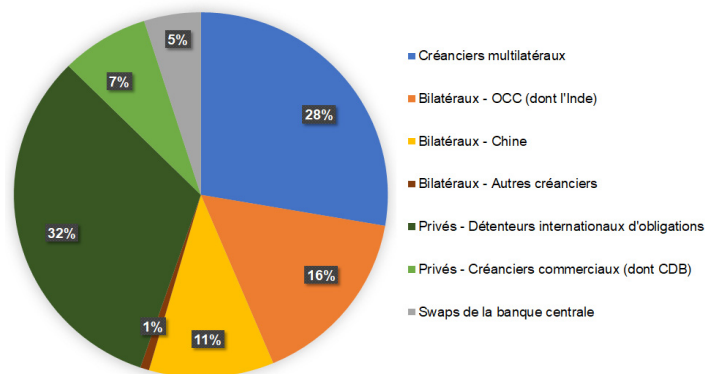


Coordonner des créanciers fragmentés pour restructurer la dette souveraine : le cas du Sri Lanka

Agathe MADELINE, Caroline MILLER

- Le Sri Lanka a déclaré un défaut sur sa dette externe le 12 avril 2022, la crise Covid ayant aggravé une situation d'endettement déjà porteuse de risques. La dégradation de la situation économique a conduit le Sri Lanka à négocier un accord avec le FMI pour une Facilité élargie de crédit de 2,9 milliards de dollars (Md USD) sur 2023-2027 en soutien à un programme de réformes.
- Le G20 et le Club de Paris ont adopté en sortie de crise Covid un Cadre commun pour coordonner les restructurations de dette des pays à faibles revenus, mais le Sri Lanka – pays à revenu intermédiaire au moment du défaut – n'y était pas éligible. Néanmoins, les canaux de coordination établis en Cadre commun ont permis de former un comité ad hoc co-présidé par la France, l'Inde et le Japon et regroupant les créanciers du Club de Paris, l'Inde et la Hongrie, représentant 16 % du stock de dette externe. En parallèle, une coordination « souple » a été mise en place avec la Chine, qui détenait 11 % du stock de dette externe.
- Les créanciers obligataires, représentant 32 % des créanciers externes, ont restructuré leurs titres en introduisant un instrument financier innovant indexé à la croissance du PIB du Sri Lanka, les *macro-linked bonds*. Ce traitement de dette contingent a rendu plus complexe l'évaluation par les créanciers publics de l'atteinte d'un effort des créanciers privés au moins aussi important que celui des créanciers officiels (« comparabilité de traitement »).
- L'expérience du Sri Lanka démontre la possibilité d'une coordination avec la Chine en dehors du Cadre commun pour avancer en parallèle sur le traitement de la dette et ne pas retarder l'avancée du programme soutenu par le FMI. Avec les créanciers obligataires, des échanges précoces et réguliers ont également permis de converger rapidement vers des traitements de dette respectant à la fois les cibles du programme FMI et le principe de comparabilité de traitement.

Composition du stock de la dette publique externe du Sri Lanka à fin 2022



Source : DG Trésor, données FMI (mars 2023).

1. Le Sri Lanka s'est déclaré en défaut de paiement sur sa dette externe en avril 2022

1.1 La situation économique et budgétaire du Sri Lanka s'est rapidement dégradée avec le choc du Covid en 2020, aggravant des fragilités accumulées depuis 2010

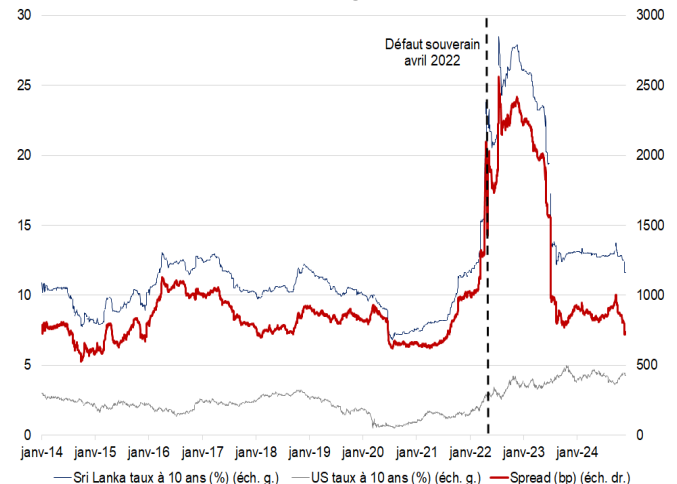
Le Sri Lanka souffrait de longue date de fondamentaux macroéconomiques fragiles en raison de déficits jumeaux structurels. D'une part, le déficit public chronique était aggravé depuis 2010 par la mauvaise gestion des finances publiques, alimentant une dette publique élevée avec un recours massif aux emprunts externes auprès de créanciers bilatéraux, des marchés financiers et *via* des prêts syndiqués internationaux aux taux d'intérêts élevés. D'autre part, le compte courant était en déficit structurel compte tenu de la faiblesse des exportations du Sri Lanka, reflétant une économie peu diversifiée concentrée sur le textile, l'agriculture et le thé.

La situation économique et budgétaire s'est nettement dégradée à partir de 2019 : aux chocs externes (sécheresse en 2017, pandémie en 2020) se sont ajoutés des facteurs internes déstabilisants (crise politique en 2018, attentats de 2019). La réduction substantielle d'impôts à fort rendement (TVA, impôt sur le revenu) fin 2019, alors que les recettes fiscales ne représentaient que 12,6 % du PIB en 2019, a également aggravé la situation, engendrant des pertes de recettes supérieures à 2 % du PIB selon le FMI¹.

Le service de la dette a doublé entre 2018 et 2019, avec une charge d'intérêts de l'État sri lankais parmi les plus élevées du monde en 2019, à hauteur de 6,5 % du PIB et absorbant ainsi près de la moitié des recettes du gouvernement². Avec le choc du Covid en 2020, les deux principales sources d'entrées de devises que sont le tourisme et les transferts de fonds ont diminué de 86 % et 18 % respectivement en 2021 par rapport au niveau pré-pandémie. Ce choc a contribué à la perte d'accès aux marchés internationaux pour le Sri Lanka, avec une décote de 30 % sur les obligations déjà en circulation.

Le Sri Lanka a tardé à procéder à l'ajustement nécessaire face à une dynamique d'endettement excessive. Il a continué à puiser dans ses réserves, qui sont passées de 7,6 Md USD fin 2019 à 3,1 Md USD fin 2021, pour honorer ses échéances et a recouru à la monétisation de son déficit budgétaire. La trajectoire de la dette est ainsi devenue de plus en plus insoutenable, passant de 76 % du PIB en 2015 à 87 % en 2019, puis 147 % en 2022. Dans l'incapacité de faire face aux obligations de paiement, les autorités sri-lankaises ont déclaré officiellement le défaut sur leur dette externe en avril 2022.

Graphique 1 : Écart de taux des obligations émises par le Sri Lanka par rapport aux obligations du Trésor américain



Source : DG Trésor, données Bloomberg.

1.2 Le Sri Lanka s'est endetté auprès d'un large ensemble de créanciers externes et domestiques

L'augmentation des financements non-concessionnels chinois et privés est une tendance générale dans les pays à faible revenu ou à revenu intermédiaire depuis deux décennies³. Le Sri Lanka ne fait pas exception, puisqu'il a eu recours massivement à ce type d'emprunts depuis 2010. La part de dette non-concessionnelle est ainsi passée de 15 % de la dette publique en 2008 à 55 % en 2022. Les investissements de la Chine au Sri Lanka s'inscrivent dans une stratégie

- (1) À noter également l'interdiction des engrais chimiques conduisant à la baisse de la production agricole et à des pénuries alimentaires, et la fixation d'un taux de change artificiellement surévalué.
- (2) La hausse du service de la dette est principalement due d'une part à la hausse de l'endettement externe associée à une augmentation des taux d'intérêt, et d'autre part à la maîtrise de l'inflation depuis 2009 entraînant une hausse des taux d'intérêt réels sur la dette domestique (article IV FMI, mars 2022).
- (3) La part des bailleurs privés a augmenté de 29 % à 43 % entre 2009 et 2014. Les financements souverains chinois sont passés de 3,6 Md USD par an en 2000 à un pic de 77 Md USD par an en 2017. Source : Malik *et al.* (2021), "Banking on the Belt and Road: Insights from a new global dataset of 13,427 Chinese development projects", AIDDATA, A Research Lab at William & Mary.

de développement régional à travers les nouvelles routes de la soie. Le gouvernement de M. Rajapaksa (2005-2014) a de son côté utilisé ces investissements chinois pour soutenir sa stratégie d'attractivité, axée sur les infrastructures publiques destinées à attirer les investissements étrangers.

En parallèle, le Sri Lanka, comme de nombreux autres pays, a augmenté le financement domestique⁴ de sa dette. Au moment du tarissement des financements internationaux en 2020, le Sri Lanka s'est tourné vers les marchés domestiques pour lever une dette plus coûteuse, alors même que le secteur financier était fortement exposé au risque souverain (40 % du total des actifs bancaires en 2021). La dette domestique représentait ainsi 50 % de la dette publique totale fin 2022.

La dette sri-lankaise au moment du défaut était donc très diversifiée, en termes de devises, de statut juridique (droit local ou étranger) et de détenteurs

(banques locales, marchés internationaux, banques internationales et prêteurs souverains). La dette publique bilatérale (28 % de la dette externe à fin 2022) était détenue à la fois par des créanciers du Club de Paris⁵ (12 %), le Japon étant le créancier majoritaire, et par des créanciers non membres du Club, dont la Chine *via* l'Exim Bank (11 %) et l'Inde (4 %). D'autres créanciers bilatéraux officiels (Arabie Saoudite, Hongrie, Iran, Kuwait, Pakistan) avaient également octroyé des prêts au Sri Lanka mais pour des montants faibles. La dette des créanciers multilatéraux du Sri Lanka représentait ensuite 28 % de la dette externe⁶. Au sein des créanciers privés, le groupe majoritaire était les détenteurs d'obligations souveraines internationales (32 % de la dette externe à fin 2022), suivi de la China Development Bank (7 %), dont le statut est hybride⁷. S'ajoutaient à ce paysage complexe des banques sri-lankaises détentrices d'obligations émises en dollars.

Encadré 1 : La restructuration de la dette domestique du Sri Lanka

Après avoir mené une analyse des coûts, risques et bénéfices avec l'aide du FMI, le Sri Lanka a choisi de restructurer sa dette domestique afin de contribuer à restaurer la viabilité de la dette publique.

La restructuration de la dette domestique en parallèle de la restructuration de la dette externe n'est pas toujours nécessaire. Elle relève d'une décision politique appartenant au pays souverain, puisqu'il s'agit de dette émise en droit local. Une restructuration domestique peut s'avérer nécessaire pour réduire les besoins de financement bruts et assurer le retour à la viabilité de la dette, comme cela a été le cas pour le Sri Lanka, mais elle est également susceptible d'activer une boucle de rétroaction négative entre les risques souverain et bancaire. Elle peut en effet avoir des effets contreproductifs sur la situation macroéconomique en affectant les institutions financières locales (banques, fonds de pensions), réduisant ainsi leur capacité à financer l'économie locale et pesant sur la croissance. Les difficultés de financement accrues entraînées par une restructuration de dette locale, alors que le coût de la restructuration est porté par les épargnants, peuvent en accroître le coût politique. *In fine*, une restructuration de la dette domestique est un enjeu politique de partage des pertes entre agents du pays (épargnants, déposants, banques commerciales, contribuables), différente par nature d'une restructuration de la dette externe où le coût est porté par les non-résidents.

La restructuration de la dette domestique du Sri Lanka, mise en œuvre entre juillet et septembre 2023, a contribué à l'atteinte des cibles de viabilité de la dette définies par le FMI en réduisant les besoins de financement bruts de l'État de 1,6 point de PIB par an en moyenne entre 2027 et 2032. La restructuration inclut des titres de court terme (T-Bills) et avances consenties à l'État détenus par la Banque centrale, des obligations du Trésor (T-Bonds) détenues par les fonds de pension, ainsi que des *Sri Lanka Development Bonds* et autres prêts en devises accordés à l'État et détenus par les banques. L'impact sur les fonds de pension a suscité la contestation de l'opposition.

(4) Selon le FMI, la part de dette domestique est passée de 31 % à 49 % de la dette publique totale au cours des deux dernières décennies pour les pays à faible revenu (FMI, *Macroeconomic Development and Prospects for Low-Income Countries* – 2024).

(5) Le *Club de Paris* regroupe des créanciers publics souverains pour traiter les problèmes de pays endettés.

(6) Principalement *via* la banque asiatique de développement, la Banque mondiale et le FMI. Le Club de Paris reconnaît un statut de créancier privilégié à ces prêteurs qui interviennent à taux très concessionnels (et pèsent donc peu sur le service de la dette) ou en dons, y compris dans les périodes difficiles pour le pays.

(7) De par son caractère hybride de *policy bank*, la CDB peut octroyer des financements à la demande des autorités chinoises.

2. Le comité des créanciers publics bilatéraux a mis en place une coordination souple avec la Chine afin de faciliter la restructuration de la dette du Sri Lanka

2.1 Les principaux créanciers bilatéraux du Sri Lanka, sauf la Chine, ont formé un comité original autour du Club de Paris

Pour tout pays dont la dette n'est pas viable, l'approbation d'un programme FMI en Conseil d'administration est conditionnée à un engagement des créanciers bilatéraux à octroyer un traitement de la dette compatible avec les cibles du programme FMI, c'est-à-dire permettant, avec les efforts attendus des autres créanciers, de restaurer la viabilité de la dette à moyen-terme. Il s'agit de la procédure des « assurances de financement »⁸, qui a permis en mars 2023 l'approbation d'un programme FMI sur quatre ans d'un montant de 2,9 Md USD pour le Sri Lanka.

Pour les pays à faible revenu éligibles au Cadre commun⁹ adopté par le G20 avec le soutien du Club de Paris, le mode de coordination est établi : les créanciers bilatéraux membres du Club de Paris et ceux du G20 non membres du Club de Paris (soit principalement Arabie Saoudite, Chine, Inde et Turquie) se regroupent dans un comité pour traiter de manière coordonnée les dettes des pays qui en font la demande, en cohérence avec les paramètres du programme soutenu par le FMI.

Le Sri Lanka n'était pas éligible au Cadre commun au moment du défaut, puisqu'il était un pays à revenu intermédiaire. Le Club de Paris a ainsi proposé une forme de coordination originale. L'Inde ne fait pas partie du Club de Paris mais, grâce à l'expérience de coordination acquise lors des traitements de la dette du Tchad ou de la Zambie, elle a accepté la proposition de constituer un comité de créanciers co-présidé par la France (présidente du Club de Paris), le Japon et l'Inde. Ces trois créanciers représentaient en effet l'exposition la plus importante au Sri Lanka en parallèle de la Chine. La Chine a préféré ne pas rejoindre ce comité, car elle ne souhaite pas élargir le périmètre du

Cadre commun au-delà des pays à faible revenu. Le comité a octroyé un traitement du stock de la dette¹⁰, consistant en un rééchelonnement l'ensemble des paiements avec un allongement de la maturité des créances et une période de grâce¹¹, ainsi qu'une réduction du taux d'intérêt. Les créanciers ont ainsi enregistré une perte en valeur actualisée nette mais pas de perte en nominal.

2.2 Le comité de créanciers du Sri Lanka a coordonné son travail avec China Exim Bank et a assuré la comparabilité de traitement avec les créanciers publics non membres du comité

Afin d'encourager la coordination entre prêteurs, une coordination « souple » a été proposée à la Chine, facilitée par la relation de travail établie entre le Club de Paris et la Chine dans le Cadre commun : le comité l'a invitée à assister à ses réunions en qualité de membre observateur et a partagé ses analyses et son projet de traitement de dette, jugeant que les deux parties convergeraient ensuite plus rapidement. Ces échanges ont aidé à parvenir à deux accords distincts mais aux termes financiers très comparables, entre la Chine et le Sri Lanka d'une part, et entre le comité des créanciers officiels et le Sri Lanka d'autre part, signés en parallèle du Forum de Paris du 26 juin 2024.

Cette coordination souple était spécifique à l'Exim Bank, institution chinoise de prêts publics, car les entités prêteuses chinoises classées comme prêteurs privés négocient chacune séparément les termes de leur traitement. Ainsi, la China Development Bank a ensuite négocié avec le Sri Lanka un traitement de dette indépendamment de la coordination avec le comité de créanciers et la China Exim Bank. Le comité de créanciers s'est assuré du respect du principe de comparabilité de traitement avec la China Development

(8) Les pays créanciers qui ne s'y engagent pas sont en général minoritaires ou doivent consentir à rester en arriérés auprès du pays débiteur, selon la doctrine du FMI, *Lending into Official Arrears*. Cf. *Guidance note on the financing assurances and sovereign arrears policies and the Fund's role in debt restructuring*, FMI, nov. 2024.

(9) Le Cadre commun pour les traitements de dette au-delà de l'Initiative de suspension du service de la dette (ISSD), ou « Cadre commun », est un mécanisme unique conçu pour fournir aux pays à faible revenu des traitements de dettes coordonnées et mobilisant un large éventail de créanciers. Créé en 2020 sous la présidence saoudienne du G20 et approuvé par le Club de Paris, ce cadre vise à fournir des traitements de dette aux pays éligibles à l'ISSD mise en place pendant la pandémie de Covid-19.

(10) Contrairement aux traitements de flux qui couvrent un besoin de financement identifié par le FMI dans le cadre de ses programmes, le traitement de stock ne s'applique pas seulement aux paiements dus sur une période donnée mais à l'ensemble du stock de dette.

(11) Permettant de libérer de l'espace budgétaire pendant les prochaines années afin de financer le programme FMI.

Bank, comme pour l'ensemble des autres créanciers externes¹².

Enfin, il n'y a pas eu de coordination spécifique avec les autres créanciers bilatéraux minoritaires (Arabie

Saoudite, Iran, Koweït, Pakistan) : ces pays négocient un traitement en parallèle avec le Sri Lanka, qui doit être au moins aussi favorable au Sri Lanka que l'effort du comité.

3. L'introduction de nouveaux instruments financiers par les créanciers privés a complexifié la coordination avec les créanciers publics

3.1 Le comité de créanciers a eu des échanges réguliers avec les créanciers obligataires

La pratique historique de négociation d'un pays débiteur avec ses créanciers externes est de rechercher d'abord un accord avec les créanciers publics, laissant ainsi le champ à un éventail d'efforts possibles que les créanciers privés devront fournir dans un second temps pour respecter les cibles d'endettement définies par le programme FMI. Les créanciers privés peuvent intervenir en premier mais avec le risque de devoir réajuster leur effort à la hausse dans le cas où le traitement octroyé par les créanciers souverains soit *in fine* plus favorable au pays débiteur.

En fixant des conditions minimales pour les accords avec les autres créanciers externes, le principe de comparabilité de traitement permet au comité de créanciers publics d'avancer en premier, reflétant son statut particulier dans les politiques du FMI : le FMI demande de leur part des assurances de financement et des avancées régulières, tandis que vis-à-vis des autres créanciers la poursuite de négociations de bonne foi suffit. Cela permet d'atténuer le risque d'aléa moral, en réduisant l'incitation pour chaque groupe de

créanciers à attendre que d'autres créanciers portent seuls le coût de la restructuration de la dette du pays débiteur. L'exigence de comparabilité aide également le pays débiteur dans ses négociations avec les autres créanciers en fixant une référence de l'effort attendu de ces derniers. Enfin, ce principe joue un rôle essentiel dans l'amélioration de la situation financière du pays débiteur en s'assurant que les traitements de dette pris dans leur ensemble assurent un niveau d'endettement viable, conforme aux paramètres du programme FMI.

Plus récemment, les négociations menées par le débiteur avec ses créanciers publics et avec ses créanciers obligataires tendent à devenir parallèles, nécessitant un dialogue étroit et un partage d'informations afin d'assurer le respect de la comparabilité de traitement¹³. C'est ce qui a été fait dans le cas du Sri Lanka, avec la mise en place d'échanges réguliers entre les représentants du comité des créanciers obligataires et le comité des créanciers publics. Ces discussions ont permis aux créanciers obligataires de proposer un instrument financier innovant compatible avec la comparabilité de traitement telle qu'évaluée par le comité des créanciers officiels (*cf. infra*).

Encadré 2 : La réticence d'un créancier privé à restructurer la dette a menacé le processus de coordination

La participation du plus grand nombre de créanciers obligataires est cruciale pour restaurer la viabilité de la dette du pays débiteur. Toutefois, certains créanciers récalcitrants^a recourent au contentieux pour exiger les remboursements sans décote que le pays n'est justement plus capable d'effectuer, *a fortiori* vis-à-vis de ses autres créanciers, dont la dette serait juniorisée. Ces créanciers « procéduriers » s'appuient sur les clauses des contrats entre pays débiteurs et ses créanciers, relevant souvent du droit de l'État de New York ou le droit anglais.

a. Le cas le plus connu étant les créanciers dits « procéduriers » de l'Argentine connus sous le nom de « fonds vautours », *cf.* Cailloux G. (2014), « L'Argentine, les vautours et la dette », *Trésor-Éco*, n° 136.

(12) La comparabilité de traitement est un principe fondamental sous-jacent aux traitements de dette du Club de Paris. Selon ce principe, un pays débiteur qui signe un accord avec les créanciers du Club de Paris doit obtenir de ses autres créanciers publics bilatéraux ou privés des termes de traitement au moins aussi favorables pour lui que ceux concédés par le Club de Paris.

(13) *Cf.* Ci-dessus, les trois critères de comparabilité de traitement, détaillés sur le [site du Club de Paris](#), sont : (i) l'effort en service de la dette nominale sur la période du programme ; (ii) l'effort en durée et (iii) l'effort en valeur actualisée nette.

Durant les négociations sur la dette externe du Sri Lanka, la *Hamilton Reserve Bank* (HRB) fut le seul créancier obligataire à poursuivre en justice les autorités sri-lankaises pour le remboursement en principal de 250 M USD d'obligations souveraines en défaut depuis 2022. Des dispositions contractuelles protectrices pour le pays débiteur, les clauses d'action collectives (CAC) se sont en effet généralisées depuis une décennie, limitant ce type de situation. Mais elles ne couvrent pas encore la totalité des titres émis par le Sri Lanka, permettant ainsi à HRB de mener son action contentieuse^b.

Une décision du tribunal de première instance de New York en faveur de HRB sur le fond pour rupture abusive de contrat aurait pu fragiliser les négociations avec le reste des créanciers obligataires et ainsi mettre en péril l'équilibre général du processus des traitements de dette. Pour éviter cela, et à l'initiative de la France et du Royaume-Uni, plusieurs membres du comité des créanciers publics pour le Sri Lanka, membres du Club de Paris, ont donc décidé de soutenir la requête de suspension de jugement des autorités sri-lankaises, ainsi que ses deux prolongations, respectivement en juillet 2023, février 2024 et août 2024, par un *amicus curiae*. En parallèle, l'ensemble des créanciers obligataires autres que HRB sont restés solidaires du comité de créanciers (*Steering Committee*) qu'ils avaient rejoints et ont conclu un accord avec le Sri Lanka en octobre 2024.

Ces actions des créanciers officiels et des créanciers obligataires ont donc permis à ce stade d'isoler l'unique créancier non coopératif, pour lequel une décision doit encore être rendue par le tribunal de New York.

b. Il s'agit de dispositions insérées dans la documentation juridique des titres obligataires permettant à une majorité qualifiée de détenteurs de modifier les paramètres mêmes de l'obligation, notamment sa valeur faciale, son taux d'intérêt ou son profil de remboursement – c'est-à-dire qu'une majorité peut imposer une restructuration aux autres détenteurs même s'ils n'y consentent pas. Un créancier récalcitrant peut cependant en théorie s'en exclure s'il contrôle une minorité de blocage suffisante.

3.2 Les créanciers obligataires ont restructuré la dette en intégrant un instrument financier contingent innovant, les *macro-linked bonds* (MLB)

Les *macro-linked bonds* sont une forme d'instrument de dette contingent, qui avait déjà été utilisé dans plusieurs cas de restructuration pour faciliter les négociations entre les créanciers et le débiteur. Cet instrument est pertinent lorsque les capacités de remboursement du pays débiteur pouvaient évoluer fortement dans le futur (par exemple dans le cas de la Zambie, proche du seuil FMI définissant une capacité à porter la dette faible ou moyenne) ou lorsqu'un élément externe identifiable en amont était susceptible de modifier substantiellement les perspectives de croissance (par exemple dans le cas du Suriname avec une incertitude au moment de la restructuration quant à la décision ou non d'exploiter les ressources énergétiques avec des conséquences importantes sur les recettes publiques). Dans le cas de la Zambie (2023) et du Suriname (2023), les deux groupes de créanciers (obligataires et publics) ont choisi d'introduire une variable contingente car le facteur d'incertitude était consensuel et bien identifié.

Ces instruments permettent d'accroître le service de la dette en cas d'amélioration de la situation économique

du pays débiteur. Ils peuvent ainsi faciliter les négociations avec les créanciers obligataires lorsque ces derniers sont plus optimistes que le FMI sur les perspectives futures du pays débiteur. C'est ce qui s'est produit pour le Sri Lanka : le MLB proposé par les créanciers obligataires reposait sur une divergence d'appréciation des prévisions macroéconomiques entre eux et le FMI. Les créanciers publics ont en revanche choisi de conserver un traitement « classique », en l'absence de facteur externe objectif justifiant un traitement plus complexe.

L'originalité des MLB proposés dans le cas de la restructuration du Sri Lanka réside dans leur caractère « symétrique » car ils protègent également le pays débiteur en cas de dégradation de la croissance du PIB par rapport aux projections du FMI, en réduisant automatiquement les remboursements futurs du Sri Lanka à ses créanciers. Les MLB permettent en effet d'ajuster le coupon et le profil d'amortissement à partir de 2028 (à la fin du programme FMI) à la hausse ou à la baisse, en fonction de la performance moyenne du PIB nominal sur la période 2025-2027 et de la performance du PIB réel cumulé sur 2024-2027 (cf. Tableau 1). La symétrie de l'instrument était nécessaire pour assurer la comparabilité de traitement, les créanciers officiels ayant négocié un traitement simple fondé sur le scénario central du FMI.

Tableau 1 : Seuils de déclenchement des ajustements du service de la dette des *macro-linked bonds*

Scénario MLB	PIB nominal moyen, 2025-2027		PIB réel cumulé, 2025-2027	
	PIB nominal (moy. 2025-2027, MdUSD)	PIB nominal en % par rapport au seuil de référence FMI	Croissance cumulée supérieure à 11,5 %	Croissance cumulée inférieure à 11,5 %
Seuil supérieur 1	107	+21 %	Activation	Pas d'activation
Seuil supérieur 2	99,0	+12 %	Activation	Pas d'activation
Seuil supérieur 3	94,0	+6 %	Activation	Pas d'activation
Seuil de référence du FMI	88,6	–	–	–
Seuil inférieur 1	86,7	–2,0 %	Pas d'activation	Activation
Seuil inférieur 2	84,7	–4,0 %	Pas d'activation	Activation

Source : Annonce d'un accord de principe entre le Sri Lanka et les créanciers obligataires, Septembre 2024, London Stock Exchange.

3.3 Ces instruments ont rendu plus complexe l'évaluation de la compatibilité de l'effort des créanciers obligataires avec les paramètres du FMI et avec le principe de comparabilité de traitement

Lorsque les créanciers obligataires et publics négocient avec le pays débiteur le même type de traitement contingent, la comparabilité de traitement est simple à évaluer : l'effort des créanciers obligataires doit être au moins aussi favorable aux pays débiteurs pour chacun des scénarios contingents.

Dans le cas du Sri Lanka, l'introduction des MLB a rendu cette évaluation plus complexe, le comité des créanciers publics n'ayant pas négocié d'instrument contingent. Le FMI a développé une méthodologie pour assurer que les traitements de dette respectent les seuils de viabilité de la dette, le conduisant à définir des probabilités de réalisation des différents scénarios retenus dans l'instrument contingent des créanciers obligataires. De son côté, le comité des créanciers publics a également adapté sa manière d'évaluer la comparabilité de traitement, acceptant que les créanciers obligataires réduisent leur effort en cas de situation plus favorable dès lors qu'ils couvrent également le risque en cas de situation macroéconomique dégradée.

L'analyse de la comparabilité de traitement a conduit à définir les principes suivants : (i) tous les scénarios du traitement contingent des créanciers obligataires doivent être connus *ex ante* (plafond et plancher sur le service de la dette future) afin de réduire l'incertitude pour les parties prenantes ; (ii) le principe de comparabilité de traitement doit être respecté dans le scénario central du FMI, scénario de référence pour le vote du programme en Conseil d'administration, et aussi en « moyenne pondérée » (*i.e.* sur la base des

flux futurs moyens de tous les scénarios futurs, pondérée par la probabilité de matérialisation de chaque scénario calculée par le FMI – en cela, le FMI a aussi montré de l'agilité pour adapter sa méthodologie). En conséquence de ces principes, le MLB doit présenter une symétrie raisonnable de l'effort entre le scénario haussier et le scénario dégradé, afin que la couverture du risque ne soit pas défavorable au pays débiteur.

À cela s'ajoute un critère d'acceptabilité politique : l'effort des créanciers obligataires dans le scénario haussier doit être raisonnable par rapport à leur effort dans le scénario central. Si le scénario le plus optimiste se matérialisait d'ici quelques années, les créanciers publics, dont la France, rencontreraient des difficultés d'ordre politique pour justifier l'effort très réduit du secteur privé par rapport à celui des créanciers publics, c'est-à-dire des contribuables.

Cette méthodologie retenue dans le cas du Sri Lanka sera une référence utile pour d'autres cas similaires, la méthodologie pouvant évoluer au cas par cas, par consensus au sein du Club de Paris et des comités de créanciers.

Le premier accord de principe obtenu en juillet 2024 entre les créanciers obligataires et les autorités du Sri Lanka (*Joint Working Framework*) ne respectait ni l'évaluation de la comparabilité de traitement du comité de créanciers officiels, ni la compatibilité avec l'analyse de viabilité de la dette du FMI, retardant l'obtention d'un accord final pour la restructuration des créanciers obligataires. Une coopération étroite au cours de l'été 2024 des autorités sri-lankaises et des créanciers obligataires avec le comité de créanciers d'une part, et avec le FMI d'autre part, a permis de parvenir à un nouvel accord compatible avec la comparabilité de traitement et l'analyse de viabilité de la dette du FMI.

L'expérience du Sri Lanka démontre l'importance de mettre en place des échanges précoces et réguliers du comité de créanciers avec les créanciers obligataires et les autres créanciers externes en coordination avec le

pays débiteur. Le comité doit en particulier être transparent sur la manière dont il évaluera la comparabilité de traitement.

4. Conclusion

Le cas du Sri Lanka illustre l'intérêt d'élargir la coordination permise par le Cadre commun au-delà des pays à faible revenu. La participation de l'Inde, non-membre du Club de Paris, en tant que co-présidente du comité de créanciers officiels, et la coordination souple avec la Chine démontre qu'il est possible de mettre en place des structures de coordination plus larges. Étendre le Cadre commun aux pays à revenu intermédiaire permettrait de généraliser cette approche.

Les échanges précoces et réguliers entre créanciers officiels et privés concernant l'évaluation de la comparabilité de traitement doivent être renforcés. Cela permet de converger rapidement vers des traitements permettant de restaurer la viabilité de la dette tout en assurant que les efforts des créanciers privés sont au moins comparables à ceux des créanciers officiels.

L'expérience du Sri Lanka a également ouvert de nouvelles perspectives concernant le recours aux instruments contingents dans les traitements de dette. Les échanges entre les différents créanciers sur ces instruments ont montré que la majorité des acteurs privilégient des traitements de dette « simples » dans la mesure du possible, mais que des traitements contingents pouvaient faciliter les restructurations en cas d'incertitude ou de désaccord sur la capacité de remboursement futur du pays débiteur. Pour aller plus loin, les créanciers privés pourraient proposer des principes généraux concernant le recours à ces instruments, par exemple par le biais de l'*Institute of International Finance*. Les créanciers publics pourraient quant à eux consolider un papier de référence à usage interne afin de faciliter une approche coordonnée.

Éditeur :

Ministère de l'Économie,
des Finances
et de la Souveraineté
industrielle et numérique
Direction générale du Trésor
139, rue de Bercy
75575 Paris CEDEX 12

Directeur de la Publication :

Dorothee Rouzet
tresor-eco@dgtresor.gouv.fr

Mise en page :

Maryse Dos Santos
ISSN 1777-8050
eISSN 2417-9620

Derniers numéros parus

Juin 2025

N° 365 Les trajectoires salariales des salariés rémunérés au voisinage du Smic
Rania Benyamina, Chloé Stutzmann

Mai 2025

N° 364 La gouvernance du FMI et la 16^{ème} revue de ses quotes-parts

Thibaut Houriez, Jeanne Louffar, Philippe Wen

N° 363 Le partage de la richesse produite en France entre le travail et le capital

Charles Gendre, Yann Thommen

<https://www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/tags/Tresor-Eco>



Direction générale du Trésor



@DGTresor

Pour s'abonner à *Trésor-Éco* : bit.ly/Trésor-Eco

Ce document a été élaboré sous la responsabilité de la direction générale du Trésor et ne reflète pas nécessairement la position du ministère de l'Économie, des Finances et de la Souveraineté industrielle et numérique.