

Comment restructurer la dette

LE CERCLE. (par Hélène Rey) - En temps de crise, il est toujours utile de se tourner vers l'histoire économique pour éclairer le présent. Comme prévu, il est de plus en plus clair que nous nous dirigeons vers une restructuration de la dette grecque. Or nous avons appris beaucoup sur les processus de restructuration des dettes souveraines avec la crise de la dette en Amérique latine

Ces pays, fortement endettés à la suite d'un afflux de pétrodollars finançant une croissance rapide et une hausse massive de la consommation à faible coût, se sont vus dans l'incapacité de rembourser leur dette quand les taux d'intérêt mondiaux grimpèrent au début des années 1980. Dans un tel contexte, lorsque les taux augmentent rapidement, même si un pays s'engage dans des mesures d'austérité draconiennes pour augmenter ses recettes fiscales, il se peut très bien que le ratio dette sur produit intérieur brut augmente, conduisant à une dynamique explosive de la dette. Il en est ainsi car les réformes entreprises, normalement bénéfiques à long terme, mènent d'abord à une chute de la croissance économique, aggravant le problème du surendettement. C'est ce qui s'est passé au Mexique en 1982-1983, et ce qui se passe en Grèce en ce moment. La seule façon de sortir de cette spirale infernale, et de permettre au pays de croître, est de réduire le fardeau de la dette. Encore faut-il bien réfléchir au moyen d'y parvenir.

Quand un pays endetté ne peut pas rembourser, le prix de sa dette sur le marché secondaire plonge. Si une tierce personne prête de l'argent ou même donne purement et simplement des fonds à ce pays, cela peut simplement résulter en un transfert vers les créanciers, plutôt que de réduire le fardeau du pays endetté. Dans un article de 1988, Jeremy Bulow et Kenneth Rogoff décrivent l'expérience de la Bolivie. La dette bolivienne en 1986 valait 6 % de sa valeur nominale sur le marché secondaire. Utilisant des fonds donnés par l'Espagne, le Brésil et les Pays-Bas en particulier, la Bolivie racheta à très bas prix la moitié du stock de dette du pays (elle paya 34 millions de dollars pour racheter 308 millions de sa dette en valeur nominale). Après ce rachat, le prix de la dette bolivienne doubla presque (elle passa à 11 % de sa valeur nominale), si bien que la valeur de la dette restante de la Bolivie ne diminua pas ou très peu : le fardeau de la dette ne s'était pas allégé pour la Bolivie malgré l'aide importante de la communauté internationale. Les principaux bénéficiaires de l'aide furent bien les créanciers. Plus près de nous (et bien que le mécanisme soit différent), Peter Allen, Barry Eichengreen et Gary Evans, experts de la crise de la dette de l'Amérique latine, ont montré que le plan du 21 juillet, qui impliquait prétendument une aide du secteur privé pour alléger la dette de la Grèce, n'a en fait quasiment pas allégé le fardeau du pays.

Pour qu'un pays endetté bénéficie vraiment d'une réduction de sa dette, tous ses créanciers doivent accepter des concessions substantielles, par exemple sur le taux d'intérêt. Il s'agit d'éviter en particulier que certains groupes de créanciers refusent d'échanger leurs créances, prévoyant que si d'autres prêteurs acceptent d'alléger le fardeau du pays, la dette qu'ils

détiennent aura une valeur plus élevée. C'est un problème classique de passager clandestin : si les autres créanciers font un effort et que je ne le fais pas, j'en bénéficie.

Il est néanmoins possible d'éviter ces écueils et de faire des restructurations qui allègent vraiment la dette des pays en leur permettant de croître et améliorent la situation des créanciers par rapport à un statu quo calamiteux. Le plan Brady, qui a mis fin à la crise de la dette en Amérique latine, est un bon exemple de succès en la matière. Comme le montre l'économiste Sweder van Wijnbergen dans le cas du Mexique, le plan Brady a réussi à coordonner une réduction réelle de la dette mexicaine (entre 20 % et 30 %) face à environ 600 créanciers représentés par quinze banques lors des négociations. Il ne faut donc pas perdre espoir...