

LA CRISE ÉQUATORIENNE ET L'ARCHITECTURE FINANCIÈRE INTERNATIONALE

Le défaut sur la dette extérieure et la dollarisation de l'Équateur sont les symptômes d'une grave crise politique et économique. Ces événements, affectant un petit pays, restent d'une portée internationale limitée. Toutefois, l'insolvabilité équatorienne adresse aux artisans de la nouvelle architecture financière internationale des questions fondamentales, différentes de celles posées par les crises de liquidités mexicaine ou asiatiques. La faillite d'un Etat n'est pas un problème nouveau, mais le développement de la finance désintermédiée réclame des solutions inédites. Comment parvenir à coordonner les créanciers privés ? Comment, ensuite, partager le fardeau des pertes entre les créanciers, privés et publics ? Les réponses butent aujourd'hui sur le statut des créances. L'évolution de ce statut permettrait à la fois de maintenir l'accès des petits pays aux marchés et de prévenir les situations d'aléa moral pour les pays "systémiquement importants" qui bénéficient de l'intervention d'un prêteur en dernier ressort.

■ Crise financière, réponse monétaire

La longue crise politique qui a conduit à un coup d'État militaire, en janvier dernier, a mis en évidence la situation économique catastrophique dans laquelle est plongé l'Équateur : chute du PIB de 7% en 1999, inflation supérieure à 50%, dépréciation de 22% du taux de change depuis le début de l'année 2000. Cette crise ouverte renvoie en premier lieu à l'effondrement complet du système bancaire. En mars 1999, une ruée généralisée des déposants n'a été évitée que par la nationalisation de deux tiers du secteur, le gel d'une large partie des dépôts et la suspension provisoire de toute activité bancaire. Aujourd'hui, une estimation minimale porte à 25% du PIB les pertes en capital, qui seront très vraisemblablement supportées *in fine* par les déposants. En effet, la capacité de l'État à gérer activement la crise bancaire est étroitement limitée par sa propre insolvabilité, attestée par un défaut de paiement partiel sur sa dette extérieure, en septembre dernier. Coupé des marchés internationaux de capitaux, l'État n'a pas non plus les moyens de mobiliser l'épargne intérieure.

La dollarisation engagée depuis janvier dernier a pour objectif unique de stabiliser au plus vite les prix et le change. Cette conversion totale en dollars de la monnaie en circulation, des dépôts, des crédits et des encours de titres

apparaît comme le prolongement d'un *currency board*, régime qui avait déjà été envisagé en 1996 et dont la dollarisation conserve les traits caractéristiques : un taux de change fixe et l'obligation d'adosser toute l'émission monétaire de la Banque centrale sur des réserves de change. La politique monétaire est alors étroitement contrainte, et les possibilités d'intervention du prêteur en dernier ressort sont conditionnées par l'existence de réserves de change excédentaires. Par rapport à cette règle déjà très stricte, la dollarisation¹ interdit de restaurer progressivement une politique monétaire active et, sauf accord avec la Réserve fédérale américaine, fait perdre au pays ses recettes de seigneurage, soit environ 0,3% du PIB dans le cas de l'Équateur². En contrepartie, la dollarisation procure une crédibilité monétaire accrue qui doit se traduire par un différentiel de taux d'intérêt plus faible avec les États-Unis. Ces contraintes sévères expliquent que, hormis le cas de petites économies comme Hong Kong, la mise en place d'un *currency board*, et *a fortiori* la dollarisation, ne se justifie que dans des situations exceptionnelles, après une très haute inflation ou une érosion extrême des fonctions monétaires. Sinon, l'apparence de rigueur et d'orthodoxie fournie par ces régimes monétaires sert surtout à cacher l'absence de stratégie

1. Voir notamment G. Calvo, "On dollarization", University of Maryland, *mimeo*, avril 1999 ; F. Bergsten, "Dollarization in emerging-market economies...", *Déposition au Sénat américain*, 22 avril 1999. On peut aussi consulter les rapports de juillet 1999 du Joint Economic Committee du Sénat américain (www.senate.gov/~jec/dollaract.htm).

2. Les autorités américaines ont eu des échanges informels avec l'Argentine et Hong Kong sur les conditions d'une dollarisation totale de ces pays et d'une redistribution des recettes de seigneurage. En revanche, elles ont clairement exclu qu'une telle décision puisse amener les États-Unis à ajuster leur politique de taux d'intérêt, de supervision bancaire ou d'accès au réescompte de la Fed.

cohérente de résolution de la crise intérieure : l'Indonésie s'est engagée brièvement dans cette voie périlleuse en 1998, et tout indique que la dollarisation en Équateur reflète avant tout l'échec, sinon l'abdication de la classe politique.

■ Gérer la faillite d'un État

D'une toute autre portée internationale est le défaut sur la dette extérieure. Depuis six mois, l'Équateur a arrêté de payer les intérêts sur une partie de ses obligations *Brady*, émises en 1994 en échange d'un vieux stock de crédits bancaires décotés. En outre, des doutes sérieux existent quant à la soutenabilité du reste de la dette publique externe – les autres séries d'obligations *Brady*, une euroémission, les crédits multilatéraux et bilatéraux – ainsi que de la dette interne.

En cas de faillite d'un État, comme lors d'une faillite privée dans un cadre national, le premier objectif est de coordonner les créanciers et d'éviter une multiplication d'accords bilatéraux, ou bien la saisie désordonnée des actifs de cet État à l'étranger (comptes en banque, avions, recettes d'exportations, etc.). Le cas d'une illiquidité se résout alors par un simple allongement de l'échéance moyenne de la dette. Par exemple, au début de 1998, la dette bancaire coréenne venant à échéance sur l'année a été échangée contre une euroémission d'une échéance d'un à trois ans, bénéficiant de la garantie de l'État³. En revanche, l'insolvabilité appelle une réduction de la dette, dont l'objectif explicite est de rétablir la solvabilité du pays et de lui rendre l'accès aux marchés internationaux.

Le défaut sur la dette extérieure équatorienne est d'une nature très différente des crises de liquidité externe, à caractère auto-réalisateur, observées au Mexique (1994-1995) ou bien en Asie (1997-1998). La part de la dette à court terme est faible et les réserves de change restent substantielles (1,2 milliard de dollars). Ce sont les ressources fiscales nationales qui font défaut pour servir entièrement la dette publique externe. Cette insolvabilité de l'État rapproche donc cet épisode de la crise de la dette des années quatre-vingt, centrée également sur l'Amérique latine et marquée par des désordres macro-économiques importants. Une différence de taille est qu'aujourd'hui la dette publique équatorienne a surtout la forme d'obligations internationales, et non de

crédits bancaires (tableau 1). Ceci pose deux problèmes difficiles, envisagés depuis plusieurs années, mais qui n'avaient jamais été affrontés directement⁴. Comment gère-t-on, dans un monde de finance désintermédiée, l'insolvabilité d'un emprunteur souverain ? Comment "partager le fardeau" des pertes en capital entre les différentes catégories de créanciers ?

■ Restructurer des obligations internationales

Au cours des années quatre-vingt, la coordination des créanciers privés était assurée dans le cadre homogène des Clubs de Londres, formés par les banques commerciales sur une base *ad hoc*, sans structure institutionnelle spécifique. Mais au lieu de ces quelques dizaines d'acteurs concernés au premier chef, les investisseurs touchés par le défaut équatorien sont beaucoup plus nombreux : fonds d'investissements, compagnies d'assurance, trésoriers d'entreprises, etc. Ceci se traduit par une très grande diversité de statuts juridiques, d'objectifs d'investissements ou de contraintes comptables qui rendent beaucoup plus difficile la représentation de ces intérêts. Une première étape pour résoudre ce problème est de constituer une association de porteurs de titres (*bondholders' committee*) chargée de négocier une sortie de crise avec l'emprunteur. Cependant, il n'y a pas de règle établie de formation de ces comités, qui risquent de se multiplier en fonction des intérêts de chaque catégorie d'investisseurs. Ainsi, un "groupe représentatif" a bien été formé dans le cas de l'Équateur, mais sa représentativité est sujette à caution et sa capacité à imposer un éventuel accord à tous les porteurs de titres est fragile.

Un autre problème porte sur le fond de la négociation : la restructuration d'obligations internationales est un exercice beaucoup plus difficile qu'une restructuration de crédits. De par leur construction juridique, toutes les obligations *Brady* et autres émissions de droit américain demandent en effet l'agrément de *tous* les investisseurs pour être modifiées ou pour être échangées contre de nouveaux titres, d'une échéance plus longue ou d'un encours réduit. Ce type de clauses démultiplie les problèmes de coordination et ouvre la voie à des stratégies de "prise en otage" de la négociation par des investisseurs marginaux. Elles peuvent même autoriser des poursuites judiciaires (*litigation*) contre le pays en défaut, contre le comité de porteurs qui aurait négocié un accord, voire même contre un gestionnaire de fonds qui, en acceptant une telle résolution, aurait violé ses engagements contractuels envers ses mandataires.

La réponse à ce risque d'impasse consiste à modifier ces clauses contractuelles afin de rendre impératif tout accord de restructuration qui recevrait, par exemple, l'appui de 50% ou de 70% des porteurs. Dès 1996, un rapport du

Tableau 1 - Dette extérieure équatorienne, fin 1999

	Encours en mds de \$	Structure en %
Total	15 890	100
en % du PIB	101%	
Dette publique	13 370	84
FMI	410	3
Dettes multilatérales	3 600	23
Dettes bilatérales	2 450	15
Obligations <i>Brady</i>	5 920	37
Autres obligations	500	3
Crédits bancaires	490	3
Dette Privée	2 520	16

Source : Banco Central del Ecuador.

3. Voir J. Sgard, "Contrôler une panique : le won coréen en 1997", *L'Économie Politique*, 2, 2ème trimestre 1999.

4. Voir notamment B. Eichengreen et R. Portes, *Crisis? What Crisis? Orderly workouts for sovereign debtors*, CEPR, Londres, 1995.

G10 a proposé cette réforme, défendue depuis par le G7 et le Fonds monétaire international (FMI)⁵. À l'occasion de la crise équatorienne, plusieurs porte-parole du secteur privé se sont toutefois à nouveau opposés à une telle évolution, au motif qu'elle rendrait le défaut plus facile et donc plus probable. Ceci augmenterait *in fine* le coût d'endettement moyen des économies émergentes⁶. Cependant l'analyse empirique infirme en partie cette thèse : dans le cas d'emprunteurs de bonne qualité, les obligations de droit britannique, qui comportent des clauses de restructuration, ont un coût inférieur aux émissions de droit américain⁷. Plus généralement, des États font faillite régulièrement, depuis au moins deux siècles : dans un monde de financement de plus en plus désintermédié (tableau 2), il faudra bien que ce risque soit intégré dans l'appareil juridique sophistiqué qui régule tous les autres aspects d'une euroémission. Sinon, le danger est que la multiplication d'interminables batailles entre avocats d'affaires exclut longtemps de nombreux pays des marchés.

Tableau 2 - Stocks de dette commerciale souveraine* des pays à revenu intermédiaire

En %	1990	1998
Crédits bancaires	52	41
Obligations	28	52
Obligations hors <i>Brady</i>	17	43
Obligations <i>Brady</i>	11	9
Autres sources	20	7
Total (milliards de dollars)	514	1 258

*Dette extérieure en devises des États auprès de créanciers privés.
Sources : Banque mondiale, Global Development Finance.

■ Le partage du fardeau

La difficulté à restructurer des financements par émissions de marché n'est cependant qu'un aspect du problème plus général du partage du fardeau (*burden sharing*) entre les différentes catégories de créanciers – bancaires et non-bancaires, privés et publics, bilatéraux et multilatéraux. Ce thème est apparu au centre du débat international en 1995, quand le FMI, les États-Unis et le G7 ont renfloué le Mexique et permis aux investisseurs privés de sortir de la crise avec un minimum de pertes. Depuis lors, et notamment pendant la crise des marchés émergents de 1997-1998, le partage du fardeau a été posé régulièrement comme la réponse à cet effet d'aléa moral : le coût d'une crise doit aussi être supporté par le secteur privé.

Ce principe est au cœur de la nouvelle stratégie de gestion des crises de paiements, testée actuellement sur l'Ukraine et qui repose sur une double conditionnalité : le pays signe d'abord un accord avec le FMI, qui lui donne un label de bonne gestion ; mais le déboursement du prêt est

conditionné par une restructuration de la dette commerciale (Club de Londres et porteurs de titres) qui garantit que les crédits du FMI ne serviront pas à financer le retrait des investisseurs privés. L'intervention publique unilatérale joue alors comme catalyseur ; elle bloque la panique éventuelle des investisseurs et facilite un ajustement ordonné de l'échéance de la dette, sans modifier sa valeur actualisée.

L'insolvabilité publique de l'Équateur est toutefois beaucoup plus redoutable, puisqu'il va falloir aussi réduire l'encours de la dette, c'est-à-dire partager des pertes entre les créanciers. Qui décidera du taux de réduction de la dette : le FMI, le marché, le créancier le plus engagé, le premier à signer un accord avec le pays ? Comment traiter le problème de la dette publique interne, jamais incluse dans les négociations financières internationales, mais qui, de fait, contribue bien à l'insolvabilité de l'État ? Mais, surtout, le secteur privé a un argument puissant lorsqu'il rappelle que les obligations *Brady* équatoriennes correspondent à une dette bancaire déjà coupée de 45% en 1994, selon le principe, hautement proclamé à l'époque, d'une réduction de dette "unique et définitive". Pourquoi, cette dette devrait-elle être réduite deux fois de suite, alors que les créances publiques ne l'ont jamais été ? Lors du lancement de la plupart des programmes *Brady*, dont celui de l'Équateur, les créanciers publics se sont en effet contentés d'apporter quelques nouveaux crédits. Et, sauf nouvelle jurisprudence, cette situation semble devoir se répéter. L'Équateur n'entre pas dans la catégorie des pays les plus pauvres, pouvant bénéficier d'une réduction de dette ; il n'est pas non plus question que le Club de Paris (qui rassemble les créanciers publics bilatéraux) lui accorde une réduction exceptionnelle, comme cela avait été le cas pour la Pologne et l'Égypte en 1990.

Dans les années quatre-vingt et jusqu'à ce jour, cette exceptionnalité des créances publiques était justifiée par les taux d'intérêt bas qu'elles portaient, ou bien parce que des crédits privés ne leur étaient pas substituables. Cette logique de subvention ou d'aide publique est plus difficile à défendre aujourd'hui dans le cas de l'Équateur. D'une part, entre 1990 et 1998, la somme des paiements d'intérêts et des amortissements nets sur la dette bilatérale et multilatérale (hors crédits du FMI) a représenté un transfert de ressources *vers l'étranger* légèrement supérieur à un milliard de dollars ; il a eu pour contrepartie un effort budgétaire de même ampleur, soit 0,8% du PIB en moyenne. D'autre part, la diminution de dette incluse dans le plan *Brady*, qui correspond à un transfert de richesses *vers le pays*, financé principalement par les actionnaires des banques commerciales, s'élève à un montant comparable (1,18 milliard). Certains pourraient

5. Voir : Groupe des dix et BRI, *The resolution of sovereign liquidity crisis*, Bâle, 1996 ; FMI, *Involving the private sector in forestalling and resolving financial crises*, Washington, 1999.

6. Voir notamment : Institute of International Finance, *Involving the private sector in the resolution of financial crises in emerging markets*, Washington, avril 1999 (www.iif.org) ; Emerging Markets Traders' Association, *Is burden-sharing being pushed too far?*, New York, septembre 1999 (www.emta.org/section6/index.html).

7. B. Eichengreen et A. Mody, "Would collective action clauses raise borrowing costs?" *NBER Working Paper* 7458, janvier 2000.

en conclure que, dans ce cas précis, le secteur privé a indirectement contribué au retrait financier du public⁸. En ce sens, le statut protégé des créances publiques, notamment celles du Club de Paris, affaiblit les procédures de resolvabilisation des États endettés mais aussi, indirectement, les appels au partage du fardeau.

■ Prêteur en dernier ressort et procédure de faillite

L'insolvabilité de l'Équateur soulève ainsi plusieurs questions importantes relatives à la nouvelle architecture financière internationale. Depuis la crise mexicaine, le débat international et les quelques réformes qui ont suivi ont été dominés par la gestion des situations d'illiquidité. Face à un risque systémique international, les organisations internationales et le G7 ont pris l'initiative de manière unilatérale et ont cherché à restaurer la stabilité des marchés, conçue comme un bien public. L'objectif de ces interventions et ce dualisme marqué entre acteurs privés et publics permettent de rapprocher l'action internationale de l'acteur public de celle du prêteur en dernier ressort national.

En revanche, la crise équatorienne rappelle que l'insolvabilité d'un emprunteur souverain ne peut pas être traitée par cette stratégie très "verticale". Ainsi, au niveau national, l'illiquidité de marché et l'insolvabilité privée sont gérées par des institutions absolument étrangères l'une à l'autre – la Banque centrale et la justice commerciale. L'insolvabilité met *de facto* tous les créanciers sur un même plan "horizontal", c'est-à-dire qu'elle les assoit autour de la table de négociation. Dans ce cadre hors-marché, ils doivent trouver une solution à la faillite qui soit économiquement efficace et respectueuse du statut juridique des diverses créances. À l'échelle internationale, une option serait donc de créer une procédure équivalente de faillite pour les États⁹ ; elle aurait pour fonction de "sortir du marché" les États insolubles, puis de les resolvabiliser et de leur rendre l'accès aux capitaux internationaux, après ajustement et restructuration. On peut douter cependant que, prise

d'une seule pièce, une telle proposition soit très praticable, ne serait-ce que pour des raisons politiques. Cela n'interdit pas de s'inspirer de la logique d'une procédure de faillite pour faire déjà en sorte que le statut des différentes créances ne fasse pas obstacle *a priori* à la coordination des créanciers. Un premier point serait de rendre plus aisée la renégociation des obligations internationales privées ; un autre serait de banaliser les réductions de créances du Club de Paris.

Faute d'une telle évolution, le risque est que l'accès régulier aux marchés se réduise à terme aux seuls pays "systémiquement importants", et bénéficiaires à ce titre de l'appui d'un prêteur en dernier ressort international. Ceci créerait des distorsions dangereuses. D'un côté, en cas d'insolvabilité, les pays de seconde zone seraient condamnés à de longues années de négociations obscures, dont le risque serait bien sûr pris en compte initialement par les investisseurs. De l'autre, dans le cas des pays "systémiquement importants", l'absence d'une procédure fiable de gestion de l'insolvabilité déstabiliserait toute forme de prêteur en dernier ressort international : on verrait réapparaître régulièrement des situations d'aléa moral massif. Ainsi, sur le plan intérieur, une banque centrale incapable d'exclure rapidement du marché des banques privées condamnées s'expose, face à une crise ouverte, à renflouer aveuglement les acteurs les plus puissants ou les plus corrupteurs ; on l'a vu à grande échelle en Thaïlande et en Indonésie, en 1997. Ceci vaut aussi, toutes choses égales par ailleurs, au niveau international. Un peu plus d'un an avant la crise équatorienne, en juillet 1998, 22 milliards de dollars ont été accordés à la Russie, jugée victime d'une crise de liquidité ; trois semaines plus tard, un défaut unilatéral sur la dette publique russe en roubles, largement portée par les investisseurs internationaux, a entraîné un choc de marché très important, des fuites massives de capitaux et un véritable pillage des réserves de change fraîchement reconstituées.

Jérôme Sgard
SGARD@CEPII.FR

8. Au début de mars 2000, les créanciers multilatéraux ont apporté 2 milliards de dollars à l'Équateur, sur 3 ans (dont 300 millions apportés par le FMI). On remarque que cette somme correspond au service anticipé de la dette bilatérale et multilatérale de 2002 (2,1 milliards), selon l'estimation de la Banque mondiale (Global Development Finance, 1999).

9. Voir notamment J. Sachs, "Do we need an international lender of last resort?", *Frank Graham Lecture*, Princeton University, avril 1995 ; ainsi que B. Cohen, "A global chapter 11", *Foreign Policy*, 75, 1989.

LA LETTRE DU CEPII

© CEPII, PARIS, 2000

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
Stéphanie Guichard

CONCEPTION GRAPHIQUE :
Pierre Dusser

REALISATION :
Annick Hutteau

DIFFUSION
La Documentation française.

ABONNEMENT (11 numéros)
France 301,74 F TTC (46 € TTC)
Europe 311,58 F TTC (47,50 € TTC)
DOM-TOM (HT, avion éco.)
308,30 F HT (47 € HT)
Autres pays (HT, avion éco.)
311,58 F HT (47,50 € HT)
Supl. avion rapide 5,25 F (0,80 €)

Adresser votre commande à :
La Documentation française,
124, rue Henri Barbusse
93308 Aubervilliers Cedex
Tél. : 01 48 39 56 00.

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

ISSN 0243-1947
CCP n° 1462 AD
1^{er} trimestre 2000
Mars 2000
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.