient évident qu'une obligation sans CAC ne fournit pas une meilleure protection contre l'implication (Portes [2000]). L'utilisation de consentements de sortie en Equateur²⁴ et les stratégies de litige au Pérou vont dans ce sens dans la mesure où ils sont source d'incertitude (Eichengreen [2001], p. 4-5) et que les investisseurs préfèrent connaître les termes futurs d'une restructuration. Mais dans la mesure où il s'agit d'un processus dans lequel aucun emprunteur ne veut s'engager le premier de peur d'envoyer au marché un signal négatif redoutant les effets d'éviction sur les marchés internationaux, seule l'intervention des

²² Il n'est pas nécessaire qu'elle soit légalisée du fait de l'existence des clauses de partage.

²³ « *Collective action clauses in bond contracts can be useful in facilitating restructuring arrangements, and their adoption on a voluntary basis could be encouraged* » (IIF [2001a], p. 7).

²⁴ Cf. note 26.

gouvernements et des Institutions Financières Internationales permettra leur généralisation. Le Royaume-Uni a continué à émettre des obligations contenant des CAC (Bank of England, United Kingdom Government [2000]) ; l'Allemagne a suivi (IMF [2001c]) ; le Canada a annoncé en avril 2000 qu'il inclurait des CAC dans ses obligations internationales de manière à encourager une utilisation plus étendue de ces clauses, notamment dans les pays émergents (Ministère des Finances Canadien [2000]). Selon Eichengreen [2001a], les autres pays du G7 devraient maintenant suivre et même aller plus loin. Les législateurs américains et anglais – principaux marchés sur lesquels les obligations internationales des économies émergentes sont émises et échangées – devraient exiger que les obligations souveraines émises et échangées sur leurs marchés contiennent de telles clauses. Pour cela, nul besoin de recourir à une quelconque autorité supranationale, mais la politique de prêt du FMI peut aussi jouer un rôle. Par exemple, le FMI pourrait en faire une condition d'accès aux marchés domestiques : en prêtant, de façon explicite, à des taux relativement favorables aux gouvernements qui incorporent de telles clauses dans leurs propres contrats de prêt et l'exigent de leurs banques et entreprises domestiques, le Fonds peut donner une incitation financière à l'innovation contractuelle (Eichengreen [1999b], p. 17 et [1999c], p. 9)²⁵. De plus, les obligations existantes pourraient être échangées dans des programmes volontaires avec le soutien financier des IFI (Portes [2000]). Ainsi, l'utilisation des CAC et leur généralisation est une étape vers une meilleure coordination à la fois entre créanciers et entre les créanciers et leurs débiteurs mais en attendant les évolutions nécessaires, il est possible de se pencher sur la restructuration des instruments qui en sont dépourvus comme les obligations de loi américaine, les plus répandues dans les pays émergents.

Les accords de sortie permettent la restructuration des obligations de type américain. Par convention, ces obligations prohibent les amendements sur les modalités de paiement – principalement, le montant et les échéances – sans le consentement de chaque porteur. Si un Etat doit restructurer sa dette, il doit faire une offre d'échange et risque de se trouver confronté à un refus des créditeurs. Une solution à ce problème réside dans l'amendement de certaines clauses (Buchheit et Mitu Gulati [2000]). Pour mettre en place une offre d'échange, l'Etat doit chercher le consentement (*exit consent*) d'une majorité qualifiée de détenteurs d'obligations pour amender certaines clauses présentes dans les obligations qu'il cherchait à échanger dans le but de rendre ces (anciennes) obligations moins intéressantes aux yeux des

²⁵ Le rapport du G 10 ([1996], p. 14) sur la résolution des crises de liquidité souveraines, celui du G 22 ([1998], pp. 19-21) sur les crises financières internationales et celui du G7 ([1999], para. 42) ne font que recommander l'introduction et l'utilisation de CAC. Eichengreen ([1999a], p. 113 et [1999d], p. 33), la Banque de France ([2000], p. 59) et Goldstein ([2001], p. 49) préconisent une conditionnalité explicite pour les CAC.

porteurs qui auraient voulu tenter de décliner l'échange. Ainsi, par un amendement de sortie, une majorité qualifiée de détenteurs d'obligations, avec le consentement de l'émetteur, exerce son pouvoir d'amendement des anciennes obligations afin d'inciter les autres détenteurs à accepter l'échange. L'utilisation d'accords de sortie présente un certain nombre d'avantages. Par définition, ils ne sont utilisés que si l'Etat propose un programme de restructuration acceptable par une large majorité des détenteurs d'obligations. Ceci renforce indirectement le pouvoir de négociation des détenteurs d'obligations et limite les problèmes d'aléa moral du débiteur. De plus, grâce à l'accord de sortie, la majorité des créanciers prend une décision telle que ni elle ni l'Etat ne subissent les désagréments causés par une minorité de créanciers refusant l'échange ; cela permet de se protéger contre le comportement opportuniste de cette minorité de créanciers. Les accords de sortie fournissent donc une initiative innovante mais ils demeurent controversés (IMF [2001a], p. 10-11). Premièrement, ils sont destinés à contraindre les créanciers qui refusent l'échange à l'accepter. Dans cette perspective, les Etats peuvent profiter des offres d'échange avec accord de sortie pour soutirer de la richesse aux détenteurs d'obligations : ceux-ci sont placés dans une situation de type dilemme du prisonnier, chacun étant contraint d'accepter une offre qui n'est pas la meilleure du point de vue de son propre intérêt mais qui évite de perdre la quasi-totalité de ses créances en cas d'échec de l'offre et qui désavantage donc le groupe dans son entier (Buchheit et Mitu Gulati [2000], pp. 68-70). Un second problème réside dans le fait que ces accords supposent que la majorité qualifiée prend des décisions nécessairement favorables à l'ensemble des créanciers. Or ce n'est pas toujours le cas. Les accords de sortie ont été peu utilisés en pratique et n'ont pas posé ces deux derniers types de problèmes²⁶, mais ont soulevé un certain nombre de questions : ils risquent d'augmenter le coût d'endettement des économies émergentes (IIF [1999b]), de plus, le procédé a créé un effet de surprise et il n'est pas certain qu'il fonctionne de la même manière ultérieurement (Eichengreen [2001a], p. 4). Les accords de sortie représentent donc seulement un pis-aller avant la généralisation des CAC.

Ainsi, les CAC et les accords de sortie présentent des avantages certains par rapport aux autres propositions dans la mesure où leur utilisation ne nécessite aucun changement au niveau des lois existantes concernant les contrats obligataires. La généralisation des CAC est souhaitable afin d'éviter les problèmes et contraintes liés aux amendements de sortie.

²⁶ Pour la première fois, un pays, l'Equateur – en 2000 – a effectué des amendements de sortie sur ses anciennes obligations afin d'encourager la pleine participation à l'offre d'échange impliquant des obligations soumises à la loi de New York. En acceptant l'offre, les détenteurs d'obligations ont automatiquement accepté d'amender les anciennes obligations. Ceci a permis d'éviter le défaut dans la mesure où approximativement 97% des détenteurs d'obligations ont accepté l'échange.

Toutefois, elles ne s'appliquent qu'aux contrats obligataires (instrument de la dette souveraine certes en croissance actuellement). La résolution effective de la crise va plus loin que le seul rééchelonnement de la dette souveraine. En effet, des relations indirectes existent entre entreprises en difficulté et pays en difficulté. Si les entreprises sur lesquelles un pays s'appuie pour prélever des impôts et créer des emplois sont en défaut ou tout au moins en graves difficultés financières, l'économie du pays peut décliner, précipitant ainsi la crise au niveau du secteur public. De plus, les entreprises d'un pays bénéficient souvent de la garantie implicite du gouvernement. Ainsi, dans la mesure où les problèmes sont de plus en plus privés, un cadre de résolution ordonnée des problèmes de dette privée doit être mis en place.

Un cadre de règlement ordonné des crises de dette privée

Dès lors que le secteur privé de nombreuses économies émergentes est étroitement inséré dans les marchés internationaux, les discontinuités institutionnelles et juridiques entre les espaces nationaux deviennent une source majeure d'incertitude. Il s'agit d'assurer les moyens d'amener les débiteurs privés et leurs créanciers à coopérer pour résoudre le problème de l'action collective au niveau microéconomique. Deux cas sont à envisager : celui des entreprises non bancaires et celui des banques.

Les procédures de faillite nationales et internationales représentent un forum adéquat pour impliquer les créiteurs privés dans la résolution des crises dans les pays émergents²⁷. Les rapports du G22 ([1998], p. 14) et du G7 ([1999], para. 43) visent à promouvoir des systèmes de faillite ordonnés et efficaces dans les pays membres, ainsi que des modèles de faillite internationaux. Toutefois, ils se contentent de recommandations et ne conditionnent pas de façon explicite l'adoption de cadres de faillite nationaux et internationaux à l'octroi de fonds du secteur officiel en cas de crise. Le rapport du G22 [1998] propose un ensemble de principes et d'objectifs communs : maximiser la valeur des actifs ; établir un équilibre entre liquidation et réorganisation ; fournir un traitement équitable aux créiteurs dans la même situation ; permettre une résolution adéquate, efficace et impartiale de l'insolvabilité ; empêcher le démembrement prématuré des actifs du débiteur par les créiteurs (notamment par une suspension temporaire des paiements) ; fournir une procédure transparente et qui contient des incitations pour rassembler et diffuser l'information ; reconnaître les droits des créiteurs et respecter la priorité des demandes avec un processus prévisible et pré-établi ;

²⁷ Des recommandations telles que l'adoption ou le renforcement des statuts nationaux sur la faillite et de l'indépendance du système judiciaire et l'harmonisation de ces lois entre les différents pays, ne sont pas nouvelles, mais ont été peu suivies (Eichengreen [1999a], p. 16).

établir un cadre pour l'insolvabilité trans-frontalière. Ce dernier point est particulièrement important. Des mesures doivent être prises pour faciliter la reconnaissance de procédures de faillite étrangères et la coopération entre les cours de faillite par l'adoption d'un cadre sur les faillites transfrontalières. Le groupe de travail sur l'insolvabilité, « *INSOL Lenders Group* » (ILG), a tenté le premier de développer un ensemble de procédures communes relatif à la conduite de solutions transfrontalières. Une initiative indépendante mais complémentaire de la précédente, venant de la *United National Commission on International Trade and Law* et adoptée en 1997, couvre les aspects internationaux des procédures statutaires de faillite (modèle UNCITRAL sur l'insolvabilité transfrontalière (UML)) (Brierley et Vlieghe [1999], pp. 178-180). Toutefois, l'adoption des procédures de faillite transfrontalière demeure complexe. D'une part, toute adaptation de l'UML nécessiterait d'abord d'être en accord avec les principes de régulation bancaire acceptés internationalement et ensuite de reconnaître les caractéristiques distinctives des faillites financières internationales. Pour être efficace, l'UML doit être mis en place dans le plus grand nombre de juridictions possibles. D'autre part, l'UML est basé sur une approche universaliste de la faillite transfrontalière²⁸. Ainsi, son application n'est possible que si les pays adoptent une approche « à entité unique »²⁹. L'article 13 de l'UML vise à donner aux créanciers étrangers d'une entreprise multinationale les mêmes droits qu'aux créanciers domestiques. Il est difficile de voir comment cela peut être appliqué dans le cadre d'une approche à entités séparées. Ainsi, le principal obstacle aux procédures de type UML et ILG est la résolution du problème approche universaliste/territoriale. Enfin, ces procédures de faillite formelles exigent enfin l'intervention des tribunaux. Mais en temps de crise systémique, le nombre d'entreprises en faillite est tel qu'il dépasse la capacité de la cour de justice ; de plus, le litige est à la fois coûteux et long ce qui augmente le fardeau financier d'entreprises déjà en difficulté. Des mécanismes extrajudiciaires permettent d'éviter ce genre de difficultés liées à un système formel d'insolvabilité. La présence d'un système de faillite efficace va créer les incitations appropriées pour amener les créanciers et leurs débiteurs à des solutions extrajudiciaires : elle

²⁸ A la différence de la territorialité, l'universalisme présuppose une reconnaissance et une application de la loi domestique par les cours de justice étrangères ; cela permet une application uniforme de la loi et donc une plus grande égalité de traitement entre les investisseurs internationaux (Leake *et alii* [2000], p. 149).

²⁹ Dans un régime « à entité unique » comme au Royaume-Uni la banque est réorganisée ou liquidée d'abord par les autorités du pays où elle est localisée ; les actifs de la banque sont distribués entre les créanciers du monde entier sans référence à leur domicile ou localisation. Au contraire, dans un régime « à entités séparées » comme aux Etats-Unis le liquidateur de la succursale de la banque peut prendre possession de tous les actifs de la banque localisés dans sa juridiction et paie les demandes valides des créanciers et particulièrement celles de la succursale.

incite les débiteurs et les créanciers à entamer des négociations qui peuvent aboutir à des règlements « dans l'ombre » de la loi (IMF [2001b], p. 10-13).

Enfin, le règlement des problèmes au niveau des entreprises nécessite une coordination importante avec la résolution des difficultés des banques afin d'engendrer des effets de synergie. Les prêts bancaires, et plus particulièrement les prêts interbancaires, ne sont pas régis par des contrats formels et leur renégociation ne peut pas être faite par la modification de clauses. Les lignes interbancaires à court terme ont ainsi posé de nombreux problèmes lors des crises financières récentes. La solution du renouvellement concerté des lignes interbancaires, après son succès en Corée, a été largement discutée. En effet, afin de résoudre les problèmes liés à la précipitation de la crise (par anticipation du renouvellement forcé), une solution a été proposée par Litan [1998]. Il s'agit d'exiger des pays qu'ils mettent en place une législation imposant une réduction automatique du principal. La sortie est possible mais coûteuse. Ainsi, la perspective de la perte renforcerait l'incitation des banques à rester et à restructurer la dette (Eichengreen [1999a], p. 70). La formation de comités de créateurs pourrait faciliter ensuite les négociations. Cependant, d'après Eichengreen ([1999d], p. 32), cette solution crée des incitations à l'évasion ; plus particulièrement, les entreprises non bancaires peuvent emprunter et re-prêter aux banques avec lesquelles elles ont de bonnes relations (comme c'était le cas au Chili au cours des années 90). Dès lors, pour être efficace, une telle proposition devrait être appliquée à tous les types de créances.

Finalement, cet ensemble de propositions forme un tout complémentaire, dont certains éléments se recoupent. Pour en assurer l'efficacité, il est préférable d'appliquer certaines mesures simultanément selon la situation d'endettement du pays en crise. Le Tableau 2 ci-dessous rassemble les diverses combinaisons possibles pour respecter les conditions optimales d'une « règle de faillite ».

Tableau 2 : Complémentarité des différentes propositions envisagées et respect des règles de faillite optimales.

		Respect de l'efficacité <i>ex ante</i> : Incitations du débiteur	Incitations <i>ex ante</i> des créateurs		Communication et engagement des négociations	Respect de l'efficacité <i>ex post</i>
			Gestion de la panique	Gestion des litiges		
Dette publique (et éventuellement privée dans le cas du financement obligatoire des grandes entreprises)	Tout type de créances ³⁰	* Canal réputationnel (et accès aux marchés)	Suspension temporaire des paiements légalisée		Comités de créateurs	Contrôle par un programme de restructuration du FMI conditionnel à l'octroi de fonds (dont prêts aux arriérés)
	Obligations de loi britannique	* Conditionnalité stricte du FMI à l'implication du secteur privé * Difficulté relative de mise en œuvre	Suspension temporaire des paiements de type discrétionnaire	Clause de partage et/ou Clauses de non-accélération	Clause de représentation collective et Clause d'action à la majorité	
	Obligations de loi américaine			Amendements de sortie	Accords de sortie	

³⁰ Le renouvellement des prêts bancaires est effectué dans le cadre du Club de Londres.

Dettes privées	Prêts interbancaires	(accord nécessaire des créanciers et simple rééchelonnement) * Cas par cas dans la mise en œuvre des différents instruments	Réduction automatique du principal ou Suspension temporaire et discrétionnaire des paiements	Comités de créanciers	
	Créances d'entreprises (Procédures de faillite nationale ou transfrontalière)	Existence d'un collatéral et vulnérabilité des gestionnaires	Suspension automatique des paiements et des litiges (ou règle de partage)	Comités de négociations	Restructuration et financement par débiteur-en-possession (ou changement éventuel de gestionnaire)

Même ensemble, ces procédures ne vont pas former un cadre parfait mais elles sont un moyen réaliste de parvenir à un consensus politique et économique encore inexistant. De tels instruments, mis en place *ex ante*, sont nécessaires à la communauté internationale mais chaque cas devra être réglé selon les circonstances spécifiques du pays, au cas par cas.

CONCLUSION

Face aux défaillances des marchés internationaux de capitaux, il est nécessaire que les Institutions Financières Internationales interviennent dans la provision de biens publics destinés à assurer un règlement ordonné à la crise de liquidité. Un cadre composé de divers arrangements institutionnels et garantissant le respect des règles de faillite optimales, devrait leur permettre d'internaliser les défauts de coordination issus de deux types de conflits : entre créanciers d'une part et entre créanciers et débiteurs d'autre part. Cet ensemble de propositions comprend des solutions aux problèmes de la dette souveraine et privée. Chaque instrument est efficace puisqu'il prend place dans une approche compréhensive de la résolution des crises. La mise en œuvre d'un tel cadre, entre règle – les procédures incitatives sont largement fixées à l'avance – et discrétion – leur utilisation n'est pas toujours nécessaire – devrait permettre de parvenir à des règlements ordonnés des crises de liquidité et semble bien adapté à la diversité des instruments d'emprunt des pays émergents.

Cependant, de manière générale, deux problèmes majeurs se posent désormais. En premier lieu, il y a la réticence des Institutions Financières Internationales à évoluer vers des positions plus fermes. L'implication du secteur privé ne sera pas efficace tant que le secteur officiel ne conditionnera pas explicitement le soutien financier du FMI à la restructuration appropriée de la dette avec les créanciers privés. En second lieu, l'avis du secteur privé sur la question ainsi que sa réaction face à l'implication posent problème. Le secteur privé a généralement été réticent aux propositions visant à l'impliquer dans la résolution de la crise. Même si une majorité de participants au marché reconnaît aujourd'hui la nécessité de cette implication et souhaite un cadre qui limiterait l'arbitraire plutôt qu'une approche au cas par

cas, ils refusent de voir leurs droits limités par certaines procédures³¹. Cette opposition risque de se traduire par la recherche de la part du secteur privé d'autres instruments plus difficiles à restructurer et qui permettent donc d'augmenter la probabilité de remboursement (comme les restructurations d'obligations et les renouvellements des prêts bancaires deviennent aujourd'hui communs, les créiteurs privés vont par exemple prêter contre de la dette garantie (IMF [2000a], p. 149)). En effet, un des enseignements que l'on peut tirer de l'expérience des années 80 réside dans l'interaction des acteurs avec les politiques mises en œuvre (Lipworth et Nystedt [2000], pp. 2-3). Ainsi, il est nécessaire de considérer les différentes politiques et pratiques concernant l'implication du secteur privé en gardant à l'esprit l'idée selon laquelle le secteur privé est susceptible de s'adapter à ces politiques et pratiques.

REFERENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- AGGARWAL V. K. [1996], *Debt Games : Strategic Interaction in International Debt Rescheduling*, Cambridge, Cambridge University Press, IX + 603 pages.
- AGHION P., BACCHETTA P., BANERJEE A. [1999], « Capital Markets and the Instability of Open Economies », *Working Paper*, n° 9901, Studienzentrums Gerzensee.
- BANK OF ENGLAND, UNITED KINGDOM GOVERNMENT [2000], « Paying Agency Agreement in Respect of UK Government Euro Treasury Note Programme », January 28. <http://www.bankofengland.co.uk>
- BANQUE DE FRANCE [2001], « L'implication du secteur privé dans la prévention et la résolution des crises », Direction des Relations internationales et européennes, *Bulletin de la Banque de France*, n° 86, février, pp. 49-60. <http://www.banque-France.fr/fr/bulletin/main.htm>
- BRIERLEY P., VLIEGHE G. [1999], « Corporate Workouts, the London Approach and Financial Stability », *Financial Stability Review*, n° 7, Bank of England, London, November, pp. 168-183. <http://www.bankofengland.co.uk/Links/setframe.html>
- BUCHHEIT L. C. [1998a], « Changing Bond Documentation : The Sharing Clause », *International Financial Law Review*, July, pp. 17-19.
- BUCHHEIT L. C. [1998b], « Majority Action Clauses May Help Resolve Debt Crises », *International Financial Law Review*, August, pp. 13-14.
- BUCHHEIT L. C. [1998c], « The Collective Representation Clause », *International Financial Law Review*, September, pp. 9-11.
- BUCHHEIT L. C. [2000], « Sovereign Debtors and Their Bondholders », Cleary, Gottlieb, Steen & Hamilton, New York, January 14. <http://phantom-x.gsia.cmu.edu/IFIAC>
- BUCHHEIT L. C., MITU GULATI G. [2000], « Exit Consents in Sovereign Bond Exchanges », *UCLA Law Review*, n° 48, pp. 59-84.
- CALVO G. A. [1988], « Servicing the Public Debt : the Role of Expectations », *American Economic Review*, vol. 78, n° 4, September, pp. 647-661.
- CALVO G. [1995], « Varieties of Capital Market Crises », *Working Paper*, n° 15, Center for International Economics, University of Maryland, October.
- CALVO G. [1998], « Balance of Payments Crises in Emerging Markets : Large Capital Inflows and Sovereign Governments », University of Maryland, March. <http://www.bsos.umd.edu/econ/ciecrp5.pdf>
- CAMDESSUS M. [1999], « From the Crises of the 1990s to the New Millenium », International Graduate School of Management (IGSM), Madrid, November 27. <http://www.imf.org/external/np/tr/1998/TR980416.htm>
- CHANG R., VELASCO A. [1998a], « Financial Fragility and the Exchange Rate Regime », *NBER Working Paper Series*, n° 6469, March.

³¹ L'IIF n'a pas modifié son point de vue à la suite de l'échec des politiques volontaires d'implication du secteur privé en Argentine et en Turquie (IIF [2001b]).

- CHANG R., VELASCO A. [1998b], « Financial Crises in Emerging Markets: A Canonical Model », *NBER Working Paper Series*, n° 6606, June.
- CHANG R., VELASCO A. [1998c], « The Asian Liquidity Crisis », *NBER Working Paper Series*, n° 6796, November.
- CHANG R., VELASCO A. [1999], « Financial Crises in Emerging Markets : A Canonical Model », in BERNANKE, ROTEMBERG [1999], *NBER Macroeconomics Annual 1999*, vol. 14, MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- CHANG R., VELASCO A. [2000], « Banks, Debt Maturity, and Financial Crises », *Journal of International Economics*, vol. 1, n° 51, pp. 169-94.
- CHARI V. V., KEHOE P. [1998], « Asking the Right Questions About the IMF », *The Region*, Federal Reserve Bank of Minneapolis Annual Report, Special Issue, n° 13, pp. 3-26.
- CHUI M., GAI P., HALDANE A. G. [2000], « Sovereign Liquidity Crises : Analytics and Implications for Public Policy », *Bank of England Working Paper*, n° 121, London, September. <http://www.bankofengland.co.uk/Links/setframe.html>
- CLINE W. R. [2000], « The Role of the Private Sector in Resolving Financial Crises in Emerging Markets », Institute of International Finance, Prepared for NBER, Conference on Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies, October 19-21, Woodstock Vermont. <http://www.stern.nyu.edu/globalmacro/>
- COHEN B. J. [1989], « A Global Chapter 11 », *Foreign Policy*, n° 75, summer, pp. 109-125.
- CORNELLI F., FELLI L. [1995], « Bankruptcy Theory and Mechanism Design », in EICHENGREEN B., PORTES R. [1995], *Crisis ? What Crisis ? Orderly Workouts for Sovereign Debtors*, CEPR, London, XVIII + 134 pages, Annex 1, pp. 69-86.
- COUNCIL ON FOREIGN RELATIONS [1999], *Safeguarding Prosperity in a Global Financial System : the Future International Architecture*, Report of an Independent Task Force : C. Hills and P. Peterson, co-chairs, M. Goldstein, Project Director, Institute for International Economics, for Council on Foreign Relations, Washington D.C.. <http://www.foreignrelations.org/p/pubs/IFATaskForce.html>
- DE BEAUFORT WIJNHOLDS J. [2000], « More Private Sector Involvement and less Official Financing », in INTERNATIONAL MONETARY FUND [2000], *Reforming the International Monetary and Financial System*, Chapter 6, Comments, pp. 277-284.
- DETRAGIACHE E. [1996], « Rational Liquidity Crises in the Sovereign Debt Market : In Search of a Theory », *IMF Staff Papers*, n° 43.
- DETRAGIACHE E., SPILIMBERGO A. [2001], « Crises and Liquidity : Evidence and Interpretation », *IMF Working Papers*, WP/01/2, January. <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.cfm?sk=3963.0>
- DIXON L., WALL D. [2000], « Collective Action Problems and Collective Action Clauses », *Financial Stability Review*, n° 6, Bank of England, London, June, pp. 142-151. <http://www.bankofengland.co.uk/Links/setframe.html>
- DRAGE J., MANN F. [1999], « Improving the Stability of the International Financial Sector », *Financial Stability Review*, n° 6, Bank of England, London, June, pp. 40-65. <http://www.bankofengland.co.uk/Links/setframe.html>
- EICHENGREEN B. [1999a], *Toward a New International Financial Architecture : a Practical Post-Asia Agenda*, Institute for International Economics, Washington D.C., February. <http://www.iie.com/catalog/EBOOKS/ebooks.htm>
- EICHENGREEN B. [1999b], « The International Monetary Fund in the Wake of the Asian Crisis », University of California, Berkeley, February. <http://socrates.berkeley.edu/~pifa/papers.html>
- EICHENGREEN B. [1999c], « Strengthening the Common Financial House », University of California, Berkeley, March. <http://emlab.berkeley.edu/users/eichengr/POLICY.HTM>
- EICHENGREEN B. [1999d], « Is Greater Private-Sector Burden Sharing Impossible ? », University of California, Berkeley, May. <http://socrates.berkeley.edu/~pifa/papers.html>
- EICHENGREEN B. [1999e], « Policy Making in an Integrated World : From Surveillance to... », University of California, Berkeley, June. <http://socrates.berkeley.edu/~pifa/papers.html>
- EICHENGREEN B. [1999f], « Strengthening the International Financial Architecture : Where Do We Stand ? », University of California, Berkeley, October. <http://socrates.berkeley.edu/~pifa/papers.html>
- EICHENGREEN B. [2001a], « Whither IMF Reform », University of California, Berkeley, January. <http://emlab.berkeley.edu/users/eichengr/REVIEWS.HTM>
- EICHENGREEN B. [2001b], « Crisis Prevention and Management: Any New Lessons from Argentina and Turkey? », October. <http://www.stern.nyu.edu/globalmacro/>
- EICHENGREEN B., MODY A. [2000], « Would Collective Action Clauses Raise Borrowing Costs ? An Update and Additional Results », May. <http://socrates.berkeley.edu/~pifa/papers.html>
- EICHENGREEN B., PORTES R. [1995], *Crisis ? What Crisis ? Orderly Workouts for Sovereign Debtors*, CEPR, London, XVIII + 134 pages.

- EICHENGREEN B., RUHL C. [2000], «The Bail-In Problem: systematic goals, ad hoc means», *NBER Working Paper Series*, n° 7653, April. <http://socrates.berkeley.edu/~pifa/papers.html>
- FISCHER S. [2001], «Farewell To the Staff», International Monetary Fund, Washington D.C., October 1. <http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/100101.htm>
- FRANKS J. R. [1995], «Some Issues in Sovereign Debt and Distressed Reorganisations», in EICHENGREEN, B., PORTES R. [1995], *Crisis ? What Crisis ? Orderly Workouts for Sovereign Debtors*, CEPR, London, XVIII + 134 pages, Annex 2, pp. 87-102.
- GOLDFAJN L., VALDES R. [1997], «Capital Flows and the Twin Crises: the Role of Liquidity», *IMF Working Paper*, WP/9787, International Monetary Fund, July. <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.cfm?sk=2261.0>
- GOLDSTEIN M. [2001], «An Evaluation of Proposals to Reform the International Financial Architecture», Institute for International Economics, Washington DC, paper prepared for NBER Conference on «Management of Currency Crises», Monterey, California, March 28-31. <http://www.stern.nyu.edu/globalmacro/>
- GREENWOOD C., MERCER H. [1995], «Considerations of International Law», in EICHENGREEN B., PORTES R. [1995], *Crisis ? What Crisis ? Orderly Workouts for Sovereign Debtors*, CEPR, London, XVIII + 134 pages, Annex 3, pp. 103-118.
- GROUP OF SEVEN (G7) [1998], «Declaration of G7 Finance Ministers and Central bank Governors», October 30. <http://www.imf.org/external/np/g7/103098dc.htm>
- GROUP OF SEVEN (G7) [1999], «Strengthening the International Financial Architecture, Report of the Financial Ministers to the Köln Economic Summit», June 18-20. <http://www.ustreas.gov/press/releases/pr3210b.htm>
- GROUP OF SEVEN (G7) [2000a], «Strengthening the International Financial Architecture, Report from G-7 Finance Ministers to the Heads of State and Government», Fukuoka, Japan, July 8. <http://www.g7.utoronto.ca/g7/finance/fm061899.htm>
- GROUP OF SEVEN (G7) [2000b], «Statement of Finance Ministers and Central Bank Governors», Prague, Czech Republic, September 23. <http://www.g7.utoronto.ca/g7/summit/2001genoa/index.htm#finance>
- GROUP OF TEN (G10) [1996], *The Resolution of Sovereign Liquidity Crises*, A report to the Ministers and Governors prepared under the auspices of the Deputies, BIS, Basel, May. <http://www.bis.org/publ/gten03.htm>
- GROUP OF TWENTY TWO (G22) [1998], «Report of the Working Group on International Financial Crises», October. <http://www.imf.org/external/np/g22/ifcrep.pdf>
- HALDANE A. [1999], «Private Sector Involvement in Financial Crisis: Analytics and Public Policy Approaches», *Financial Stability Review*, n° 7, London, Bank of England, November, pp. 184-202. <http://www.bankofengland.co.uk/Links/setframe.html>
- HURLOCK J. B. [1995], «The Way Ahead for Sovereign Debt», *International Financial Law Review*, July, pp. 10-12.
- INSTITUTE OF INTERNATIONAL FINANCE [1999a], *Summary Report on the Work of the IIF Steering Committee on Emerging Markets Finance*, June. <http://www.iif.com>
- INSTITUTE OF INTERNATIONAL FINANCE [1999b], «IIF Calls For Actions To Strengthen Market Confidence Voluntary, Case-by-Case Approaches Are Working», Press Release, Washington D.C., September 16. <http://www.iif.com>
- INSTITUTE OF INTERNATIONAL FINANCE [2001a], *Principles for Private Sector Involvement in Crisis Prevention and Resolution*, January. <http://www.iif.com>
- INSTITUTE OF INTERNATIONAL FINANCE [2001b], Special Committee on Crisis Prevention and Resolution in Emerging Markets, Policy Statement, November 7. <http://www.stern.nyu.edu/globalmacro/>
- INTERNATIONAL MONETARY FUND [1999], «Involving the Private Sector in Forestalling and Resolving Financial Crises», Policy Development and Review Department, Washington D.C., April 15. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/series/b1/index.htm>
- INTERNATIONAL MONETARY FUND [2000a], «Private Sector Involvement in Crisis Prevention and Resolution: Market Views and Recent Experience», in *International Capital Markets, developments, prospects, and key policy issues*, World Economic and Financial Surveys, By a Staff Team led by D. Mathieson et G. J. Schinasi, Chapter V, September, pp. 115-151. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/icm/2000/01/eng/index.htm>
- INTERNATIONAL MONETARY FUND [2000b], «Involving the Private Sector in the Resolution of Financial Crises - Standstills - Preliminary Considerations», Prepared by the Policy Development and Review Department and Legal Department, Washington D.C., September 5. <http://www.imf.org/external/np/pdr/sstill/2000/eng>
- INTERNATIONAL MONETARY FUND [2001a], «Involving the Private Sector in the Resolution of Financial Crises - Restructuring International Sovereign Bonds», Prepared by the Policy Development and Review

- Department and Legal Department, Washington D.C., January 24.
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/series/03/index.htm>
- INTERNATIONAL MONETARY FUND [2001b], « Involving the Private Sector in the Resolution of Financial Crises - Corporate Workouts », Prepared by the Policy Development and Review and Legal Departments, Washington D.C., January 24. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/series/04/index.htm>
- INTERNATIONAL MONETARY FUND [2001c], « Resolving and Preventing Financial Crises: The Role of the Private Sector », Washington D.C., March 26.
<http://www.imf.org/external/np/exr/ib/2001/032601.htm>
- ISKANDER M., MEYERMAN G., GRAY D.F., HAGAN S. [1999], « Corporate Restructuring and Governance in East Asia », Finance and Development, vol. 36, n° 1, International Monetary Fund, Washington D.C., March. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1999/03/iskander.htm>
- KING M. [1999], « Reforming the International Financial System : the Middle Way », *Financial Stability Review*, n° 7, Bank of England, London, November, pp. 203-212.
<http://www.bankofengland.co.uk/Links/setframe.html>
- KRUEGER A. [2001], « International Financial Architecture for 2002: A New Approach to Sovereign Debt Restructuring », International Monetary Fund, Washington D.C., November 26.
<http://www.stern.nyu.edu/globalmacro/>
- KRUGMAN P. [1999], « Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises », preliminary draft, prepared for the festschrift volume in honor of Robert Flood, Conference Paper, MIT, January.
<http://web.mit.edu/krugman/www/FLOOD.pdf>
- KUMAR M., MASSON P., MILLER M. [2000], « Global Financial Crises : Institutions and Incentives », *IMF Working Paper*, WP/00/105, June. <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.cfm?sk=3594.0>
- LEAKE P. D., ROGOFF A. C., JOHNSON G. W. [2000], « At the Insolvency masquerade, what mask for the IMF : international bankruptcy court, mediator or insolvency law reformer ? », in INTERNATIONAL MONETARY FUND [2000], *Private Capital Flows in the Age of Globalization, the Aftermath of the Asian Crisis*, Chapter 6, pp. 140-175.
- LIPWORTH G., NYSTEDT J. [2000], « Crisis Resolution and Private Sector Adaptation », International Monetary Fund, Research Department, Washington D.C., November.
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2001/06/lipworth.htm>
- LITAN R. [1998], « Statement of the Shadow Financial Regulatory Committee on International Monetary Fund Assistance and International Crises », Statement n° 145, Shadow Financial Regulatory Committee.
- MACMILLAN R. [1995], « New lease on life for bondholder councils », *Financial Times*, 15 August, p. 11.
- MANN C. L. [1999], « Market Mechanisms to Reduce the Need for IMF Bailouts », Institute for International Economics, February. <http://www.iie.com/policybriefs/news99-4.htm>
- MELTZER A. [2000], *Report of the International Financial Institution Advisory Commission*, « Meltzer Commission », IFIAC, Washington, March. <http://phantom-x.gsia.cmu.edu/IFIAC>
- MILLER M., ZHANG L. [1999], « Sovereign Liquidity Crisis : The Strategic Case for a payments Standstill », Institute for International Economics, May. <http://www.warwick.ac.uk/fac/soc/csgr/glob-fin.html>
- MINISTERE DES FINANCES CANADIEN [2000], « Le Canada adoptera des clauses d'action collective », Ottawa, 13 avril. <http://www.fin.gc.ca/news00/00-029f.html>
- MORRIS S., SHIN H.S. [1998], « Unique Equilibrium in a Model of Self-fulfilling Currency Attacks », *American Economic Review*, vol. 88, n° 3, June, pp. 587-597.
- PORTES R. [2000], « Sovereign Debt Restructuring : The Role of Institutions for Collective Action », CEPR, March. <http://www.stern.nyu.edu/globalmacro/>
- RADELET S. , SACHS J. D. [1998], « The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 1, spring, pp. 1-90.
- RAFFER K. [1990], « Applying Chapter 9 Insolvency to International Debts : An Economically Efficient Solution with a Human Face », *World Development*, vol. 18, n° 2, pp. 301-311.
- ROGOFF K. [1999], « International Institutions for Reducing Global Financial Instability », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 13, n° 4, fall, pp. 21-42.
- ROUBINI N. [2000], « Bail-In, Burden-Sharing, Private Sector Involvement (PSI) in Crisis Resolution and Constructive Engagement of the Private Sector. A Primer : Evolving Definitions, Doctrine, Practice and Case Law », September. <http://www.stern.nyu.edu/globalmacro/>
- ROUBINI N. [2001], « Bail-Ins, Bailouts, Burden-Sharing and Private Sector Involvement in Crisis Resolution: The G-7 Framework and Some Suggestions on the Open Unresolved Issues », July 16.
<http://www.stern.nyu.edu/globalmacro/>
- SACHS J. [1995], « Do We Need an International Lender of Last resort ? », Comments Welcome, Princeton University, Frank D. Graham Memorial Lecture, April 20.
<http://www.hiid.harvard.edu/about/people/sachs/jsachs.html>

- SACHS J., TORNELL A., VELASCO A. [1996], « Financial Crises in Emerging Markets : The Lessons from 1995 », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 1, pp. 147-215.
- SCHWARCZ S. L. [2000], « Sovereign Debt Restructuring : A Bankruptcy Reorganization Approach », *Cornell Law Review*, vol. 85, n° 4, pp. 956-1034.
- SGARD J. [1999], « Les trois problèmes posés par la crise de 1997-1998 », *CCE international*, n° 470, février, in *Problèmes Economiques*, n° 2.634, 6 octobre 1999, pp. 9-11.
- SGARD J. [2000a], « La crise équatorienne et l'architecture financière internationale », *La Lettre du CEPII*, n° 188, mars, in *Problèmes Economiques*, n° 2.664, 10 mai 2000, pp. 11-14.
- SGARD J. [2000b], « La gestion des crises de liquidité internationale : logique de faillite, prêteur en dernier ressort et conditionnalité », CEPII, *Document de travail*, n° 2000-16, novembre. <http://www.cepii.fr/francgraph/doctravail/resumes/2000/dt00-16.htm>
- SUMMERS L. H. [2000], « Testimony Before the International Monetary and Finance Committee », Washington D.C., April 16. <http://www.imf.org>
- TSATSARONIS K. [1999], « The effects of Collective Action Clauses on Sovereign Spreads », *Bank for International Settlements Quarterly Review*, November, pp. 22- 23.