

UNIVERSITE DU SUD, TOULON-VAR  
ECOLE DOCTORALE N° 509  
FACULTE DES SCIENCES ECONOMIQUES ET DE GESTION  
LABORATOIRE D'ECONOMIE APPLIQUEE AU DEVELOPPEMENT  
(LEAD EA 3163)

**GESTION DES CRISES DE DETTE SOUVERAINE :  
VERS UNE REVISION DES SEUILS DE VOTE  
DES CLAUSES D' ACTIONS COLLECTIVES**

**BENEDICTE SERBINI**

Thèse pour le Doctorat de Sciences économiques  
Soutenue et présentée publiquement le  
22 octobre 2010

*Directeur de recherche :*

PHILIPPE GILLES                      Professeur à l'Université du Sud, Toulon-Var

*Jury :*

CATHERINE LUBOCHINSKY    Professeur à l'Université Paris II, Assas  
(Rapporteur)

PIERRE JACQUET                      Professeur à l'Ecole Nationale des Ponts et  
Chaussées (Suffragant)

PHILIPPE GILLES                      Professeur à l'Université du Sud, Toulon-Var  
(Directeur de recherche)

MICHEL BOUTILLIER                      Professeur à l'Université Paris X, Nanterre  
(Rapporteur)

SAMI MOULEY                      Professeur à l'Université de Tunis et Banque  
centrale de Tunisie (Suffragant)

UNIVERSITE DU SUD, TOULON-VAR  
ECOLE DOCTORALE N° 509  
FACULTE DES SCIENCES ECONOMIQUES ET DE GESTION  
LABORATOIRE D'ECONOMIE APPLIQUEE AU DEVELOPPEMENT  
(LEAD EA 3163)

**GESTION DES CRISES DE DETTE SOUVERAINE :  
VERS UNE REVISION DES SEUILS DE VOTE  
DES CLAUSES D' ACTIONS COLLECTIVES**

**BENEDICTE SERBINI**

Thèse pour le Doctorat de Sciences économiques  
Soutenue et présentée publiquement le  
22 octobre 2010

*Directeur de recherche :*

PHILIPPE GILLES                      Professeur à l'Université du Sud, Toulon-Var

*Jury :*

CATHERINE LUBOCHINSKY      Professeur à l'Université Paris II, Assas  
(Rapporteur)

PIERRE JACQUET                      Professeur à l'Ecole Nationale des Ponts et  
Chaussées (Suffragant)

PHILIPPE GILLES                      Professeur à l'Université du Sud, Toulon-Var  
(Directeur de recherche)

MICHEL BOUTILLIER                  Professeur à l'Université Paris X, Nanterre  
(Rapporteur)

SAMI MOULEY                          Professeur à l'Université de Tunis et Banque  
centrale de Tunisie (Suffragant)

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses : ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

## REMERCIEMENTS

Je remercie, en premier lieu, le Professeur Philippe Gilles, pour avoir accepté de diriger cette thèse, et mes précédents travaux de Maîtrise et DEA. Ses encouragements, ses conseils et ses relectures ont été précieux. Tout au long de ces années, il a été plus qu'un simple directeur de thèse, il m'a accordé sa confiance, à ce titre je lui suis infiniment reconnaissante.

Je remercie, le Professeur Catherine Lubochinsky, pour avoir accepté de participer à ce jury, en tant que Rapporteur. Son attachement à analyser les problèmes financiers internationaux contemporains a été une source inépuisable pour le développement de notre réflexion.

Je tiens à remercier le Professeur Michel Boutillier pour avoir accepté de participer à ce jury, en tant que Rapporteur. La rigueur dont il fait preuve laisse augurer une lecture avisée de cette thèse.

Je remercie également le Professeur Pierre Jacquet, qui m'a fait l'honneur de participer à ce jury. La pertinence et la transversalité de ses travaux ont inspiré l'orientation suivie dans la conception de cette thèse.

Je remercie le Professeur Sami Mouley pour avoir accepté de participer à ce jury, et d'éclairer cette thèse par ses connaissances académiques et son expérience institutionnelle au sein de la Banque centrale tunisienne.

Ces recherches ont commencé au CEFI, je remercie donc ses membres, spécialement Caroline Daymon. Ensuite, elles se sont poursuivies à l'Université du Sud Toulon-Var, le lieu originel de mes études supérieures, au sein du LEAD. Naturellement, je remercie l'intégralité de mes collègues pour leur accueil et leur aide. Je pense plus particulièrement à mes chaperons Nicolas Huchet, Yusuf Kocoglu et Matthieu Cuilleron. Nicolas, tes conseils, tes relectures et les nombreuses discussions relatives à ces recherches ont été des plus appréciables. Tu es un ami formidable. Yusuf, ton aide et tes réflexions ont été inestimables et d'un grand réconfort (tu peux enfin souffler, je ne t'embêterai plus avec mes sujets « ésotériques »). Matthieu, tu m'as aidée à vaincre l'informatique, mais, plus particulièrement, je tiens à souligner l'oreille attentive que tu as été. Ces trois personnes ont contribué à faciliter mon retour, ma reconnaissance envers eux est totale.

Ce travail a occupé les six dernières années de ma vie, et par la même occasion celle des personnes qui m'entourent.

Je remercie ma petite sœur, Sophie Serbini, pour son soutien indéfectible et pour avoir supporté mes sautes d'humeur. J'ai bien conscience que cela n'a pas toujours été facile, et je m'en excuse. Tu peux être fière de ce que tu es,

une jeune fille dont l'intelligence n'a d'égal que la beauté. Je pense également à ma mère, Anne Gouy, pour son amour. Elle est mon seul parent, un pilier sur lequel j'ai pu m'appuyer tout au long de ces années. Mes pensées vont également à mon beau-père, Laurent, et ma demi-sœur, Elsa.

Je remercie également ma tatie-marraine, Delphine Leneveut-Serbini. Ton aide a été cruciale aussi bien au niveau professionnel, qu'au niveau personnel. Ta maison a été un refuge. Malgré ton désamour certain pour l'économie, tu as corrigé consciencieusement mon mémoire de DEA et mes travaux de thèse. C'est définitif, une vie ne sera pas suffisante. Je pense également à mes cousins, Maud Leneveut (m\*\*\*\* pour ton bac) et Benjamin Leneveut.

Enfin, je remercie ma grand-mère, Claude Serbini, pour être la meilleure des grand-mères, pour me cuisiner des bons petits plats et pour ses bouquets de pivoines et de lilas.

Mes amis m'auront également permis d'aller au bout de cette aventure.

Je remercie, avant tout autre personne, Morgane Desailly. Son incroyable optimisme et ses vérités m'ont permis de ne jamais baisser les bras. Tu es une amie exceptionnelle. Il m'est impossible de dissocier Morgane de ses parents, Annick Pasquale-Desailly et Michel Desailly, je les remercie pour tout ce qu'ils ont fait pour moi.

Je remercie Mathieu Ruiz de Mendarozqueta pour être un ami rare. Mes remerciements prennent ici la forme d'une citation à méditer : « L'ambiguïté est une richesse » (*Fictions*, Jorge Luis Borges).

Je remercie toutes les personnes qui, de près ou de loin, m'ont apporté leur soutien : Nicole Ferri, Hugues Rabbia, Laure et Loïc Lepeingle, Denis Leneveut, Bérangère Ballif, Amélie Palerm, Hyacine Ouanas, Sylvie Bourdonneau, Mathieu Dupont, Philippe Vibert, Alexandra Lauze, Nicolas Hermieu, Maud Zumerle, Marc Brunetto, Emmanuel Charreau, Marie, Bourriquet ...

Enfin, ce travail clôture dix années d'études, de l'obtention de mon baccalauréat à aujourd'hui, j'ai donc une pensée pour tous ceux qui ne sont plus, malheureusement trop nombreux à mon goût. Je remercie le sourire de mon cousin, Sébastien Nicole, la force de mon arrière grand-père, Guillaume Serbini, les jeux d'enfant de mon grand-oncle, Marcel Ferri, la générosité de Michel Desailly, la main tendue de l'homme à la chemise rose, Yannick Chassaing et l'amour inconditionnel de mon grand-père, André Serbini.

Malgré l'aide dont j'ai bénéficiée, ce travail comporte des imperfections et des insuffisances dont je demeure la seule responsable.

*A la mémoire de Guillaume SERBINI (1903-2000),  
mon arrière grand-père, pour avoir transcendé sa  
condition, lutté contre le déterminisme social.*

**GESTION DES CRISES DE DETTE SOUVERAINE :  
VERS UNE REVISION DES SEUILS DE VOTE  
DES CLAUSES D' ACTIONS COLLECTIVES**

# Sommaire

## **INTRODUCTION GENERALE**

### **PARTIE I – LA NECESSITE D’UN CADRE DE GESTION DES CRISES DE DETTE SOUVERAINE**

*Chapitre 1 – Une « nouvelle » structure d’endettement des pays émergents, prédominance de la dette obligataire et des créanciers privés*

*Chapitre 2 – Les coûts et risques engendrés par la « nouvelle » structure d’endettement suite à un défaut souverain*

### **PARTIE II – VERS L’INSTAURATION D’UN CADRE DE GESTION CONTRACTUEL ET DECENTRALISE DES CRISES DE DETTE SOUVERAINE**

*Chapitre 3 – Le choix des Clauses d’Actions Collectives*

*Chapitre 4 – Modalités opératoires d’une restructuration sous Clauses d’Actions Collectives*

## **CONCLUSION GENERALE**

## **BIBLIOGRAPHIE**

## **ANNEXES**

## **TABLES DES MATIERES**

## **TABLES DES ILLUSTRATIONS ET DES ANNEXES**



# Introduction générale

Le défaut souverain est consubstantiel au principe de l'endettement, du fait de son corollaire, le remboursement des sommes empruntées (tel que prévu par le contrat). Le premier défaut enregistré date du quatrième siècle avant Jésus-Christ (377-373), lorsque dix des treize municipalités constituant l'Association maritime de l'Attique (Grèce antique) défailirent sur leurs obligations vis-à-vis de Délos. Consécutivement à cet épisode, Délos décida de ne plus prêter aux Autorités publiques, le risque de non recouvrement des créances étant trop important.

L'origine du problème posé par la gestion des crises de dette souveraine, à savoir la coordination des créanciers, puis entre créanciers et emprunteur souverain lors des procédures de restructuration de dette souveraine, n'apparaît véritablement qu'au seizième siècle avec les défauts du Royaume de France (1558, 1567), du Royaume d'Espagne (1597) et des Provinces-Unies et naît réellement au dix-neuvième siècle avec la première phase de la globalisation financière, qui s'accompagne d'une multiplicité des défauts des pays latino-américains, nouvellement indépendants.

En tout état de cause, la résolution d'un défaut souverain, indépendamment de l'époque où il survient, implique de se poser trois questions. La première est celle du mode de coordination des créanciers. La seconde est celle du type d'accord recherché. La dernière est celle du rôle joué par le secteur officiel (ou tout du moins, en son absence, l'Etat qui assure le *leadership* de l'économie mondiale). Au fil du temps, les réponses à ces trois interrogations ont profondément évolué, sans pour autant constituer un cadre immuable de gestion des crises de dette souveraine.

De même, une procédure de restructuration de dette souveraine nécessite de réaliser un équilibre entre l'efficacité *ex ante* et l'efficacité *ex post*. Par conséquent, il est nécessaire de concilier le respect des contrats, qui caractérise l'efficacité *ex ante*, et le rétablissement de la croissance économique de l'Etat,

qui passe en partie par son retour sur le marché international des capitaux, synonyme d'efficacité *ex post*.

Notre attention se focalise sur trois périodes : le dix-neuvième siècle qui est marqué par l'explosion du nombre de défauts souverains, puis les années 1980 du fait de la survenue de la crise de la dette des pays latino-américains et africains, enfin la période commencée au milieu de la décennie 1990, caractérisée par la récurrence des crises financières associées à des restructurations de dette domestique et/ou extérieure.

Les défauts souverains de la première partie du dix-neuvième siècle se résolvaient au cas par cas, généralement sans grand succès, en s'appuyant sur des négociations bilatérales entre l'emprunteur souverain et ses créanciers. Au cours de la seconde moitié du dix-neuvième siècle, la gestion des crises de dette souveraine reposait toujours sur une relation bilatérale, à laquelle s'ajoutait une plus grande coordination des actions des créanciers, dorénavant réunis au sein de comité. Cette configuration constituait un embryon d'établissement d'un cadre de gestion des crises de dette souveraine. Les accords conclus portaient le plus souvent sur une capitalisation des arriérés d'intérêts, un moratoire des paiements, une extension de la maturité des obligations et très rarement sur une réduction de la valeur faciale de la dette. Le dix-neuvième siècle, ainsi que le début du vingtième était également marqué par les interventions protéiformes (interventions militaires et ingérence fiscale) des pays créanciers.

La crise de la dette des années 1980 marqua une rupture dans la gestion des crises de dette souveraine, tant au niveau de la forme que du fond. En effet, la modalité d'endettement des pays avait profondément changé, le financement extérieur des pays en développement (PED) était basé essentiellement sur des prêts bancaires syndiqués, il était donc logique que le cadre précédemment établi ne corresponde plus à cette situation. Les comités de créanciers

obligataires nés au dix-neuvième siècle furent dissous et dans tous les cas n'auraient pu apporter une solution. Il émergea alors un nouveau cadre reposant sur un marchandage à trois parties : l'emprunteur souverain, ses créanciers (*i.e.* les banques commerciales) regroupés au sein du Club de Londres, et les Institutions Financières Internationales (IFI), notamment le Fonds Monétaire International (FMI) et la Banque mondiale, s'appuyant pour la première fois sur des solutions de marché, la titrisation des créances.

Les années 1990 et 2000 furent elles aussi caractérisées par la multiplicité des défauts, et là encore la structure en fonction dans les années 1980 fut inopérante dans ce contexte (Levasseur & Riffart, 2003). Les prêts bancaires syndiqués laissèrent la place au retour des obligations souveraines comme instrument du financement extérieur des pays émergents, et le *pool* de banques perdit de l'importance face aux créanciers obligataires, définis par leur diffusion à travers le monde et leur hétérogénéité de comportement. En l'absence d'un cadre de gestion, les restructurations se firent au cas par cas. La gestion reposa malgré tout sur une relation tripartite et s'incarna à travers la politique dite du *take it or leave it*.

Il est étonnant de constater à quel point les périodes situées aux extrêmes sont relativement analogues. Et ce à une double échelle. La première correspondance réside dans la structure d'endettement qui associe un recours aux obligations souveraines internationales croissant, lesquelles sont détenues pour plus de la moitié par les investisseurs privés. La seconde similitude réside dans le mode de résolution des défauts choisi, une approche au cas par cas, sans ligne de conduite préétablie.

L'importance des renflouements effectués à la dernière période, la crise de légitimité du FMI jusqu'au déclenchement de la crise dite des *subprimes*, ainsi que l'échec de la restructuration de la dette argentine, appela à redessiner la gestion des crises de dette souveraine, qui s'insère dans un débat plus large

relatif à l'émergence d'une *Nouvelle Architecture financière internationale*. Il émerge alors deux idées de réforme. D'un côté, une transformation systémique avec le Mécanisme de Restructuration des Dettes Souveraines (MRDS) et, d'un autre côté, un changement incrémental avec la généralisation des Clauses d'Actions Collectives (CAC) au contrat de dette new-yorkais. Les CAC sont des instruments juridiques, à l'origine incluses dans les contrats de dette britanniques, qui ont pour objet de répondre aux problèmes de représentation et d'action collectives, afin de permettre une restructuration ordonnée et coordonnée des dettes.

La première approche est une vision globale et ambitieuse impliquant un transfert de souveraineté des Etats vers une institution internationale, le FMI, qui doit accueillir un tribunal international des faillites souveraines. La seconde approche est contractuelle et décentralisée, dans le sens où elle n'implique pas la présence d'organisme international *a priori*. Les deux réformes ont en commun un objectif, celui de rechercher systématiquement et davantage l'appui des créanciers privés dans les processus de restructuration des dettes. Derrière leur plus grande implication, il est recherché une responsabilisation de leurs actes, ce que la littérature appelle plus communément le *bail-in*. En effet, le secteur officiel estime que la part du fardeau (*i.e.* les coûts) assumée par les investisseurs privés n'est pas en adéquation avec leur prise de risque excessive, laquelle joue un rôle clé dans le déclenchement des crises. Or, ce sont eux, qui aujourd'hui, détiennent la majorité de la dette souveraine. Un rééquilibrage s'avère nécessaire.

En outre, les annulations de dettes accordées par le secteur officiel à certains pays en développement ont permis de renflouer non pas les Etats en difficultés mais leurs créanciers privés. Néanmoins, et bien que l'instauration d'un tribunal international des faillites fusse plus séduisante, l'option des CAC a été privilégiée, principalement en raison des réticences multiples qui ont accompagné le débat relatif à la mise en place du MRDS (mutilation de la souveraineté des Etats émergents et érosion des droits des créanciers privés).

Le contexte d'aujourd'hui est différent de celui de la période 1995-2007. Les Etats membres de l'Organisation de Coopération et de Développement Economique (OCDE) suite à la crise du marché hypothécaire américain ont déboursé des sommes considérables pour soutenir leurs banques et leur activité économiques *via* l'injection de liquidité, la nationalisation de certaines banques et la mise en application de plans de relance, pour ne citer que quelques mesures. Ce soutien, dans un premier temps au secteur bancaire et financier, et dans un deuxième temps à l'économie réelle, a pour effet de réduire de plus en plus leur marge de manœuvre budgétaire.

L'aggravation des déficits publics des pays de l'OCDE et, par ricochet, des pays émergents et en développement, consécutivement à la crise des *subprimes*, n'est pas sans conséquence pour la stabilité des financements, et donc du développement économique des Etats. Et ce à un double niveau. Premièrement, elle remet en cause le caractère soutenable à moyen/long terme des finances publiques de certains Etats, nous pensons aux difficultés rencontrées actuellement par les pays membres de l'Union Européenne (UE), lesquelles sont symbolisées par la Grèce. Deuxièmement, et en toute logique, elle va accroître la différence, déjà existante, entre les *bons* et les *mauvais emprunteurs*, détournant ces derniers d'une partie de leur source de financement, soit par une élévation du coût d'emprunt du financement extérieur (*i.e.* élévation de la prime de risque demandée par les investisseurs à l'émission de la dette), soit par une baisse des montants levés sur les marchés financiers. La Grèce, à titre d'exemple, qui doit lever près de 54 milliards d'euros pour l'année 2010, se retrouve, pour l'instant, dans le premier cas de figure. Les dernières estimations font état d'une prime de risque supérieure de 400 points de base au *bund* allemand à dix ans (obligation souveraine de référence, avec l'obligation souveraine américaine à dix ans, considérée sans risque), pour acquérir de la dette grecque. Un financement à ce taux a pour effet de renchérir davantage le poids du service de la dette. Depuis novembre 2009, le renchérissement du poids du service de la dette aurait déjà coûté 0,5

point de PIB. En outre, les banques allemandes ont déjà fait savoir qu'elles n'achèteront pas de dette grecque, or elles en sont, avec les banques françaises, les principales acquéreuses.

Le cas grec illustre bien les difficultés qui entourent les problèmes relatifs à une dégradation des finances publiques, et conduit à trois interrogations. Faut-il intervenir pour éviter le défaut de paiement ? Cette première question renvoie directement au concept d'aléa moral, lequel caractérise le comportement d'un acteur, qui assuré contre la réalisation d'un risque, adopte par ce fait même un comportement plus risqué – et, donc, accroît la probabilité de réalisation du risque en question, (Bastidon & *al.*, 2010). En cas de défaut, qui doit intervenir ? Nous pensons inévitablement au FMI, seule institution réellement capable d'intervenir en raison de son degré élevé d'expertise, et aux Banques centrales. Seulement, il est acquis que le Fonds, depuis le sommet du G20 à Londres (2 avril 2009) qui traditionnellement aide les pays endettés, doit davantage se consacrer à ses nouvelles missions, telle que le contrôle des politiques macro-économiques de ses souscripteurs. Les Banques centrales ont les capacités intrinsèques de contrer une crise de liquidité, mais ne peuvent quasiment rien contre une crise de solvabilité (Pastré, 2008). De plus, pour les Etats appartenant à la zone euro, il s'ajoute une autre série de complications. Leur adhésion *de jure* au FMI leur permet d'obtenir une aide financière et technique si besoin est, mais ne peuvent y prétendre *de facto*, car fortement déconseillée par l'UE. *A contrario*, des pays comme la Roumanie, la Hongrie et la Lettonie, qui n'ont pas encore la monnaie européenne, bénéficient de l'appui du Fonds. De même, le Traité de l'UE interdit la prise en charge par la BCE et les Etats membres de renflouer un autre Etat membre (articles 123.1 et 125.1<sup>1</sup>), mais il autorise une assistance financière en cas d'évènements

---

<sup>1</sup> Article 123.1 : « Il est interdit à la Banque centrale européenne et aux banques centrales des Etats membres, ci après dénommées « banques centrales nationales », d'accorder des découverts ou tout autre type de crédit aux institutions, organes ou organismes de l'Union, aux administrations centrales, aux autorités régionales ou locales, aux autres autorités publiques, aux autres organismes ou entreprises publics des Etats membres ; l'acquisition directe, auprès d'eux, par la Banque centrale européenne ou les banques centrales nationales, des instruments

exceptionnels (article 122<sup>2</sup>), mais non définis. Dans ce dernier cas de figure, le Conseil peut accorder une assistance financière sur proposition de la Commission européenne. Pour ces pays, le régionalisme est difficilement soluble dans le multilatéralisme.

Comment intervenir ? Les modes d'intervention dépendent en premier lieu du degré d'insolvabilité de l'Etat, et renvoient à deux types d'opérations : le renflouement et les restructurations. Encore une fois le cas de la Grèce, qui ne représente pourtant qu'une part infime du Produit Intérieur Brut (PIB) de l'UE, illustre parfaitement la difficulté à établir un mode opératoire.

En outre, les défauts de paiement mettent en exergue les échecs de coordination entre les investisseurs (*i.e. ex ante*) qui ont pour résultat de précipiter les pays vers le défaut, renvoyant directement à la problématique de la prévention des crises, et entre l'emprunteur et ses investisseurs (*i.e. ex post*), dont résultent des procédures de restructuration longues et désordonnées, retardant la reprise économique. Ainsi, l'un des nouveaux risques pour l'économie mondiale est une crise de dette souveraine en cascade, qui aurait

---

de leur dette est également interdite. » , Version consolidée du fonctionnement de l'Union européenne, *Journal officiel de l'Union européenne*, 9 mai 2008.

Article 125.1 : « L'Union ne répond pas des engagements des administrations centrales, des autorités régionales ou locales, des autres autorités publiques ou d'autres organismes ou entreprises publics d'un Etat membre, ni ne les prend à sa charge, sans préjudice des garanties financières mutuelles pour la réalisation en commun d'un projet spécifique. Un Etat membre ne répond pas des engagements des administrations centrales, des autorités régionales ou locales, des autorités publiques ou d'autres organismes ou entreprises publics d'un autre Etat membre, ni ne les prend à sa charge, sans préjudice des garanties financières mutuelles pour la réalisation en commun d'un projet spécifique. », Version consolidée du fonctionnement de l'Union européenne, *Journal officiel de l'Union européenne*, 9 mai 2008.

<sup>2</sup> Article 122.1 : « Sans préjudice des autres procédures prévues par les traités, le Conseil, sur proposition de la Commission, peut décider, dans un esprit de solidarités entre les Etats membres, des mesures appropriées à la situation économique, en particulier si de graves difficultés surviennent dans l'approvisionnement en certains produits, notamment dans le domaine de l'énergie. Article 122.2 : « Lorsqu'un Etat membre connaît des difficultés ou une menace sérieuse de graves difficultés, en raison de catastrophes naturelles ou d'événements exceptionnels échappant à son contrôle, le Conseil, sur proposition de la Commission, peut accorder, sous certaines conditions, une assistance financière de l'Union à l'Etat membre concerné. Le président du Conseil informe le Parlement européen de la décision prise. », Version consolidée du fonctionnement de l'Union européenne, *Journal officiel de l'Union européenne*, 9 mai 2008.



pour effet de replonger l'économie mondiale en récession, doublée d'une crise politique et sociale sérieuse.

Dans ce contexte, la crise de dette souveraine n'est plus le déclencheur d'une crise potentiellement globale comme ce fut le cas lors de la crise russe de 1998, mais une conséquence de cette dernière comme c'est le cas avec la Grande crise de 2008-2009, autrement dit un dommage collatéral, dont les principales victimes sont les Etats, et par conséquent leurs citoyens. Il faut savoir raison garder et éviter les analogies trop faciles entre la Crise de 1929 et celle que nous connaissons aujourd'hui, (malgré les répétitions de l'Histoire, nous ne pouvons pas comparer des époques aussi différentes), mais force est de constater que suite à la crise de l'entre deux guerres, des défaillances souveraines en chaîne se sont produites, avec pour conséquence une montée des protectionnismes.

Par conséquent, face à la profondeur des coûts associés à un défaut de paiement souverain, les Etats doivent se prémunir face aux coûts d'une crise de dette souveraine, donc améliorer les processus de restructuration de dettes. Nous défendons l'idée que l'instauration d'un cadre prédictible de gestion des crises de dette souveraine permet de réduire les asymétries d'information qui caractérise la relation emprunteur souverain – prêteurs privés, spécialement du type créanciers obligataires, donc participe à une meilleure coordination de leur action. De plus, la prédictibilité n'empêche en aucun cas le respect des engagements pris par l'emprunteur souverain vis-à-vis de ses créanciers.

Dans cette optique, l'objet de cette thèse est de proposer un mode opératoire de gestion des crises de dette souveraine s'appuyant sur le mécanisme sous-jacent aux Clauses d'Actions Collectives, l'action à la majorité qualifiée. Contrairement aux obligations répondant à la juridiction new-yorkaise qui ne peuvent être restructurées qu'à la condition d'un accord de l'intégralité des créanciers (consentement unanime), les obligations émises

sous la loi britannique sont porteuses d'une clause d'action à la majorité qualifiée, notamment, qui permet de restructurer les titres dès lors que la majorité qualifiée est atteinte (généralement, le seuil de vote de cette provision est de 75%). Le résultat du vote s'applique à l'ensemble des créanciers qui ont participé à la restructuration. Soit une plus grande responsabilisation des investisseurs privés dans les procédures de restructuration.

Notre thèse se décomposera en deux parties. Dans la première partie, il est montré la nécessité d'un cadre de gestion des crises de dette souveraine. Dans la seconde partie, il est proposé une nouvelle procédure des restructurations de dettes souveraine.

Notre première partie (I) est composée de deux chapitres. Un premier chapitre qui a pour objectif de rendre compte des principales évolutions de la structure d'endettement des pays émergents, au sens financier du terme, aussi bien au niveau de la composition de la dette souveraine (1) qu'au niveau de la répartition de ses créanciers (2). La confrontation de ces deux sections nous permet de montrer que la structure d'endettement des pays émergents a profondément évolué, qu'elle est source et reflet de leurs vulnérabilités. Dans un second chapitre, il est montré que la mutation de la structure d'endettement des pays émergents impacte la typologie des coûts et risques induits par la survenue d'un défaut souverain. Les coûts ne sont plus supportés uniquement par les pays (1) et les créanciers (2), mais également par le système monétaire et financier international (3).

Notre seconde partie (II) est également constituée de deux chapitres. Dans le chapitre 3, il est rappelé les principaux enjeux auxquels doit répondre une procédure de restructuration de dette souveraine (1) et en quoi le choix des clauses d'actions collectives (*bail-in*) est pertinent pour répondre à cette problématique (2). Enfin, dans notre dernier chapitre sont présentées les principales conclusions relatives à l'étude des CAC, d'un point de vue

économique (1), qui nous permettent de présenter un modèle visant à parfaire le mécanisme des CAC (2).

tel-00598652, version 1 - 7 Jun 2011

# Partie I – La nécessité d’un cadre de gestion des crises de dette souveraine

# Introduction à la partie I

*Notre objectif dans cette première partie est de montrer que la mutation de la structure d'endettement des pays émergents depuis le début des années 1990 (chapitre 1) impacte la typologie des coûts associés à un défaut souverain (chapitre 2). Les coûts sont d'autant plus sévères qu'il n'existe pas à l'heure actuelle de cadre clair et ordonné de gestion des crises de dette souveraine (conclusion de la partie I).*

Le traitement de la dette, notamment publique (*i.e.* celle émise par l'Etat et garantie par l'Etat), implique de se poser trois questions.

La première est celle de la motivation. La dette remplit deux types de fonction : financer le développement économique et les dépenses courantes d'un Etat. La dette est donc une promesse de revenus futurs pour le pays qui la contracte d'une part, et pour les créanciers qui la souscrivent d'autre part.

La deuxième est celle de la méthode. Il existe une pluralité de modalités de financement : intermédiée/désintermédiée, interne/externe, monnaie locale/devise, court terme/moyen terme, qui sont fonction des ressources propres du pays. Ainsi, la modalité d'endettement choisie par un Etat reflète ses vulnérabilités (inversement, ses atouts). A son tour, la composition de la dette est susceptible d'accroître les vulnérabilités, pesant sur la soutenabilité de la dette à moyen/long terme. L'insoutenabilité de la dette peut conduire à une situation d'insolvabilité de l'Etat dont l'issue la plus dramatique est le défaut de paiement sur sa dette souveraine, remettant en cause le développement économique initialement poursuivi.

La troisième question est celle des acquéreurs. Trois catégories de créanciers se partagent la dette souveraine : les créanciers multilatéraux, les créanciers bilatéraux et les créanciers privés. Comme précédemment, la répartition des créanciers accroît la fragilité du financement des pays émergents. En effet, plus la part des créanciers étrangers privés, spécialement spéculatifs, est importante, plus l'Etat est soumis à la pression des retraits soudains, remettant en cause la pérennité de son financement. Le défaut souverain peut donc être la conséquence de mauvais fondamentaux couplés aux décisions de ses créanciers.

Les deux questions précédentes ont permis de définir simplement ce qu'est la structure d'endettement et de montrer qu'un Etat peut développer une structure d'endettement risquée, pouvant conduire à un épisode de défaut.

Les épisodes de défaut souverain sont récurrents à travers l'histoire, en revanche les coûts qu'ils engendrent sont plus ou moins importants et varient de forme. Ainsi, certains disparaissent (l'exclusion quasi définitive des marchés, l'intervention militaire des pays créanciers), certains mutent (l'augmentation du coût d'emprunt *versus* l'exclusion quasi définitive des marchés), certains s'accroissent (les pertes des investisseurs), d'autres s'ajoutent (les litiges, les renflouements par peur d'une dégénérescence en crise contagieuse et/ou systémique).

Une partie de ces coûts pourrait être amoindrie, voire évitée s'il existait un cadre de restructuration des dettes souveraines adapté. Si la transposition à l'échelle internationale des règles de faillite nationale, telle qu'élaborée par A. Krueger (2002), est improbable pour des raisons politiques et techniques, il reste un moyen simple d'améliorer la gestion des crises de dette souveraine, celui d'agir en amont : améliorer les contrats de dette en fournissant une garantie *ex ante*, c'est-à-dire une marche à suivre, qui permet de gagner du

temps donc de réduire les coûts associés à toute opération de restructuration de dette souveraine.

Chapitre 1 – Une « nouvelle » structure  
d'endettement des pays émergents,  
prédominance de la dette  
obligataire et des créanciers privés



## Introduction du chapitre 1

*Le premier chapitre a pour objectif de montrer les mutations de la structure de la dette souveraine émergente (1) et de la composition de ses détenteurs (2), depuis le début des années 1990, structure assez proche de celle qui prévalait avant 1913, déjà porteuse de vulnérabilités.*

Le fait de s'interroger sur l'efficacité des processus de restructuration de dette souveraine, impose dans un premier temps d'étudier la composition de la dette publique, spécialement celle des pays émergents, puis dans un second temps la répartition de ses détenteurs. Cette étude est nécessaire si nous voulons appréhender correctement le degré de vulnérabilités auquel sont exposés les pays émergents.

Les pays émergents sont marqués par la récurrence de leurs défauts, il n'est pas rare de repérer dans la littérature économique le terme de *serial defaulter*. La structuration de leur dette les expose à des risques de refinancement et de change élevés. Ces vulnérabilités ne sont pas un phénomène nouveau. Il est intéressant de constater les similitudes existantes entre le dix-neuvième siècle (première période de globalisation financière) et les années 1990-2000 (seconde période de globalisation financière), notamment le choix contraint de l'endettement extérieur au moyen des obligations souveraines internationales.

L'étude de la composition de la dette des pays *nouvellement financiarisés* ne peut se résumer à celle du comportement des offreurs (*i.e.*, les pays émetteurs de dette). Il nous faut également traiter la contrepartie, à savoir les demandeurs (*i.e.*, les investisseurs). Par conséquent, il nous semble opportun

d'étudier les décisions des investisseurs. En effet, les pays émergents souvent considérés comme une classe d'actif homogène à risque (rappelons que seulement la moitié des pays émergents composant l'indice EMBI bénéficient de la qualité *investment grade* délivrée par les agences de notations privées) continuent d'attirer les flux de capitaux. Les caractéristiques intrinsèques des pays émergents, associées à un environnement économique mondial favorable jusqu'au déclenchement de la crise des *subprimes* ont ravivé l'intérêt des investisseurs pour la dette souveraine émergente depuis 2002-2003.

Le présent chapitre a donc pour objet de démontrer que la structure d'endettement choisie par la majorité des pays émergents est potentiellement risquée, et ce depuis longtemps. Elle est ainsi le reflet et la source de leur vulnérabilité.

# 1. L'emprunt extérieur, source de financement des pays émergents, continuité et rupture à travers l'histoire

Notre objectif n'est pas de procéder à un traitement événementiel de la dette des pays émergents, mais plutôt de rapprocher deux périodes, le dix-neuvième siècle et les vingt dernières années du vingtième siècle, afin de mettre en exergue les caractéristiques communes : premièrement, le poids de la dette publique extérieure par rapport à la dette publique totale ; deuxièmement le choix des obligations souveraines internationales comme instrument du financement extérieur ; troisièmement la structure risquée de la dette potentiellement, et parfois effectivement, génératrice de défaut souverain.

## 1.1. La dette souveraine extérieure : un choix contraint, reflet de la vulnérabilité des pays émergents

*(i) Les obligations souveraines internationales, la règle plutôt que l'exception*

*Le dix-neuvième siècle, les débuts du marché de la dette souveraine émergente*

Au regard de l'histoire, nous nous apercevons que le choix des obligations souveraines internationales<sup>3</sup> comme instrument de financement des pays émergents n'est pas un moyen propre aux années 1990 et 2000. Les *pays neufs* du dix-neuvième siècle, période dite de *première mondialisation* (Berger,

---

<sup>3</sup> Par obligation, nous entendons un instrument de dette d'une maturité fixe et émise par un débiteur en nombre fixe. Par obligation souveraine, nous entendons un instrument de dette émis ou garanti par un Etat ou une Banque Centrale. Une obligation souveraine est dite internationale si elle est gouvernée par une loi autre que celle de l'émetteur et émise en devises (Carreau & Juillard, 2007).

2003), procédaient déjà de la même manière. La majorité des obligations de l'époque étaient libellées en livre sterling et émises à Londres, devise et place de référence de la période, à destination des résidents du vieux continent. Peu de pays émettait dans leur propre monnaie, les pays faisant ce choix étaient souvent contraints d'inclure des « clauses d'or » (*golden clause*) dans leur contrat de dette. A cette époque, seulement huit pays libellaient leurs obligations dans leur propre monnaie<sup>4</sup>, aujourd'hui le nombre s'élève à vingt-cinq (Bordo & al., 2005). Le péché originel<sup>5</sup>, tel que défini par Eichengreen & al. (2003), n'est donc pas un argument nouveau. D'un côté les pays *neufs* ont un besoin important d'investissement, d'un autre côté ils ne peuvent pas assurer leur financement en raison de l'existence de déficits importants et d'une pénurie d'épargne domestique. Ils n'ont donc qu'un seul choix : celui de recourir à l'endettement. Comme ils ne peuvent pas s'endetter sur leur marché domestique, ils se dirigent vers le marché international des capitaux.

Le dix-neuvième siècle se caractérise par des vagues successives d'entrées massives de capitaux, ponctuées de défauts, de crises – monétaires, bancaires, jumelles – et de périodes d'autarcie.

Parmi les pays *neufs* de la période, les pays d'Amérique latine, suite à leur indépendance des années 1820, occupent une place de choix chez les investisseurs britanniques<sup>6</sup>, notamment.

---

<sup>4</sup> Le Royaume-Uni, la France, les Pays-Bas, la Belgique, les USA, l'Allemagne, le Danemark et la Suisse. Ainsi, les Etats-Unis émettent leur dette en dollar depuis le milieu du dix-neuvième siècle, mais ils ont continué à utiliser les clauses d'or pour les obligations souveraines jusqu'en 1933.

<sup>5</sup> Le péché originel a deux composantes, l'une domestique l'autre internationale. Pour la première, le péché originel renvoie à l'idée que l'emprunteur souverain ne peut s'endetter à long terme sur son marché. Pour la seconde, le péché originel renvoie à l'idée que l'emprunteur souverain ne peut s'endetter dans sa propre monnaie sur les marchés internationaux.

<sup>6</sup> Sur la période 1880-1913, l'Amérique latine reçoit un quart des investissements britanniques (IADB, 2007).

**Tableau 1. Emissions obligataires des pays d'Amérique latine dans les années 1820**

<i>Année</i>	<i>Pays émetteurs</i>	<i>Montant total des émissions obligataires (en millions de livres sterling)</i>
1822	Colombie Chili Pérou Poyais <sup>7</sup>	3,65
1824	Colombie Pérou Buenos Aires <sup>8</sup> Brésil Mexique	10,4
1825	Pérou Brésil Mexique (y compris Guadalajara) Amérique centrale <sup>9</sup>	7,1
Montant total des émissions obligataires (en millions de livres sterling)		21,15

*Source : IADB (op. cit.)*

Les balbutiements du marché obligataire des pays émergents dans les années 1820, notamment d'Amérique latine, préfigurent ce qu'il deviendra à partir des années 1990. Les premiers émetteurs du marché obligataire émergent

<sup>7</sup> Les investisseurs développent un intérêt très marqué pour les obligations émises par les pays d'Amérique latine, bien qu'elles constituent un investissement risqué. Gregor Mac Gregor, un écossais, profite de cet enthousiasme et du volume faible de l'information, pour créer un pays de toute pièce. A son retour d'Amérique latine, il se déclare être le Cacique de l'Etat du Poyais, qu'il dépeint comme une petite colonie européenne florissante d'Amérique centrale, dotée de mines d'or importantes. L'emplacement actuel du pays est celui de l'Etat du Belize. L'Etat est doté d'une constitution, émet des obligations, échange des dollars poyaisiens contre des livres sterling et encourage l'immigration. Evidemment, les migrants ne trouveront ni la capitale Saint-Joseph, ni les mines d'or. L'escroquerie qui se déroule des années 1820 à 1830 flouera essentiellement des investisseurs britanniques et français. « Sir » Mac Gregor ne sera jamais convaincu de crime, et mourra au Venezuela. *Sources : The Land that never Was : Sir Gregor Macgregor and the Most Audacious Fraud in History, David Sinclair (2004) ; « Sir McGregor, Cacique of Poyais », The New-York Times, 26/12/1875 ; History of Sovereign Debt in Latin America, IADB (op. cit.).*

<sup>8</sup> Buenos Aires correspond à la République d'Argentine, puisque le pays acquiert son indépendance, le 15 mai 1810 (formalisée en 1816).

<sup>9</sup> La République fédérale d'Amérique centrale, qui a acquis son indépendance en 1821-1822 regroupe le Guatemala, le Belize, le Honduras, le Salvador, le Nicaragua, et le Costa Rica. Les pays accéderont à l'indépendance à partir des années 1930, à l'exception du Belize (1981).

sont ceux qui occuperont une place prépondérante deux siècles plus tard : le Mexique, le Brésil et l'Argentine (Cf. Tableau 1).

En 1880, les avoirs des investisseurs britanniques en obligations émergentes latino-américaines sont estimés à 179 millions de livres sterling (soit 8,5 fois plus par rapport à la période précédente), dont 123 en obligations publiques (69% de la totalité) et 56 en obligations privés (31% de la totalité). Suite au défaut général de 1827, la distribution des flux de capitaux se fait plus sélective. Les investisseurs prennent davantage en considération la situation économique (les possibilités de croissance, la gestion des déficits, l'adhésion à l'étalon-or) et l'historique des paiements des pays. C'est donc en toute logique que le Brésil reçoit le plus de capitaux<sup>10</sup>.

A la fin des années 1890, les investissements britanniques représentent 425 millions de livres sterling, dont 194 en obligations publiques (46% du total) et 231 en obligations privées (54% du total). Pour la première fois, le financement extérieur des entreprises privées dépassent celui des Etats. Les investisseurs deviennent de plus en plus sélectifs et les flux de capitaux se concentrent essentiellement sur cinq pays : l'Argentine (37%), le Mexique (17%), le Brésil (14%), le Chili (7%) et l'Uruguay (5%).

La fin du dix-neuvième siècle est marquée par des crises d'un genre nouveau, qui portent en elles les prémises des crises financières de la fin du vingtième siècle. Les pays touchés sont l'Argentine et le Brésil.

L'Argentine est victime de la crise en premier. Elle combine à la fois une crise de dette, un effondrement du système bancaire, des désajustements monétaires et d'échéance, ainsi qu'un effet de contagion (Brésil). La stratégie

---

<sup>10</sup> Le Brésil est en défaut en 1827, à l'instar de tous les autres pays émetteurs. Le défaut porte sur un montant de 21129000 livres sterling. Contrairement à ses pays voisins, la restructuration de la dette ne prendra que deux ans. L'accord obtenu porte sur le paiement des intérêts courus. Le service de la dette reprend en 1829 (IADB, *op. cit.*).

de développement poursuivie par les Autorités argentines dans les années 1880 s'appuie sur un secteur bancaire semi-public omniprésent, qui emprunte en or sur la scène internationale et prête en peso à ses résidents. Lorsque l'activité économique se contracte, entraînant l'accroissement du déficit budgétaire, les Autorités couvrent les pertes en créant de la monnaie (monétisation des déficits), ce qui a pour conséquence de déstabiliser le taux de change et d'augmenter l'inflation. Il s'ensuit une crise bancaire et financière. La restructuration ainsi que la stabilisation de la dette s'étendra sur la totalité de la décennie. Les entrées de capitaux chutent, et une récession profonde s'installe (Della Paolera et Taylor, 2001).

Le Brésil est touché à son tour. Les instabilités politiques et économiques sont assez élevées durant les années 1890. Elles font suite à la proclamation de la République en 1889. Les Autorités abandonnent l'étalon-or et les déficits sont comblés par la création monétaire. La monnaie est dévaluée, augmentant les coûts domestiques du service de la dette. Le gouvernement essaie de retarder le défaut souverain, mais à la fin des années 1890, il devient inévitable. Le Brésil connaîtra deux défauts successifs (1898-1900 et 1902-1909). L'économie entre dans une profonde récession.

Les racines des deux crises sont similaires. Les deux pays ont rapidement augmenté leur niveau de dette afin de financer leurs déficits. Les gouvernements ont été dans l'incapacité de développer un profil de dette soutenable<sup>11</sup>. Finalement, les marchés ont refusé de refinancer la dette plus d'une fois. Le service de la dette de l'Argentine a repris grâce à un accord conclu avec le Comité Rothschild en 1891. Cependant, l'accord a été rapidement renégocié, en raison du niveau du taux d'intérêt choisi considéré

---

<sup>11</sup> La dette publique d'un Etat est considérée comme soutenable si la politique budgétaire mise en place par les Autorités peut être prolongée sans exercer un ajustement excessif dans le futur (Bachelier & Couillaut, 2005). La soutenabilité de la dette suppose que l'Etat soit considéré comme, d'une part, solvable (*i.e.*, les créanciers sont optimistes quant à la capacité de l'emprunteur souverain à honorer sa dette à moyen/long terme), d'autre part, liquide (*i.e.* l'Etat a dégagé suffisamment de ressources pour rembourser sa dette arrivant à échéance).

comme prohibitif. Le Brésil a bénéficié également du soutien du Comité Rothschild en 1898, sous condition de procéder à un ajustement sévère. L'Argentine est davantage marquée par la crise que le Brésil. Contrairement aux périodes précédentes, les crises ne se sont pas propagées à l'ensemble du sous-continent, mais ont eu pour conséquence d'accroître le risque pays pour l'ensemble de la région, provoquant ainsi une baisse durable des flux de capitaux. Les investisseurs ne s'abstrairont plus d'un sentiment négatif à l'égard de l'Amérique latine. La région deviendra une entité à part entière. Cette période marque le début de l'existence d'un marché émergent considéré comme une classe d'actif homogène, associée à un risque de défaut élevé.

*1913 – 1980, des marchés de capitaux exsangues à l'explosion des prêts bancaires syndiqués*

Il s'opère une cassure dans le financement des pays émergents, à partir des années 1930 et jusqu'au début des années 1970. Cette césure est le résultat de trois phénomènes (Raffinot, 2008) :

- Les marchés de capitaux internationaux sont exsangues, pour des raisons économiques et historiques (grande dépression des années 1930, montée des fascismes en Europe, protectionnisme américain, Seconde Guerre mondiale).
- La volonté nouvelle de protéger les créanciers des placements hasardeux<sup>12</sup>, en interdisant la souscription d'obligations souveraines autres que celles de leur pays domestique, qui appelle un cloisonnement des marchés de capitaux.
- L'émergence d'un devoir moral des pays industrialisés envers les pays en développement, dont les instances internationales

---

<sup>12</sup> La protection des créanciers s'explique en partie par les pertes encourues suite à la souscription des emprunts russes, afin de financer les lignes de chemin de fer.



nouvellement créées (FMI et Banque Mondiale, 1944 ; Organisation des Nations Unies, 1945) se font l'écho (Jacquet & Naudet, 2006).

Les années 1970 et 1980 marquent l'apogée du recours aux prêts bancaires internationaux syndiqués. Cette période se solde par la crise de la dette des pays latino-américains et africains. Les prêts octroyés par les banques des pays du Nord afin de recycler les surliquidités en provenance des pays membres de l'Organisation des Pays Exportateurs de Pétrole (OPEP) durant les années 1970 aux PED, sans analyse préalable et profonde de la solvabilité des emprunteurs, se soldent par une crise majeure au début des années 1980, qui commence en 1982 avec le défaut de paiement du Mexique. Cette crise résulte d'une part de la dynamique de la dette accumulée, et d'autre part du revirement de la politique monétaire américaine, opéré sous le mandat de Paul Volcker à la tête de la Fed (1979 – 1987), qui se matérialise par un accroissement des taux d'intérêts sur les marchés financiers internationaux et une appréciation du dollar. Par conséquent, les PED font face à un assèchement des flux d'Épargne mondiaux, ces derniers s'orientant davantage vers les pays du Nord, en raison d'une plus grande qualité couplée à des rendements plus élevés. La résolution de cette crise passe par une titrisation des créances sur ces pays, et marque le début d'une nouvelle étape de la globalisation financière : celle de la désintermédiation, de même que la déréglementation des activités bancaires et financières et le décloisonnement des marchés financiers qui en résulte (Bourguinat, 1995 ; Bastidon & *al.*, *op. cit.*).

Les mises en place du plan Baker, puis du plan Brady, afin de résoudre la crise de la dette, marque le retour de l'endettement extérieur sous forme d'obligations à partir des années 1990 (*Cf.* Encadré 1) La crise de la dette marque une rupture dans la gestion des crises de dette souveraine, du fait de la nouveauté de la structure d'endettement.

### Encadré 1. Les plans Baker et Brady

Consécutivement à la crise de la dette des années 1980, une première solution de sortie de crise fut élaborée par James Baker, secrétaire d'Etat américain au Trésor. Ce plan rompt avec l'approche au cas par cas usitée jusqu'au paravant. Pour la première fois, il émerge un embryon de cadre de gestion général des crises de dette. La stratégie consiste à s'appuyer sur les banques et les IFI qui doivent fournir 29 milliards de dollars d'argent frais à quinze Etats coupés des financements extérieurs. Le plan Baker, en termes de volume de financements, s'avère être un échec : les banques ont seulement apportées 9 milliards de dollars entre 1986 et 1988. Néanmoins, la mise en œuvre du plan, ainsi que les rééchelonnements de dette réalisés entre 1982 et 1985 permettent l'évitement d'une crise globale *via* la continuité des paiements.

Suite à l'échec relatif du *Plan Baker*, il a été mis en place un second plan de sortie de crise en mars 1989, plus connu sous le nom de *Plan Brady* (du nom du secrétaire d'Etat américain au Trésor, Nicholas Brady). La sortie de crise repose sur un programme de réduction volontaire de la dette *via* des procédures de marchés (titrisation des créances). Le plan comporte trois volets :

- Premièrement, les pays débiteurs désireux de réduire leur dette doivent au préalable conclure un accord avec les IFI, soumis à conditions, lesquelles doivent garantir la mise en œuvre de politiques économiques favorables aux entrées de capitaux.
- Deuxièmement, la Banque mondiale et le FMI apportent leur aide, se manifestant par l'octroi de prêts concessionnels.
- Troisièmement, les banques ont le choix entre trois options pour la réduction des dettes : la conversion de dette (*debt for equity swaps*), l'échange de dettes de nature différente (*debt for debt swaps*) et le rachat de dette (*debt buy back*).

Le programme repose, par conséquent, sur un marchandage à trois parties : les pays débiteurs, les banques créancières, et le secteur officiel.

Ainsi, il a été possible d'échanger les anciennes créances contre des obligations à trente ans assorties soit d'un taux d'intérêt fixe inférieur à celui du marché, soit d'une décote (obligations Brady). Le remboursement du principal a été garanti par la souscription de bons du Trésor américain à coupon zéro (capital et intérêt capitalisés ont été versés en fin de période) et détenus dans des comptes bloqués. Les intérêts des premières années seulement ont été garantis par un dépôt dans des comptes bloqués ou par le FMI et la Banque mondiale.

*In fine*, ce sont 18 pays qui ont souscrit au plan Brady (avec des modalités d'application diverses). Le plan a conduit à restructurer 200 milliards de créances bancaires en 154 milliards d'obligations (Chuhan & Sturzenegger, 2003). La réduction de l'encours a été de 32% (Raffinot, *op. cit.*) ; les premiers bénéficiaires ont été les banques (il faut rappeler leur opposition au plan Brady au commencement, dont elles jugeaient le sacrifice trop important).

Sur un encours de créances bancaires de 193 milliards de dollars, ces pays ont bénéficié d'une réduction de la valeur faciale de leur dette de 35 milliards, à quoi s'ajoute un gain cumulé sur la baisse du taux d'intérêt de 22 milliards en valeur actualisée.

Hormis la titrisation des créances, la force du plan a résidé sur la coordination des différents acteurs, notamment *via* l'existence de plusieurs options mises à disposition des créanciers (Chuhan & Sturzenegger, *op. cit.*; Bastidon Gilles & *al.*, 2010).

La gestion de la crise de dette des années 1980 marque un tournant, pour la première fois les procédures de marché sont utilisées et mises en avant. De plus, la titrisation des créances a également pour effet de relancer le marché obligataire souverain émergent, ce qui permet la reprise des flux de capitaux vers les pays anciennement en défaut.

Le plan Brady a été considéré comme un succès dans le sens où les pays y ayant souscrit ont retrouvé l'accès au marché international des capitaux ; où il a permis de normaliser les relations entre débiteurs et créanciers.

La crise de la dette met un terme à la structure d'endettement s'appuyant sur le recours massif aux prêts bancaires syndiqués et scinde les pays en développement en deux catégories : un groupe caractérisé par un rationnement du crédit, donc exclu des financements extérieurs privés (*i.e.* les PED) et un groupe y ayant accès sous certaines conditions, les pays émergents.

*Les années 1990 et 2000, le renouveau des obligations souveraines internationales*

A partir des années 1990, les pays émergents recourent de nouveau aux obligations souveraines internationales, et dans une proportion importante. La crise de la dette a laissé des traces et les prêts bancaires syndiqués se sont raréfiés. Les pays émergents ont dû s'adapter à cette nouvelle situation et trouver des sources de financement extérieur alternatives. Cependant, la récurrence des crises à partir du milieu des années 1990 et du début des années 2000 met de nouveau en avant la fragilité des modes de financements émergents, quelques années seulement après la résolution de la crise de la dette. La baisse des entrées de capitaux jusqu'en 2002-2003 les pousse à

accroître leur résilience face aux chocs externes, notamment en privilégiant les émissions en monnaie locale.

Les obligations souveraines internationales sont bénéfiques à plusieurs titres. Premièrement, elles sont une source supplémentaire de financement, ce qui a pour effet de réduire la dépendance vis-à-vis des prêts bancaires internationaux et officiels (multilatéraux et bilatéraux). Deuxièmement, l'implication des investisseurs étrangers a un effet disciplinant sur la politique budgétaire de l'emprunteur souverain et induit une plus grande transparence. Troisièmement, l'émission permet d'établir une référence qui servira pour les émissions futures des entreprises privées et semi-publiques (Das & *al.*, 2008).

L'endettement en devises n'accroît pas nécessairement le risque de subir une crise financière (Bordo & Meissner, 2005). Le niveau d'endettement en devises correspond au degré de péché originel auquel est associé le pays. Ainsi, sur les périodes 1880 – 1913 et 1972 – 1997, certains pays sont relativement stables financièrement malgré un niveau élevé de péché originel. Il apparaît donc que l'endettement en devises est dangereux s'il est mal géré, c'est ce qui distingue principalement les pays émergents des autres catégories de pays. Les résultats de l'étude économétrique des auteurs établissent une courbe en U inversé entre crise de dette et péché originel. Ils déterminent ainsi trois catégories de pays pour les deux périodes. Le dix-neuvième siècle est caractérisé par l'existence d'un centre financier (*i.e.* l'Europe), d'une périphérie constituée des pays formant le cône de l'Amérique latine et des pays européens méditerranéens, enfin une dernière catégorie regroupant des pays aux institutions et systèmes financiers stables, capables d'ordinaire de faire face aux crises. Au vingtième siècle, les auteurs décomposent en trois groupes uniquement les pays fortement exposés au péché originel : les pays pauvres (exclus des financements extérieurs), les pays émergents, et les pays développés dollarisés.

Par simplification, l'économie mondiale est divisée en deux groupes de pays : un cœur, caractérisé par les pays fortement dotés en capital et une périphérie constituée des pays faiblement dotés en capital. Les flux de capitaux circulant à l'intérieur du cœur sont relativement stables, alors que ceux allant du cœur vers la périphérie sont davantage volatils, dépendant fortement des conditions économiques qui prévalent dans la première catégorie de pays.

Au cours des années 2000, certains pays d'Amérique latine (Uruguay, Colombie et Brésil) ont tenté de rompre avec la théorie du péché originel international, en émettant de la dette extérieure en monnaie locale (Cf. Encadré 2 et Tableau 2).

### *Encadré 2. L'émission de titres de dette extérieure en monnaie locale*

#### *Le Brésil*

Le 19 septembre 2005, le gouvernement brésilien, suite à une amélioration notable de ses fondamentaux, a décidé de financer une partie de sa dette externe en émettant des titres libellés en real pour un montant équivalent à 1,5 milliard de dollars. Cette décision doit en partie permettre au Brésil de se soustraire au risque de change sur une portion de sa dette externe. Le choix du gouvernement repose sur une hypothèse forte, à savoir la relative stabilité du real par rapport au dollar. La marge de croissance de ce type d'émission reste importante, en effet, seuls 2% de la dette extérieure du Brésil sont libellés en monnaie locale.

Les détails de l'émission sont les suivants :

- Montant de l'émission : 1,5 milliard (BRL 3,4 milliards).
- Coupon : 12,5% par an.
- Maturité : 10 ans.
- Loi de gouvernance : New-York

Nous pouvons considérer que l'émission a été un succès car la demande était supérieure à l'offre. Les acquéreurs sont essentiellement des investisseurs américains et européens. Selon les estimations de la Banque Mondiale, la dette extérieure libellée en real (corporate et publique confondue) atteindrait environ 25%, en 2007.

Le remboursement du principal et des intérêts se fait en dollars. Les titres sont à taux fixe.

#### *La Colombie*

En novembre 2004, le gouvernement colombien émet des obligations essentiellement libellées en peso colombien.

Les détails de l'émission sont les suivants :

- Montant de l'émission : 375 millions de dollars (COP 954,2 milliards).
- Coupon : 11,75%.
- Maturité : supérieure à 5 ans.
- Loi de gouvernance : New-York.

La demande pour ces titres fut assez forte (1,1 milliard de dollars), ce qui a conduit les Autorités colombiennes à émettre une nouvelle tranche en janvier 2005. Les deux tranches ont été émises à un coût plus faible que sur le marché domestique (50 pb et 31 pb, respectivement). Les détenteurs sont des investisseurs américains (65%), européens (30%) et locaux (5%).

En février 2005, la Colombie procède à une nouvelle émission, aux conditions similaires, mais d'une maturité supérieure à dix ans et un avantage de coût (20 pb) par rapport au marché domestique.

En 2007, le pays réédite l'expérience.

Le remboursement du principal et des intérêts se fait en dollars. Les titres sont à taux fixe.

#### *L'Uruguay*

Lors de la restructuration de la dette uruguayenne (2003), le pays en profite pour émettre une partie de sa dette externe en peso uruguayen.

Les détails de l'émission sont les suivants :

- Montant de l'émission : 290 millions de dollars (UYU 7.3 milliards).
- Coupon : 10,5%.
- Maturité : 3 ans
- Loi de gouvernance : New-York

Les titres sont indexés sur l'inflation.

En août 2004, les Autorités du pays procèdent à une nouvelle émission. Cette fois-ci les titres ne sont plus indexés :

- Montant de l'émission : 250 millions de dollars (UYU 8,2 milliards).
- Coupon : 17,75%.
- Maturité : 2 ans
- Loi de gouvernance : New-York

Le coût de l'opération est relativement coûteux.

Le remboursement du principal et des intérêts se fait en dollars.

*Sources : Tovar (2005), Jeanneau & Tovar (2008), IADB (op. cit.)*

Les émissions colombiennes et brésiliennes présentent des similitudes : un allongement de la maturité qui réduit le risque de refinancement, des titres à taux fixes qui réduisent la volatilité, un remboursement du principal et des intérêts en dollars qui dégagent les investisseurs du risque de conversion associé au contrôle des changes. Les obligations internationales en monnaie locale, dans le cadre de ces deux pays, ont permis aux investisseurs étrangers de contourner les restrictions d'accès aux marchés locaux.

Premièrement, les pays émergents sont contraints de trouver des sources nouvelles de financement suite à la récurrence des crises financières de la fin des années 1990 et du début des années 2000. L'impact des turbulences financières renforce leur volonté de mener des réformes structurelles, ces dernières participant à l'amélioration de leurs fondamentaux macroéconomiques.

Deuxièmement, les pays émergents bénéficient d'un environnement économique mondial très favorable au cours des dernières années : baisse des spreads sur les actifs souverains émergents (plancher atteint en 2006), liquidité importante des marchés et réduction de l'aversion au risque des investisseurs<sup>13</sup>.

Malgré ces deux facteurs explicatifs, rares sont les pays d'Amérique latine qui ont fait ce choix. Certains d'entre eux n'avaient pas forcément la nécessité de recourir à l'endettement externe en raison d'excédents budgétaires importants comme pour le Chili, d'autres ont préféré miser sur le développement des marchés obligataires intérieurs, le Pérou par exemple. Nous pouvons rajouter dans le cas du Brésil et de la Colombie l'existence de réglementations assez strictes envers les investisseurs étrangers<sup>14</sup>, qui ralentit le processus de substitution.

---

<sup>13</sup> Il faut noter que la configuration de l'économie mondiale renforce également l'attrait des investisseurs internationaux pour les titres de créances longs libellés en euros (Boutillier, 2007).

**Tableau 2. Les emprunts d'Etats internationaux en monnaie locale des pays latino-américains**

<i>Pays</i>	<i>Emission</i>	<i>Echéance</i>	<i>Montant</i>	<i>Coupon</i>	<i>Moody's/Fitch/S&amp;P<sup>15</sup></i>	<i>Marché</i>
Argentine	Déc. 1996	Déc. 1998	250	8,75		Euromarché
Argentine	Fév. 1997	Fév. 2007	500	11,75	Ca <sup>16</sup> /D/D	Placement privé
Argentine	Juin 1997	Juil.2049	500	8,75	WR/D/NR	Placement privé
Argentine	Juil.1997	Juil.2049	500	8,75	WR/D/NR	Euromarché
Argentine	Juin 2001	Sept. 2008	931	12,00	Ca/NA/D	International
Brésil	Sep. 2005	Janv. 2016	1479	12,50	B1 <sup>17</sup> /NA/BB-	International
Colombie	Nov. 2004	Mars 2010	500	11,75	Ba2 <sup>18</sup> /BB/BB	International
Colombie	Fév. 2005	Oct. 2015	325	12,00	Ba2/BB/BB	International
Uruguay	Oct. 2003	Oct. 2006	290	10,50	B3/B/B	International
Uruguay	Août 2004	Fév. 2006	250	17,75	B3/B/B	International

Source : BRI (2005)

Même si ce choix marque une avancée, nous pouvons néanmoins nous interroger sur la pérennité de cette solution. Il suffit de revenir quelques années en arrière, pour constater que l'Argentine a émis à plusieurs reprises en monnaie locale, et n'a pas pour autant réussi à diminuer sa vulnérabilité (Cf.

<sup>14</sup> Au Brésil, les investisseurs doivent :  
 – S'inscrire auprès du régulateur des opérations de bourse et de la Banque Centrale.  
 – Disposer d'un représentant légal : l'investissement est assujéti à un impôt de 15% sur les plus-values et à d'autres taxes dans certains cas.

En Colombie, les investisseurs sont soumis à plusieurs contraintes : créer un fonds de placement, payer des impôts en fonction du statut fiscal et des types de placement, acquitter un droit de timbre de 0,4% sur toute transaction financière, depuis fin 2004, conserver pendant au moins un an tous les placements de portefeuille.

<sup>15</sup> Pour la signification des notes attribuées par les agences Fitch et S&P, voir Annexe 7.

<sup>16</sup> Chez Moody's, la note Ca correspond à un investissement hautement spéculatif.

<sup>17</sup> Pour Moody's, la note B1 correspond à un investissement non désirable, c'est également le cas pour la note B3.

<sup>18</sup> Pour Moody's, la note Ba2 correspond à un investissement spéculatif.



Tableau 2). En effet, entre 1996 et 2001, l'Argentine a procédé à cinq émissions successives (deux de dette privée et trois de dette souveraine).

Si nous pouvons logiquement nous interroger sur la viabilité à long terme de ce type d'émissions, nous pouvons également le faire sur l'impact potentiellement négatif pour le développement des marchés intérieurs, cette dernière solution étant la seule à même de garantir un financement pérenne (Jacquet, 2003).

#### *(ii) Les fondements de l'endettement extérieur*

Le recours aux emprunts et à l'endettement extérieur de la part des pays *neufs* et en retard du dix-neuvième siècle s'explique par le déficit structurel de leur balance courante. Logiquement, le trop plein d'épargne disponible des pays européens vient se déverser vers les pays qui en manquent. Si cette situation correspond à un simple phénomène de vases communicants, nous pouvons également mettre en avant la supériorité des taux d'intérêt proposés à l'étranger comme facteur explicatif. Edelstein (1994) établit des taux de rendement de 8% contre 4% au Royaume-Uni sur la période 1870-1913. Mathias (1983) indique également que les banques Barings et Rothschild proposaient à Londres des placements rémunérés 8% pour les pays européens et des taux supérieurs pour les pays latino-américains. Hobson (1902) préfère mettre en avant la faiblesse de la demande globale comme facteur explicatif des entrées massives de capitaux vers les pays *neufs* ou en retard. Cette faiblesse s'explique d'une part, par une inégalité assez forte des revenus, et d'autre part, par le vieillissement de la population européenne.

Le processus d'endettement massif des pays *neufs*, qui caractérise la période, que nous rapprochons de celui qui prévaut à partir des années 1970, aide au développement économique de certains pays. Néanmoins, dans bien des cas, le surendettement conduit à une dépendance accrue de ces pays vis-à-

vis de l'extérieur et des situations d'insolvabilité. L'endettement de la période est donc la résultante de facteurs historiques (l'indépendance des pays latino-américain), de facteurs domestiques (le manque structurel d'épargne et les besoins croissants d'investissement) et de facteurs externes (l'excès d'épargne des pays européens et la recherche de placements rémunérateurs).

L'emprunt est toujours la résultante de ces trois facteurs, quelque soit la période.

Les facteurs domestiques permettent d'expliquer pourquoi les pays s'endettent, mais au-delà ils en déterminent la manière. Les modalités de financement choisies par les pays diffèrent selon la catégorie à laquelle ils appartiennent. En effet, les emprunteurs peuvent être divisés en trois catégories (Raffinot, *op. cit* ; Bordo & Meissner, *op. cit.*).

- Les pays industrialisés, qui ont accès au marché international des capitaux et qui ont la capacité de s'endetter dans leur propre monnaie.
- Les pays à faible revenu (PFR)<sup>19</sup> ou pays pauvres qui sont quasi exclus des marchés internationaux et qui n'ont d'autres choix que d'emprunter auprès d'organismes publics spécialisés.
- Les pays émergents ou à revenu intermédiaire qui ont accès au marché international des capitaux à la condition d'emprunter dans une devise forte. Nous nous intéressons plus particulièrement à cette catégorie de pays pour notre travail.

Les pays émergents peuvent difficilement emprunter dans leur propre monnaie, car ils souffrent du péché originel (Eichengreen & *al.*, 2003). En

---

<sup>19</sup> La Banque mondiale définit les PFR de la manière suivante : « Pays dont le produit national brut (PNB) annuel par habitant était égal ou inférieur à 765 dollars en 1995. Ces pays ont un niveau de vie plus bas, ils ont peu de biens et de services, et beaucoup de leurs habitants ne peuvent pas subvenir à leurs besoins essentiels. On compte actuellement environ 58 pays à faible revenu de 1 million d'habitants ou plus. Leur population totale s'élève à près de 3,2 milliards d'habitants. »

effet, les économies émergentes se situent à un stade intermédiaire : elles ne sont pas forcément plus endettées que les pays avancés, leurs données macroéconomiques ne sont pas forcément mauvaises mais elles souffrent d'un manque de crédibilité<sup>20</sup> en termes de politiques économiques (*i.e.* existence d'un écart important entre les résultats produits par les politiques économiques et les annonces officielles relatives à ces mêmes politiques économiques) par rapport aux autres pays pour emprunter comme elles le souhaiteraient. Elles n'ont donc plus d'autres choix que de se financer à court terme et/ou en devises avec le concours des investisseurs internationaux, ce qui a pour conséquence de les exposer davantage à un risque de refinancement et/ou à un risque de change.

Jeanne & Guscina (2006) démontrent que l'argument du péché originel domestique ne tient plus. Leur étude sur la structure d'endettement des pays émergents montre, qu'en moyenne, ils arrivent à placer de la dette en monnaie locale, à long terme et à taux fixe sur leur marché domestique. Cependant, il existe des différences selon les régions, les pays d'Amérique latine éprouvent encore des difficultés à emprunter sur leur marché domestique, contrairement aux pays asiatiques dont la structure d'endettement est assez proche de celle des pays industrialisés (*Cf. infra*).

Burger & Warnock (2003) montrent que pour les économies émergentes, l'existence de mauvais antécédents en matière d'inflation, puis le manque de crédibilité de la politique monétaire au niveau du ciblage de l'inflation et au niveau de la soutenabilité du régime de change, a rendu pratiquement impossible, pour le gouvernement ou les entreprises, le placement des titres classiques à long terme sur le marché domestique. En effet, les investisseurs

---

<sup>20</sup> Le concept de crédibilité se distingue donc de celui de réputation, bien que l'interchangeabilité des deux concepts soit fréquente (Gilles, 1992). Ainsi, Weber (1991) définit, *stricto sensu*, la réputation comme « ... la probabilité que le public assigne à la cohérence et à la consistance de la poursuite de la politique économique et financière. » (Gilles, *op. cit.*, page 81)

n'étaient disposés à prêter en monnaie locale qu'à court terme ou sur le dollar américain, en raison d'anticipations inflationnistes bien ancrées.

*Les conséquences de ce choix : un accroissement des vulnérabilités*

La problématique n'est pas l'endettement extérieur, c'est inévitable, mais encore une fois la conception du plan d'endettement extérieur. Trop souvent, les pays émergents ont privilégié la forme la plus dangereuse. La dette extérieure correspond à une fraction importante de la dette souveraine, ce qui accroît la dépendance des pays émergents aux financements extérieurs. Il faut noter que, sous cette configuration, les retraits de capitaux émanent soit d'une dégradation des fondamentaux des pays émergents, soit d'une détérioration des conditions économiques des pays avancés, comme ce fut le cas lors de la crise des *subprimes*. Un poids important de la dette libellée en devises qui augmente le risque de change. Enfin, la prépondérance d'obligations de court terme, qui a pour effet d'accroître le risque de refinancement.

Par conséquent, l'adoption d'instruments de financement à court terme, en devises et/ou à des taux variables est associée à des vulnérabilités bilancieller, en termes de devises et de maturité (*currency and maturity mismatch*). Le service de la dette devient plus sensible à la volatilité des performances macroéconomiques comme à celle des anticipations des investisseurs (Weber, 2005). En conséquence, une structure d'endettement de ce type devient un canal de propagation des tensions financières par :

- Une réduction de la liquidité interne ou externe suite à un accroissement de l'aversion au risque des investisseurs qui a pour effet de durcir la contrainte budgétaire de l'emprunteur souverain ;
- Un refinancement de la dette à des taux plus élevés qui en retour entraîne pour la période suivante une augmentation du stock de dette à refinancer, susceptible de déclencher une dynamique déstabilisante ;

- Une utilisation d'instruments de financement plus protecteurs afin d'éviter l'effet boule de neige et le raccourcissement de la maturité de la dette.

Il faut ajouter à cela des systèmes bancaires et financiers domestiques peu développés. La dette interne n'est donc pas substituable à la dette externe, ce qui accroît un peu plus la vulnérabilité des pays émergents à un choc externe.

*Après le rapprochement des deux périodes, trois conclusions s'imposent : les obligations souveraines internationales représentent la norme ; la contrainte que constitue l'endettement extérieur est porteuse de vulnérabilité dont la concrétisation est le défaut souverain ; la volonté de rompre avec la théorie du péché originel international reste difficile à mettre en œuvre.*

*La multiplicité des défauts sur les vingt dernières années ont fait prendre conscience aux pays émergents de la nécessité de développer leur marché de dette publique domestique, afin d'accroître leur résilience à un choc extérieur.*

## 1.2. La dette domestique, une alternative difficile à la dette extérieure

### *(i) Le développement des marchés obligataires domestiques*

Poussés par la communauté internationale (plan d'action du G8 et initiative de la Banque mondiale, notamment, avec la création du Global Emerging Markets Local and Currency Bond Program (GEMLOC)<sup>21</sup>) et un

---

<sup>21</sup> Suite au plan d'action établi par le G-8 à Postdam (Allemagne), la Banque mondiale en collaboration avec le secteur privé, annonce la création du GEMLOC, en novembre 2007. Cette initiative doit faciliter le développement des marchés obligataires domestiques en monnaie locale et accroître la participation des investisseurs institutionnels domestiques et étrangers sur ces marchés. Trois piliers composent le programme :

environnement économique favorable à partir de 2003, les pays émergents se sont efforcés de développer leur marché obligataire domestique. Si nous observons cette tendance pour l'ensemble de l'économie mondiale, nous ne concluons pas pour autant à un développement uniforme.

Le développement des marchés obligataires domestiques s'inscrit dans une volonté générale de réduire les vulnérabilités des pays émergents en cas de chocs extérieurs, spécialement celles des pays latino-américains (Borensztein & al., 2006) ; dans un environnement économique international favorable qui permet, notamment aux pays africains, de s'insérer dans ce processus.

L'Amérique latine et le continent africain sont confrontés à des problèmes d'endettement récurrents. L'expression « crise de la dette des pays latino américains » constitue un abus de langage, dès lors que cette crise associe également des pays africains. Si l'Amérique latine a accès au marché international des capitaux, il n'en est pas de même pour l'ensemble du continent africain. L'objectif poursuivi par le développement des marchés domestiques est le même, mais les raisons initiales divergent. Dans le premier cas, c'est la répétition des crises qui réduit les financements *via* une défiance généralisée des investisseurs internationaux, dans le second cas c'est l'incapacité, en moyenne, de s'endetter à l'extérieur.

### *L'Amérique latine*

Les marchés obligataires domestiques ont longtemps occupé une place secondaire. Cinq facteurs essentiels expliquent ce sous-développement :

- 
- La création d'un fonds obligataire.
  - La création d'un indice, le GEMX (Global Emerging Markets Bond Index), qui doit guider les décisions des futurs investisseurs.
  - La fourniture d'une assistance technique aux pays émergents pour une durée de dix ans.

D'ici 2012, la Banque mondiale espère que le fonds aura investi dans une quarantaine de pays.

- La faiblesse des fondamentaux macroéconomiques (forte inflation, déficit budgétaire, solde négatif de la balance des paiements courants) et/ou microéconomiques (fragilité des systèmes bancaires et financiers domestiques), jusqu'à une période récente.
- L'absence quasi-totale d'une base locale d'investisseurs suffisamment large et diversifiée. Le secteur financier, notamment les banques, continue d'occuper une place prépondérante dans la détention de la dette.
- Le faible recours aux agences de notation. En effet, la notation de la dette domestique est un phénomène assez récent<sup>22</sup>. Il était donc difficile pour les investisseurs de classer le pays, hormis de s'aligner sur la note de la dette souveraine en devises.
- L'existence de restrictions envers les investisseurs étrangers, comme nous l'avons constaté précédemment dans le cas du Brésil et de la Colombie (*Cf. supra*).
- L'inefficience des marchés primaires, caractérisée par la faible prévisibilité et transparence des émissions.

Malgré ces obstacles, le volume d'émissions des administrations centrales et des sociétés non financières a augmenté de 337% entre 1995 et 2005 (Jeanneau & Tovar, 2006). Ainsi, les marchés domestiques ont représentés la principale source de financement des secteurs publics et privés (Mathieson & *al.*, 2004). Cependant, le développement des marchés obligataires domestiques ne poursuit pas un chemin uniforme.

---

<sup>22</sup> L'essor des notations de la dette domestique en monnaie nationale correspond au développement des marchés obligataires domestiques. Les premières notes apparaissent dans les années 1990 et émanent seulement des pays emprunteurs les mieux notés. En moyenne, les agences de notation attribuent un *rating* plus élevé à la dette en monnaie nationale qu'à celle en devises. Néanmoins, les écarts de notation sont moins importants chez Moody's (28% des cas) que chez S&P et Fitch (plus de 50% des cas), (Packer, 2003).

- La taille des marchés varie fortement d'un pays à un autre, les marchés les plus grands restant ceux du Brésil et du Mexique, avec un encours respectif de 583 et 159 milliards de dollars.
- Le secteur public au sens large continue d'occuper une place prépondérante dans les émissions de titres de dette.
- Les émissions de titres de dette à court terme, à taux variables ou indexés sur l'inflation constituent toujours une part importante du stock total de dette. Néanmoins, nous notons une progression des émissions de titres de dette à taux fixe, particulièrement pour le Mexique (5% en 2000 contre 40% en 2005) et le Brésil (15% en 2000 contre 30% en 2005). Ces pays ont aussi renoncé à émettre des obligations indexées sur le change. Seuls l'Argentine et le Venezuela semblent résister à cette tendance. Le gouvernement argentin continue d'avoir recours à ces instruments qui s'avèrent nécessaires pour accéder aux marchés après son défaut de paiement en 2001.
- L'allongement de la maturité des titres libellés en monnaie locale. La maturité moyenne de la dette nouvellement émise au titre des gouvernements atteint 56 mois pour le Brésil et 31 mois pour le Mexique, à la fin de l'année 2006.
- Les marchés secondaires sont davantage liquides, même si le degré de transaction reste inférieur aux marchés développés. Les résultats varient fortement d'un pays à l'autre. Le Mexique et l'Argentine possèdent les marchés obligataires domestiques les plus liquides de la région. McCauley & Remolana (2000) estiment la taille minimale à 100 milliards de dollars, en comparant avec les résultats produits par Jeanneau & Tovar (*op.cit.*), seuls le Brésil et le Mexique ont atteint le seuil critique. Le recours encore important aux obligations indexées explique également la faible liquidité de ces marchés. En effet, ce type d'instruments est généralement conservé jusqu'à l'échéance, il fait donc l'objet de peu de transactions sur le marché secondaire.



Le développement de ces marchés s'expliquent par des facteurs endogènes (amélioration des fondamentaux économiques, desserrement des conditions d'investissement) et exogènes (BRI, 2008). Il semble que les facteurs exogènes aient joué un rôle prépondérant (Borensztein & *al.*, *op. cit.*). En effet, la faiblesse des taux d'intérêts nominaux sur les marchés matures, ainsi que le recul de l'aversion au risque des investisseurs, ont poussés ces derniers à diversifier davantage leurs portefeuilles.

Parmi les pays latino-américains, le Mexique et le Brésil se sont montrés particulièrement actifs dans le développement de leur marché obligataire domestique (*Cf.* Encadré 3).

### ***Encadré 3. Le développement des marchés obligataires domestiques : l'exemple du Mexique***

La crise mexicaine de 1994 a fait prendre conscience aux Autorités du pays qu'il était dangereux d'être trop dépendant des financements extérieurs. A la suite de cet épisode, le Gouvernement mexicain a donc décidé d'accélérer le processus de substitution de la dette interne à la dette externe. Au final, l'Etat mexicain a réussi à émettre un volume important de titres de dette domestique à taux fixe, et à créer une courbe des rendements à long terme, deux résultats importants pour un pays où les emprunts à court terme (ou indexés) demeurent la norme. Afin de développer un marché obligataire domestique stable, le gouvernement a misé sur l'amélioration des conditions de l'offre et de la demande.

#### *Du point de vue de l'offre*

- Il a donné la priorité au financement intérieur des déficits budgétaires.
- La maturité de la dette a été allongée, afin de satisfaire la demande des investisseurs institutionnels domestiques nouvellement autorisés sur ce marché.
- L'amélioration de la liquidité du marché secondaire.
- L'élaboration d'un calendrier des émissions obligataires qui accroît la prédictibilité et la transparence du marché primaire.
- La réforme structurelle du marché primaire.

#### *Du point de vue de la demande*

- La stabilisation de l'environnement macroéconomique.
- La réforme de l'investissement institutionnel.

- L'instauration du négoce des dérivés.
- La mise en place d'une nouvelle loi sur la faillite.

Le retour des investisseurs étrangers sur les marchés émergents semble avoir joué un rôle non négligeable dans le développement des marchés domestiques. Fin 2004, au Mexique, les investisseurs internationaux détenaient 7% de l'encours total des emprunts d'Etat domestiques, contre 2% fin 1999. Fin 2004, ces derniers détenaient 54% et 84% respectivement, des obligations à 10 et 20 ans.

L'autre fait marquant a été l'allongement de l'échéancier. Fin 1995, l'encours était constitué uniquement d'instruments d'une maturité inférieure ou égale à 1 an et de titres indexés sur les taux courts ou l'inflation. Fin 2004, les obligations à taux fixe d'échéance supérieure à 1 an représentaient déjà 40% de l'encours total.

Malgré les efforts déployés par le Mexique, le marché intérieur reste soumis à un niveau important de risque de refinancement, étant donné que les titres à court terme et indexés représentent toujours 60% de l'encours total de la dette.

*Sources : Jeanneau & Verdia (2005), BRI (2009)*

L'Amérique latine est entrée dans un processus de substitution de la dette externe, mais malgré les efforts accomplis dans cette voie le risque de refinancement reste élevé et face à la dégradation actuelle des conditions d'emprunts, il est difficile de se prononcer sur la pérennité d'une telle stratégie. Dans ce cas, les facteurs domestiques ont eu autant d'importance que les facteurs externes. Or, pour certains pays africains, c'est essentiellement l'existence d'un environnement économique mondial favorable (taux d'intérêt réels historiquement bas et surliquidité des marchés de capitaux internationaux) qui leur a permis de développer leur marché obligataire domestique.

#### *Les pays émergents du continent africain*

En effet, depuis l'année 1995, les principaux marchés émergents africains de la dette publique, en monnaie locale, ont connu un développement soutenu. L'encours était en moyenne de 22% du PIB sur la période 2001-2007, contre 15% du PIB sur la période 1995-2000. Cependant, le marché de la dette publique des pays émergents africains reste en retrait par rapport à celui des autres émergents, pour lesquels ce marché représente, en moyenne, 40% de

leur PIB cumulé. Les pays africains, dans leur ensemble, restent fortement dépendants des financements multilatéraux, bilatéraux et des dons.

L'environnement économique favorable jusqu'à la crise des *subprimes*, l'amélioration des fondamentaux économiques (baisse de l'inflation, fluctuations du PIB moins volatiles, investissement en progression, gestion plus rigoureuse des finances publiques, réalisation d'excédent budgétaire, baisse du taux d'endettement extérieur, amélioration de la balance des paiements, constitution de réserves de changes), ainsi que les annulations de dette, qui ont permis de rétablir la solvabilité de certains pays, semblent expliquer le développement de ces marchés.

Les investisseurs trouvent en ces marchés une nouvelle source de diversification de leurs portefeuilles, dans un contexte où les primes de risques sur les actifs souverains avaient été révisées à la baisse, tandis que les pays y trouvent une nouvelle voie de financement du développement.

Cependant, ces marchés restent fragiles, notamment en raison d'un risque élevé de défaut, de leur petite taille, de la faiblesse des infrastructures, du manque d'offreurs et de demandeurs de dette publique.

Hormis la diversification des modes de financement, caractéristique commune à l'ensemble des pays du continent, les motivations divergent selon les pays. Trois grandes motivations émergent.

- La volonté de moderniser le système financier domestique, qui repose trop souvent sur un secteur bancaire étroit et peu concurrentiel.
- Le souhait de renoncer au financement monétaire des déficits publics par la Banque Centrale, et ainsi permettre à terme l'émergence d'une entité indépendante des pouvoirs publics.
- La stérilisation de l'augmentation des réserves par l'émission de titres par la Banque centrale, dans le but de réduire l'excès de liquidités.

La taille de ces marchés est fortement hétérogène (Cf. Tableau 3), malgré certaines caractéristiques communes. En effet, les émissions concernent essentiellement des titres de dette publique ; la base d'investisseurs est étroite, elle est constituée majoritairement d'établissements financiers (Cf. Tableau 4) ; les marchés restent peu liquides, notamment en raison de l'absence d'un marché secondaire actif ; la structure par terme des encours de titres s'est progressivement allongée, certains pays émettent désormais avec des horizons de plus de cinq ans, contre trois mois à un an avant les années 2000 (Cf. Tableau 5).

**Tableau 3. Encours de titres de la dette publique pour les pays émergents d'Afrique depuis 1980 (en moyenne par sous-période, en % du PIB)**

<i>Pays</i>	<i>1980 à 1989</i>	<i>1990 à 1994</i>	<i>1995 à 2000</i>	<i>2001 à 2007</i>
Afrique du Sud	30	37	45	30
Maroc	Nd*	Nd	Nd	42
Tunisie	Nd	Nd	Nd	14
Moyenne Afrique Sub-Saharienne (ASS)	11	12	15	22
Moyenne ASS Pays Pauvres et Très Endettés (PPTE)	9	6	8	8
Moyenne ASS non PPTE	14	18	23	26

Source : Cabrillac & Rocher (2009)

\* Nd : données indisponibles

L'encours de la dette publique rapporté au PIB représente 30% pour l'Afrique du Sud, en moyenne, sur la période 2001 – 2007 ; le pays est donc largement au dessus de la moyenne des pays d'Afrique sub-saharienne (22%). Cependant, l'encours sud-africain est moindre sur cette période que pour les précédentes. Pour la Tunisie et le Maroc, les données ne sont disponibles que pour la période 2001 – 2007 ; l'encours représente respectivement 42 et 14%.

La Tunisie<sup>23</sup> est considérablement en retrait par rapport à l'Afrique du Sud et au Maroc, mais également par rapport à l'Afrique sub-saharienne (ASS).

L'encours a crû en moyenne pour les pays ASS et les pays ASS qui ne répondent pas à l'initiative des pays pauvres très endettés (PPTE), mais stagné pour les pays ASS qui répondent à l'initiative PPTE.

En conclusion, l'Afrique du Sud et le Maroc se distinguent par des marchés dont la taille se rapproche de celle des autres économies émergentes. Les marchés des autres pays du continent, bien que ces derniers aient produit des efforts, restent considérablement en retrait.

**Tableau 4. Répartition des encours des titres publics par détenteur (en %, fin 2007)**

Pays	Secteur financier			Secteur non financier
	Banque centrale	Banques	Institutions financières non bancaires	
Afrique du Sud	2	19	34	45
Maroc	0	19	66	15
Tunisie	5	32	21	42
UEMOA	1	80	14	5
Moyenne Afrique	4	30	33	32
Moyenne ASS	6	34	24	37
Moyenne ASS PPTE	19	52	14	15
Moyenne ASS non PPTE	4	32	25	39

Source : Cabrillac & Rocher (op. cit.)

Le secteur financier détient la majorité des titres pour l'Afrique du Sud (55%), le Maroc (84%) et la Tunisie (58%), il en est de même pour l'ensemble des pays africains. Néanmoins, le secteur non financier détient seulement 16% de l'encours au Maroc, contre 45 et 42% pour l'Afrique du Sud et la Tunisie, respectivement. A l'intérieur du secteur financier, les institutions financières

<sup>23</sup> Le retrait de la Tunisie s'explique par la configuration de son compte de capital. A ce sujet, Cf. Gilles & Mouley (2009), *Libéralisation du compte de capital et convertibilité intégrale : cadre de gestion macroéconomique en Tunisie et expériences comparées de pays émergents*, Rapport Femise, n° FEM33-03, Union Européenne.

non bancaires détiennent la part la plus importante en Afrique du Sud et au Maroc, contrairement à la Tunisie où les banques continuent d'être les premières détentrices.

**Tableau 5. Maturité moyenne de la dette publique (en mois et en variation)**

<i>Pays</i>	<i>2000</i>	<i>2007</i>	<i>Variation 2000/2007*</i>
Afrique du Sud	58.3	97.0	66,38%
Maroc	87.6	123.0	40,41%
Tunisie	24.4	52.0	113,11%
UEMOA	17.5	40.1	129,14%
Moyenne Afrique	43.6	76.6	75,69%
Moyenne ASS	38.2	52.1	36,39%
Moyenne ASS PPTE	15.1	35.3	133,77%
Moyenne ASS non PPTE	41.9	49.2	17,42%
<i>A titre de comparaison</i>			
<i>Amérique latine (Argentine, Brésil, Colombie, Mexique, Venezuela)</i>	28.8	46.8	62,5%
<i>Asie émergente (Chine, Inde, Corée, Taïwan)</i>	32.4	73.2	125,93%
<i>Europe centrale (Hongrie, Pologne, République tchèque, Russie)</i>	31.2	43.2	38,46%
<i>Moyenne économies émergentes</i>	38.4	54.0	40,63%
<i>Moyenne pays industrialisés</i>	76.8	68.4	-10,94%

Source : Cabrillac & Rocher (op. cit.)

\* D'après des calculs personnels

L'Afrique du Sud, le Maroc et la Tunisie ont allongé la maturité des titres de dette publique. L'effort le plus soutenu est celui de la Tunisie (+113%), cependant la maturité reste inférieure à celle des deux autres pays et à la moyenne des pays africains. La maturité moyenne des trois pays est supérieure à celle des pays émergents, 91 mois contre 54, respectivement. Il faut noter que la dette domestique de l'Afrique du Sud, de la Tunisie et du Maroc est associée à la qualité *Investissement* pour les principales agences de notation.

Les pays africains, quelque soit leur catégorie d'appartenance, ont allongé la maturité de leur dette. Il en est de même pour l'ensemble des pays émergents (allongement d'un an en moyenne). Cependant, la maturité des titres d'Europe

centrale et d'Amérique latine reste courte (inférieure à 5 ans), contrairement aux pays africains, en moyenne, et ceux de l'Asie émergente.

Comme dans le cas de l'Amérique latine, les investisseurs non résidents ont été motivés par des opportunités en termes de rendement et de diversification de leurs portefeuilles, dans une période marquée par la baisse des taux d'intérêt sur les marchés développés et émergents, et la réduction des primes de risques sur les actifs souverains. De plus, le recours plus large à la notation a offert une meilleure lisibilité des politiques macroéconomiques, et a contribué à soutenir l'intérêt des investisseurs étrangers. Cependant, l'ouverture aux investisseurs non-résidents reste limitée en raison de l'existence de régime de contrôle des changes, et de restrictions administratives à la libre circulation des capitaux (Daniel, 2007).

#### *Revue de littérature empirique sur la composition de la dette domestique des pays émergents*

Suite aux défauts des années 1990 et 2000, les pays émergents ont fourni des efforts importants pour réduire la part de la dette souveraine extérieure dans la composition de la dette souveraine, portés par un contexte économique mondial favorable. Par conséquent, il s'est opéré une substitution progressive de la dette extérieure à la dette domestique. Il est donc assez naturel que les dernières études menées se soient focalisées davantage sur la composition de la dette domestique des pays émergents.

Le développement des marchés obligataires domestiques, particulièrement en monnaie locale, ainsi que la participation des investisseurs étrangers semblent dépendre de trois variables : la stabilité de l'inflation, le degré de protection des investisseurs, et l'existence de marchés dérivés (Burger & Warnock, 2006).

L'étude de la composition de la dette domestique des pays émergents est importante dans le sens où elle offre une cartographie des vulnérabilités auxquelles sont exposés les Etats. Les vulnérabilités varient d'une région à une autre, d'un pays à un autre.

Ainsi, la composition de la dette domestique au sens large (somme de la dette publique et de la dette privée) n'est pas la même en Asie, en Amérique latine ou en Europe centrale et orientale. Les pays asiatiques sont caractérisés par des niveaux de dette privée importants, contrairement aux pays d'Amérique latine où le poids de la dette publique reste prépondérant. Il en découle des risques différents en cas de chocs. A terme, le dernier garant est toujours l'Etat.

Mehl & Reynaud (2008)<sup>24</sup> décomposent la vulnérabilité de la dette domestique en trois parties : le risque de change (*i.e.* la part de la dette libellée en devises), le risque de refinancement (*i.e.* la part de la dette libellée à court terme) et le risque de taux (*i.e.* la part de la dette indexée).

*« Des facteurs tels que la taille économique des pays, la profondeur de la base domestique d'investisseurs, ainsi qu'une politique fiscale saine sont associés à des niveaux moins élevés de risque de la dette publique domestique. Seule l'inflation a un impact significatif sur tous les types de risque ».*

Les sources de vulnérabilité les plus importantes sont le risque de refinancement, puis le risque de taux, enfin le risque de change.

Jeanne & Guscina (*op. cit.*)<sup>25</sup> décomposent la dette domestique en fonction de la maturité (court terme, moyen terme et long terme), d'une part, du libellé : monnaie locale (taux d'intérêt fixe et variable), devises (taux d'intérêt fixe et variable), et de l'indexation (taux d'intérêt fixe et variable), d'autre part (*in fine*, les auteurs obtiennent dix-huit catégories de dette). La composante la

---

<sup>24</sup> L'étude porte sur un échantillon de 33 pays émergents sur la période 1994 – 2006.

<sup>25</sup> L'étude porte sur un échantillon de 18 pays à partir de 1980.



plus saine est la dette domestique en monnaie locale, à taux d'intérêt fixe, à long terme. La composition de la dette domestique de l'Asie est assez proche de celle des pays avancés<sup>26</sup>. L'Amérique latine<sup>27</sup> continue d'emprunter davantage à l'extérieur, même si la part de la dette extérieure tend à baisser au profit de la dette domestique qui a augmenté de 15% entre 1988 et 2002. La capacité de financement domestique dépend de deux variables.

- Le niveau d'épargne domestique.
- Le développement du système financier et bancaire.

La composition de la dette domestique est plus hétérogène que celle de la dette extérieure, et ce pour toutes les régions. Parmi les dettes domestiques les plus diversifiées, on trouve le Brésil, le Mexique et la Turquie. La fraction la plus importante, pour les pays précités, est celle de la dette en monnaie locale, à long terme et à taux fixe. Ces résultats vont à l'encontre du péché originel domestique décrit par Eichengreen & *al.* (*op. cit.*). Les niveaux varient fortement d'une région à une autre : la part de la dette en monnaie locale, à taux fixe, à long terme dans la dette domestique représente 45% pour l'Asie contre 10% pour l'Amérique latine. Si l'on prend également en considération le moyen terme, elle atteint quasi 90% pour l'Asie et seulement 15% pour l'Amérique latine. Alors que cette part ne fait qu'augmenter depuis 1989 pour les pays asiatiques, elle ne fait que se réduire pour les pays d'Amérique latine et ce depuis 1980.

De Bolle & *al.* (2006) s'intéressent plus particulièrement au niveau et à la composition de la dette des pays émergents avant, pendant et après un choc, quelle que soit sa nature. Le niveau d'endettement des pays émergents tend à

---

<sup>26</sup> Les pays avancés retenus sont les suivants : Canada, Japon, France, Etats-Unis et Royaume-Uni.

<sup>27</sup> Les pays d'Amérique latine sont les suivants : Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique et Venezuela.

s'accroître après la manifestation d'une crise et la composition de la dette se modifie, aussi bien au niveau domestique (la modification se caractérise par une plus grande exposition du secteur bancaire domestique à la dette souveraine) qu'au niveau extérieur (la part des créanciers multilatéraux tend à s'accroître).

En effet, les auteurs constatent que la dette domestique et la dette extérieure ne suivent pas le même cycle avant, pendant et après la crise. Avant la crise, la dette domestique croît plus fortement que la dette extérieure, puis pendant la crise, la dépréciation du taux de change ainsi que les accords conclus avec les IFI renchérissent le poids de la dette extérieure, enfin après la crise la dette domestique augmente et la dette extérieure baisse (du fait d'une perte d'accès temporaire des pays au marché international de capitaux, d'une hausse du taux de change et du début des remboursements à leurs créanciers).

Quatre résultats émergent de cette étude<sup>28</sup>.

- Le choc engendre un accroissement du ratio dette du secteur public/PIB de 36%, en moyenne, entre l'année qui précède la crise et l'année qui la suit. Cette augmentation est essentiellement due à une dépréciation du taux de change.
- L'augmentation persiste plusieurs années.
- La structure de la dette souveraine est plus rigide.
- Les Autorités ont des difficultés à réduire les vulnérabilités de la dette souveraine (notamment, le risque de refinancement et le risque de change).

L'afflux de capitaux à la recherche de placements rémunérateurs dans un monde caractérisé par une très forte liquidité a réduit les primes de risque à des niveaux historiquement bas, donnant ainsi le sentiment à quelques pays qu'ils pouvaient durablement emprunter avec des marges réduites.

---

<sup>28</sup> L'étude porte sur un échantillon de douze pays émergents ayant fait face à une crise.

Si les facteurs externes ont joué un rôle prépondérant dans l'amélioration des fondamentaux des pays émergents, alors la résilience nouvellement acquise par les pays émergents n'est peut être qu'« un trompe l'œil ». Par conséquent, il nous semble intéressant d'étudier la réaction de ces marchés suite au déclenchement de la crise des *subprimes*.

(ii) *Une résilience en trompe l'œil*

Malgré les signes de découplage observés ces dernières années, les pays émergents, particulièrement ceux d'Amérique latine, ont été fortement marqués par la faillite de Lehman Brothers (15 septembre 2008). Cependant, ils ont été moins touchés au regard des prévisions qui avaient été faites. Le niveau élevé des réserves de change, ainsi que le développement des marchés domestiques, semblent avoir joué un rôle primordial dans l'absorption de ce choc (Cf. Tableau 6).

**Tableau 6. Réserves de change (position en fin d'année)**

	En milliards de dollars américains				En pourcentage de								
					PIB	Dette extérieure à court terme				Importations			
	96	07	08	09		08	96	07	08	09	96	07	08
Argentine	18	44	44	44	14	60	200	279	274	75	99	77	84
Brésil	58	179	193	186	12	111	292	342	329	109	149	111	115
Chili	16	17	23	24	14	201	86	113	114	89	38	40	47
Colombie	9	20	23	23	9	142	201	390	352	69	61	58	57
Mexique	19	86	94	84	9	60	256	241	218	21	31	30	29
Pérou	11	27	30	30	24	166	284	248	243	135	137	106	111
Venezuela	11	24	33	19	10	273	347	972	569	125	57	72	42
<i>Memo</i>													
Amérique latine	142	397	440	410	13	145	238	369	300	89	82	71	69
Asie	246	2.327	2.685	2.712	40	284	624	889	908	60	120	106	120
Asie du Sud-Est	91	270	283	289	27	119	431	500	498	39	64	54	60
Europe centrale	40	124	133	138	17	383	177	169	175	49	31	29	33
Autres	29	569	513	465	15	59	260	279	254	19	96	70	70
Ensemble émergent	548	3.688	4.054	4.015	22	188	343	452	429	58	80	68	72

Source : BRI (2008)

Les réserves de change rapportées aux importations sont en baisse (20 points entre 1996 et 2009) pour l'Amérique latine. Les réserves de change rapportées à la dette extérieure à court terme sont en baisse pour l'Europe centrale (de plus de la moitié entre 1996 et 2009). En conséquence, jusqu'à la survenue de la crise des *subprimes*, l'accumulation des réserves de change a permis, à court terme, de stabiliser le marché des changes, de soutenir le cours des monnaies, d'injecter des liquidités dans l'économie et d'abaisser les taux d'intérêt.

L'accumulation des réserves de change en dollar par les pays émergents, spécialement la Chine, qui a prévalu jusqu'en 2008, a pour but de contenir l'appréciation de leur monnaie comme ce devrait être le cas au regard de leurs fondamentaux. En effet, leur croissance économique est tirée par les exportations (compétitivité-prix). En contre-partie, les Etats-Unis ne sont pas contraints de mettre en œuvre des politiques de réduction de leurs déficits jumeaux du fait de l'existence d'investissements importants en leur faveur grâce aux excédents commerciaux de leurs partenaires. Cette relative stabilité des échanges, du fait de l'existence de ce double déséquilibre des balances de paiements incarne la thèse de Bretton Woods II (Dooley & al., 2003, 2004a, 2004b, 2005). Selon Jouini & Pastré (2008), la crise des *subprimes* remet en cause ce paradigme géo-financier, et ce à une double échelle. Au premier niveau, l'économie américaine est confrontée à un accroissement de ses déficits consécutif d'une part, au coût du plan de relance, et d'autre part, à la récession. Au second niveau, la transformation de la crise bancaire et financière en crise économique impacte les pays émergents, dans le sens où la demande des pays du Nord, vers lesquels sont dirigées leurs exportations s'affaiblit. En outre, leur marché domestique ne peut absorber cette production. *In fine*, les pays émergents auront davantage de mal à assurer leur rôle de locomotive de la croissance mondiale, puis l'équilibre des flux mondiaux d'Épargne et d'Investissement.

Les deux derniers défauts qui ont marqué les esprits sont ceux de la Fédération de Russie et de la République d'Argentine. Dans le premier cas, le défaut était associé à un risque systémique important et un risque de contagion devenu, lui, effectif. Dans le second cas, la contagion s'est limitée à l'Uruguay et le risque systémique était faible. Jusqu'à aujourd'hui, la Russie et l'Argentine n'ont quasiment pas émis d'obligations souveraines internationales, pour autant les raisons divergent. Les signes de découplage observés sont-ils vraiment valides pour ces deux pays ?

La Russie, après avoir épuisé ses réserves de change, qui étaient importantes en raison de la hausse du prix du pétrole et du gaz lors des dernières années, devrait être contrainte, à nouveau, d'émettre sur le marché international des capitaux. Cet emprunt estimé à 10 milliards minimum constituerait une première, depuis le défaut souverain de la Russie en 1998 (excepté l'émission de 2001). Preuve, s'il en est, que la Russie a su tirer avantage du contexte économique favorable, mais n'a pour autant pas engagé les réformes nécessaires et suffisantes pour accroître sa résilience de manière durable. Néanmoins, l'obtention de la qualité *investissement*, à partir de 2004, doit logiquement lui permettre de se financer à un coût moindre qu'il y a dix ans.

L'Argentine est à l'heure actuelle dans une situation critique, seulement cinq ans après la conclusion du troisième et dernier accord de restructuration de sa dette souveraine suite au défaut de 2001<sup>29</sup>. Le montant de la dette publique extérieure arrivant à échéance en 2010 est de 18 milliards de dollars (dont 5 d'intérêt). Afin de rembourser les échéances à ses créanciers privés, la présidente de la République argentine, Madame Cristina Kirchner, espère pouvoir puiser 6,5 milliards dans les réserves de la Banque centrale qui sont estimées à 48 milliards. Ce procédé amputerait les réserves de la Banque centrale d'un peu plus de 13%. L'ancien Gouverneur de la Banque centrale,

---

<sup>29</sup> Il faut noter que 20% de la dette mise en défaut en 2001 n'ont toujours pas été restructurés.

institution indépendante, Monsieur Martin Redrado, s'y est opposé. Cette décision a entraîné sa destitution par décret présidentiel. La justice a rétabli le Gouverneur dans ses fonctions au motif que Mme Kirchner avait outrepassé ses prérogatives. Cet épisode vient s'ajouter au feuilleton du règlement non terminé de la dette souveraine antérieure, véritable bras de fer entre les Autorités argentines et les créanciers. En effet, en mettant à disposition une partie des réserves de la Banque centrale, Monsieur Redrado a craint leur saisie par une juridiction étrangère<sup>30</sup>. Le schéma est facilement compréhensible : si l'Argentine peut rembourser sa dette arrivant à échéance, elle a alors les moyens de payer ses créanciers antérieurs, en vertu de l'application de la clause *pari passu* (Cf. *infra*). Cette crainte est justifiée par la décision, au même moment, d'un juge new-yorkais qui a ordonné une saisie de 1,7 million de dollars<sup>31</sup>. Depuis Monsieur Redrado a été destitué, puis remplacé par une fidèle du gouvernement, Madame Marco del Pont, et la présidente argentine a réussi à obtenir le transfert des réserves afin d'effectuer un premier remboursement en mars, au risque de plonger son pays dans une grave crise institutionnelle.

Les remboursements anticipés, sous la présidence de Monsieur Nestor Kirchner (2003 – 2007) auprès du FMI en 2006 (9,5 milliards de dollars) et du Club de Paris<sup>32</sup> en 2008 (7,9 milliards de dollars) ont peut-être été prématurés, dans le

---

<sup>30</sup> Outre la crainte d'une saisie des ressources financières du pays par les créanciers *via* l'ordonnance d'une juridiction étrangère, les actifs de la Banque centrale argentine ne peuvent servir qu'à rembourser la dette multilatérale.

<sup>31</sup> La décision du juge new-yorkais fait suite à la demande de fonds (Elliot Associates L.P. et Dart) réunissant des porteurs de titres argentins ayant refusé l'accord de renégociation de la dette de juin 2005.

<sup>32</sup> Le Club de Paris est né en 1956, consécutivement au défaut de paiement de l'Etat argentin la même année, pour gérer les restructurations des dettes bilatérales. Le Club est une organisation informelle, dont la présidence (Monsieur Ramon Fernandez) et le secrétariat général (Madame Claire Cherenetinski) sont assurés par le Trésor français. Il réunit dix-neuf créanciers permanents et accueille temporairement selon les dossiers traités d'autres pays créanciers. Un pays en défaut de paiement qui veut conclure un accord avec le Club de Paris, doit au préalable avoir conclu un arrangement avec le FMI (le rôle du Fonds est ici central dans le sens où il octroie une labellisation des pays, qui les rend éligibles à une procédure de restructuration). Tout accord conclu avec le Club comprend les éléments suivants : le taux de couverture, la période de consolidation, la *cut off date*, et les délais et termes de remboursement. Il existe cinq niveaux de réduction de la dette bilatérale à moyen et long terme : les termes de Toronto (33%, 1998), les termes de Londres (50%, 1991), les termes de

sens où cette décision a privé le pays de ressources qui auraient pu être investies autrement.

La crise des *subprimes* a révélé de nouvelles vulnérabilités telle que l'exposition accrue des entreprises et ménages au financement extérieur en devises. C'est notamment le cas pour les pays d'Europe centrale et orientale (PECO), pour lesquels les entreprises et les ménages se sont fortement endettés en euro (anticipant le passage à la monnaie unique) ou en franc suisse, et se sont donc exposés à un risque de change important. Ainsi, les Autorités des PECO sont contraintes de fournir des efforts qui, à terme, nécessitent l'augmentation de la dette souveraine (l'Etat est un relai) et posent la question de la soutenabilité de la dette souveraine. Plusieurs pays ont déjà conclu des accords avec le FMI et l'Union européenne (UE). Il est donc important dans un futur proche de développer le marché domestique de la dette privée en monnaie locale, et de renforcer celui de la dette publique en monnaie locale. Le but étant d'opérer une substitution le plus rapidement possible.

Le revers significatif des flux de capitaux, l'effondrement du prix des marchandises et la détérioration de la confiance après la faillite de Lehman Brothers ont entraîné des dépréciations marquées et des coûts de financement plus élevés pour l'ensemble de la région. Les monnaies latino-américaines ont été très volatiles, notamment le peso mexicain et le real brésilien.

Les spreads sur les marchés latino-américains de la dette souveraine extérieure ont atteint un pic de 914 points de base après la faillite de Lehman Brothers, et ont augmenté de 135%. Depuis, ils ont retrouvé leur niveau observé sur la dernière décennie. Les pays les plus touchés ont été l'Argentine, le Venezuela, ainsi que les pays les moins bien notés.

---

Naples (50-67%, 1995), les termes de Lyon (80%, 1996) et les termes de Cologne (90% et plus si nécessaire dans le cadre de l'initiative PPTE).

Les rendements des obligations à long-terme se sont accrus pour l'ensemble de la zone, à l'exception du Chili.

La plupart des pays latino-américains ont stabilisé ou réduit leur dette extérieure, mais le secteur privé reste fortement exposé à ce mode de financement (Cf. Encadré 4).

***Encadré 4. Des marchés obligataires domestiques performants durant la crise des subprimes : le cas de l'Amérique latine***

Le développement des marchés obligataires domestiques, depuis les années 2000, semble avoir permis, dans un premier temps, d'absorber une partie du choc de la crise des *subprimes*, notamment le retrait des capitaux étrangers.

Cependant, la performance des marchés obligataires domestiques a été mitigée. D'un côté, ils ont fourni une alternative au financement extérieur et ont montré une plus grande résilience par rapport aux marchés obligataires internationaux. D'un autre côté, les investisseurs étrangers ont réduit leur exposition et se sont déplacés vers le segment des instruments de dette de court terme.

La plupart des gouvernements ont été capables de refinancer leur dette à court terme, d'allonger la maturité de leur dette ou d'émettre de nouveaux titres.

Les rendements obligataires, notamment des obligations à long terme se sont accrus de manière significative. Afin de satisfaire la demande d'instruments de court terme et de contrer la chute rapide de la demande d'obligations de long terme, le Trésor mexicain, notamment, a réduit l'émission d'obligations au quatrième trimestre de l'année 2008.

---

*Source : BRI (2008, op. cit.)*

*La structure d'endettement ne peut s'appréhender du seul point de vue de l'émetteur. La répartition des détenteurs est importante. Selon la catégorie de créanciers qui est la plus représentée, le degré de vulnérabilité s'accroît. Le poids important des créanciers privés, catégorie loin d'être homogène, accroît le risque de reflux de capitaux.*



## 2. La prédominance des créanciers privés dans la détention de la dette obligataire internationale

La part des créanciers privés dans la détention de la dette publique, notamment extérieure, des pays émergents n'a cessé de croître depuis le début des années 1990, alors même qu'elle est associée à un risque de défaut plus élevé. Aujourd'hui, les créanciers privés détiennent, en moyenne, un peu plus de 50%<sup>33</sup> de la dette des pays en développement et émergents.

*Tableau 7. Répartition de la dette publique extérieure à long terme des pays émergents et en développement (milliards de dollars courants)*

	1970	1980	1990	1995	2000	2006	2007
Créanciers publics	32,3	178,2	550,7	804,5	780,2	634,7	646,0
En %	70,5	47	53	60	57,5	49	48
<i>Multilatéraux</i>	7,3	48,9	203,2	286,2	332,6	347,1	365,0
<i>En %</i>	16	13	20	21	24,5	27	27
<i>Bilatéraux</i>	25,0	129,3	347,6	518,3	447,6	287,6	281,0
<i>En %</i>	54,5	34	33	39	33	22	21
Créanciers privés	13,5	202,9	484,0	530,8	576,4	670,0	688,0
En %	29,5	53	47	40	42,5	51	52
Total	45,8	381,1	1034,7	1335,3	1356,6	1304,6	1334

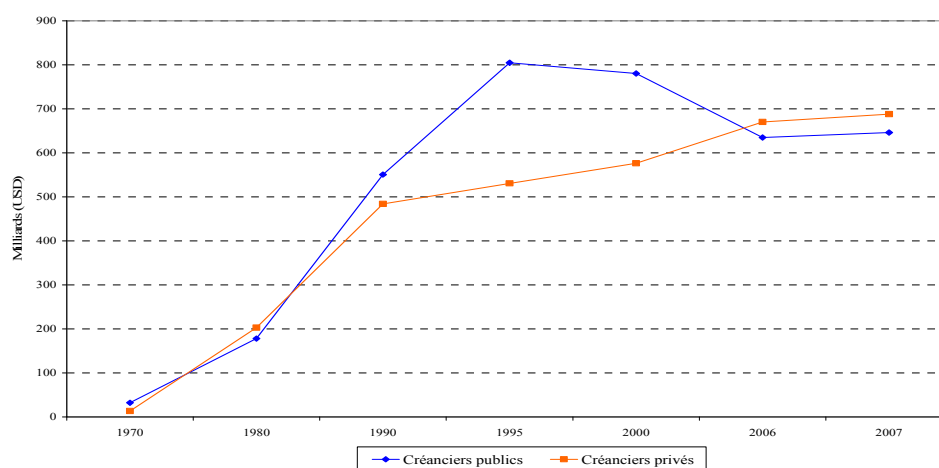
*Sources : Banque mondiale (2007), Club de Paris (2007), Raffinot (op. cit.)*

La part des créanciers publics, *i.e.* multilatéraux et bilatéraux, devient inférieure à celle des investisseurs privés une première fois en 1980, du fait de

<sup>33</sup> Selon les données du Club de Paris, au 31 décembre 2007, 51% de la dette des pays en développement et émergents, à moyen et long terme, publique et garantie par le secteur public, sont détenus par les créanciers privés.

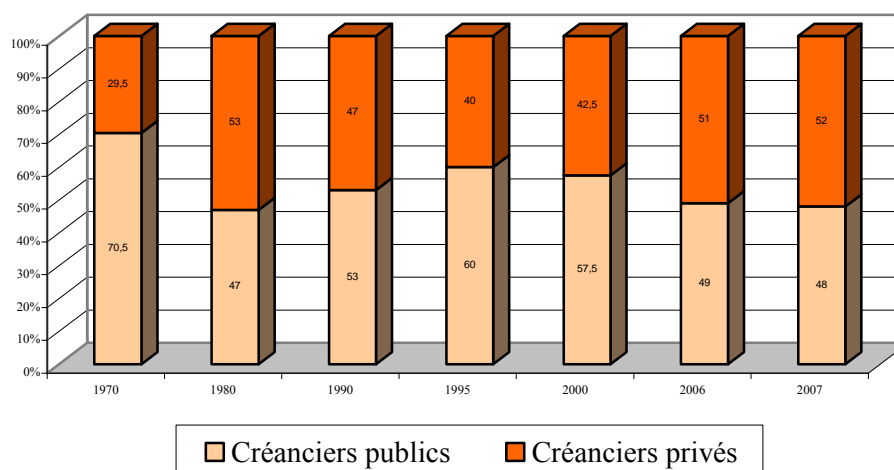
la structure d'endettement des PED (*Cf. supra*). A partir de 2006, la part des créanciers publics devient minoritaire par rapport à celle des créanciers privés (*Cf. Tableau 7 et Graphique 1*).

**Graphique 1. Evolution de la répartition des créanciers publics et privés (milliards de dollars courants)**



Les créanciers privés en détiennent 52% fin 2007 (*Cf. Graphique 2*), soit la même fraction qu'en 1980.

**Graphique 2. Part des créanciers publics et privés (en %)**



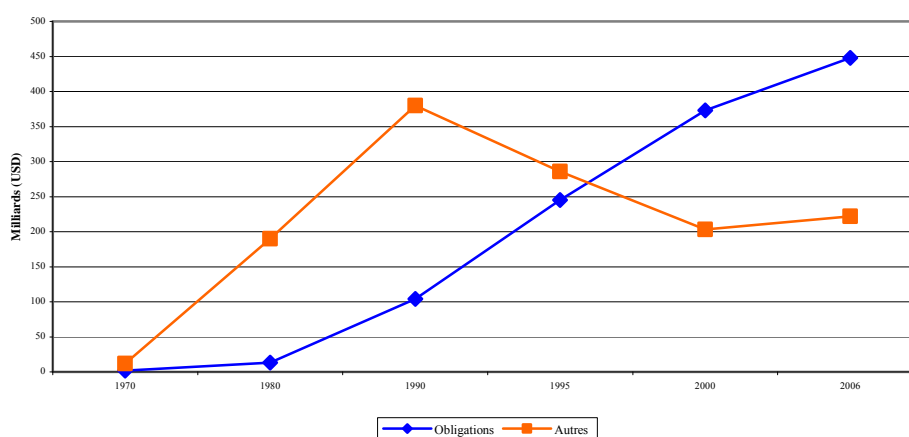
Depuis 1980, la part des créanciers obligataires n'a eu de cesse de croître. Après 1995, les créanciers obligataires deviennent majoritaires parmi les créanciers privés. Depuis 2000, leur part se stabilise autour de 65%, les créanciers obligataires représentent ainsi deux tiers des investisseurs privés (Cf. Tableau 8 et Graphiques 3 et 4).

**Tableau 8. Répartition des créanciers privés (milliards de dollars courants)**

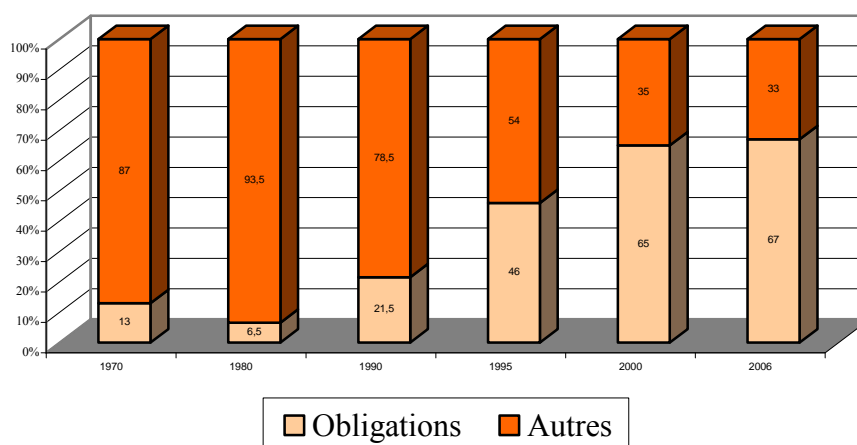
	1970	1980	1990	1995	2000	2006
Créanciers privés	13,5	202,9	484,0	530,8	576,4	670,0
Obligations	1,8	13,1	104,0	245,0	373,0	448,0
En %	13	6,5	21,5	46	65	67
Autres	11,7	189,8	380	285,8	203,4	222,0

Sources : Club de Paris, Raffinot (op. cit.)

**Graphique 3. Evolution de la répartition des créanciers privés (milliards de dollars courants)**

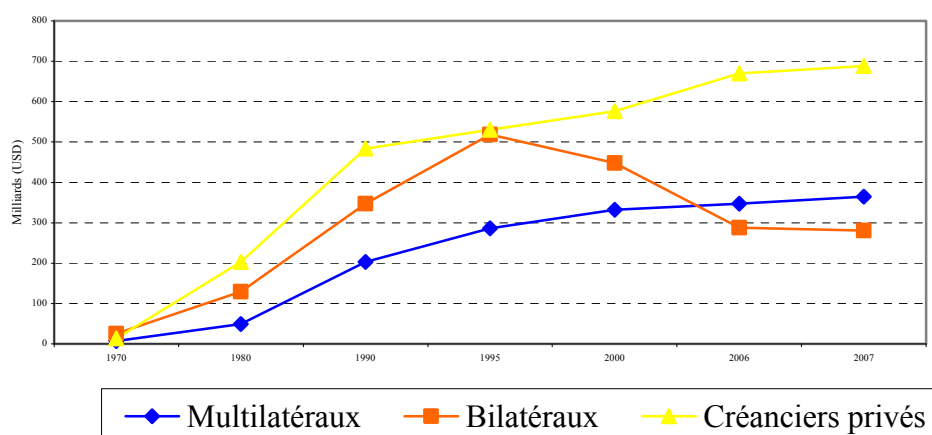


Graphique 4. Part des créanciers obligataires (en %)



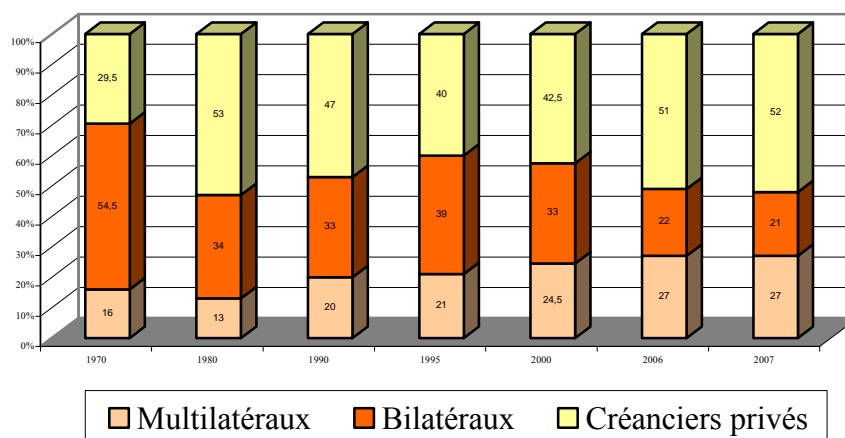
Jusqu'en 1995, les créanciers bilatéraux et privés investissent le même montant dans la dette extérieure souveraine des PED et émergents. A partir de 2006, la part des créanciers multilatéraux devient supérieure à celle des bilatéraux (Cf. Graphique 5).

Graphique 5. Evolution des créanciers multilatéraux, bilatéraux et privés (milliards de dollars courants)



La part des bilatéraux est divisée par deux et celle des multilatéraux ne cesse d'augmenter à partir de 1980 (Cf. Graphique 6).

Graphique 6. Part des créanciers multilatéraux, bilatéraux et privés (%)



Au-delà des arguments traditionnels que sont la recherche de placements rémunérateurs et la plus grande diversification des portefeuilles<sup>34</sup>, deux autres facteurs viennent expliquer l'attrait des investisseurs privés pour la dette obligataire émergente : la mise en place du plan Brady (*Cf. supra*) et la faiblesse des garde-fous.

Nous entendons par faiblesse des garde-fous un ensemble de croyances, de mythes pour reprendre l'expression de Roubini, de réponses et de dispositifs qui renforcent l'attrait des obligations souveraines, spécialement internationales. Quatre points nous semblent particulièrement intéressants à développer : le fait de croire que les obligations sont difficilement restructurables, qui aurait pour effet de réduire l'incitation de l'emprunteur souverain à défaillir ; l'incohérence des interventions du secteur officiel, spécialement du FMI, à laquelle viennent s'ajouter les statuts particuliers (*i.e.* géopolitique, géostratégique) de certains pays émergents (Russie, Turquie, Chine, Inde) ; la relative méconnaissance des pays émergents qui entraîne un

<sup>34</sup> Le rendement élevé des titres émis par certains pays émergents au début de la décennie 1990 justifie l'inclusion d'une proportion de ces titres dans un portefeuille d'obligations à risque faible mais à rendement inférieur, selon une analyse de type Markowitz.

jugement uniforme à leur égard ; enfin le rôle ambigu des agences de notation dès lors que ces dernières participent davantage à la propagation des chocs plutôt qu'à la production d'informations.

## 2.1. Mythes et incohérence

### *(i) La supériorité supposée des obligations souveraines*

La longue et difficile résolution de la crise de la dette souveraine des années 1980 a entraîné une baisse de l'exposition des banques sur les marchés émergents d'une part, et une baisse de l'attrait des prêts bancaires syndiqués comme moyen de financement de la part des émergents, d'autre part. Les émergents ont donc perdu une partie de leur source et instrument de financement.

Logiquement, les émergents ont émis davantage d'obligations qu'ils ne le faisaient auparavant ; choix renforcé par le fonctionnement même du plan Brady.

Les obligations souveraines sont entourées d'un mythe, lequel consiste à croire pour les créanciers privés qu'elles sont difficilement restructurables, contrairement aux prêts bancaires, pour quatre raisons : l'absence générale de collatéral, le caractère « sacré » du droit des contrats, la diffusion des investisseurs et leur hétérogénéité. La large diffusion des créanciers, caractéristique de la globalisation financière, rend difficile leur réunion. L'hétérogénéité des investisseurs complexifie l'établissement d'une position commune lors d'une restructuration car tous ne partagent et ne poursuivent pas les mêmes intérêts.

La préférence des créanciers pour des formes risquées de dette peut s'analyser comme une réponse à la faiblesse de certains dispositifs tels que :

- l'existence d'un problème de différenciation entre les débiteurs qui rencontrent des difficultés quant au service de leur dette pour des raisons fondamentales (*i.e.* incapacité de payer) et ceux qui font défaut par opportunisme (*i.e.* refus de payer). Ce problème émerge suite à la difficulté d'établir un cadre d'analyse robuste de la soutenabilité de la dette (Bachelier & Couillault, *op. cit.*);
- le fait d'augmenter le coût du non respect des termes de la dette représente un moyen de baisser l'incitation du débiteur souverain à faire défaut.

Selon Eichengreen et *al.* (2002) trois facteurs réduisent l'incitation des investisseurs privés à détenir des titres moins risqués :

- l'existence de coûts de transaction transfrontalière ;
- l'asymétrie de taille entre les émetteurs ;
- la décroissance des gains tirés de la diversification du portefeuille.

La quasi impossibilité de restructurer les obligations souveraines internationales est à relativiser dans l'explication de la préférence des créanciers privés pour ce type d'instruments. En effet, si le secteur officiel ne participait pas à la gestion des crises de dette souveraine, il est probable que cette préférence serait moins marquée.

*(ii) L'incohérence des réponses du secteur officiel*

Les modalités d'interventions du secteur officiel, spécialement du FMI, s'appuie sur la distinction suivante : présence de risque systémique *versus*

absence de risque systémique. Cette dichotomie détermine le type de d'assistance financière octroyée, et par conséquent les volumes de cette aide.

- En présence d'un risque de système élevé, le secteur officiel doit intervenir rapidement afin de freiner le processus, même si des désaccords existent sur l'exercice de la conditionnalité. Sous ce scénario, le pays en question est dit *too big to fail*. Le FMI agit alors en tant que prêteur obligé.
- Dans le cas où le risque de système est faible, voire inexistant, l'intervention ne peut être effective que si le Fonds et le pays en question arrive à trouver un terrain d'entente quant aux politiques économiques à mettre en place.

Par conséquent, les modalités d'intervention du secteur officiel devraient suivre cette distinction, or ce n'est pas toujours le cas.

Il existe également un décalage entre la philosophie prônée par le secteur officiel depuis le milieu des années 1990 et ses interventions, qui a eu pour effet de décrédibiliser les actions du Fonds, et fait naître une crise de légitimité. Actuellement, cette nouvelle approche, fondée sur une plus grande implication du secteur privé, a engendré un bilan mitigé.

Les pays émergents, bien que trop souvent perçus comme constituant une catégorie de pays homogènes, ne le sont pas, aussi bien sur le plan économique, que culturel, commercial, politique, géopolitique, et militaire (*Cf. infra*). Ainsi, certains pays sont assurés d'être secourus, et les investisseurs intègrent cette donnée lorsqu'ils prennent leur décision, ce qui a pour effet d'accroître la prise de risque sur certains actifs émergents. Nous retrouvons ici l'argument bien connu de l'aléa moral. Il faut ajouter à cela des réponses et thérapies identiques quelque soit la nature de la crise. Pour leur défense, les IFI avancent l'argument de la difficile distinction à chaud entre crise de liquidité et



crise de solvabilité. Les pays souffrent rarement soit d'une pure crise de liquidité, soit d'une pure crise de solvabilité. Si un manque de liquidité peut entraîner une crise de solvabilité, le lien de cause à effet peut se dérouler dans le sens inverse (perte relative au compte financier de la balance des paiements se transmet au haut de la balance et inversement). Une crise de solvabilité potentielle peut pousser les créanciers à retirer soudainement leurs capitaux, anticipant un non recouvrement de la totalité de leurs créances puisqu'ils ne connaissent pas la capacité réelle d'ajustement structurelle du pays. A partir de ce moment, la gestion des crises issues d'un tel schéma nécessite une pluralité de modèles d'action (Haldane & al., 2002).

Les investisseurs parce qu'ils anticipent le secours du secteur officiel, continuent de développer un comportement risqué, alors même que le secteur officiel leur demande une plus grande implication, un partage des responsabilités, philosophie développée sous la présidence Clinton (1992-2000) et largement reprise par la première administration Bush II (2000-2004). Les créanciers privés ont intérêt à rechercher l'intervention du secteur officiel, car sous cette configuration, leur taux de recouvrement est plus important et seul le pays supporte les coûts du défaut. L'interaction entre le secteur officiel et les créanciers privés débouche sur une forme de *schizophrénie*. Nous pouvons nous référer au cas de la Roumanie pour illustrer l'échec de la nouvelle doctrine du secteur officiel, spécialement du FMI, alors même que ce cas *a priori* regroupait tous les ingrédients pour être un succès. En effet, il n'y avait aucun risque de contagion et de système.

Entre mai et juin 1999, la Roumanie fait face à un pic de remboursements. Elle doit rembourser à ses créanciers japonais et allemands 460 millions de dollars d'obligations samouraï (loi japonaise) et 245 millions de dollars d'euro-obligations, les deux séries d'obligations ont été contractés en 1996. Le FMI conditionne son aide au refinancement de la dette roumaine à hauteur de 80% par les investisseurs privés. C'est un échec. L'institution multilatérale change alors de stratégie et propose une nouvelle condition : les

Autorités roumaines doivent trouver 600 millions de dollars d'argent frais (soit 85% du montant de la dette à rembourser). La Roumanie réunit seulement 130 millions de dollars (soit 22% de la somme demandé par le FMI), la quasi-totalité (83%) provient d'un consortium de banques commerciales. La recherche de la participation des créanciers obligataires se solde encore par un échec. A l'été 1999, le Fonds verse la première tranche de l'accord de confirmation (*stand-by arrangement*), bien que le pays n'ait pas réuni les conditions préalables. Cependant, il continue de conditionner le versement des tranches suivantes à l'apport de nouveaux financements par le gouvernement roumain. L'Etat, avec l'appui de deux banques commerciales, essaient de préparer deux nouvelles émissions, mais les marchés financiers se détournent des obligations roumaines. Le pays est donc contraint d'abandonner. La réponse du FMI est de réduire le montant de la première tranche à 100 millions (Eichengreen & Rühl, 2000). La Roumanie, qui devait être un plaidoyer pour les politiques de *bail-in*, marque l'échec de ce type de stratégies, en tout cas sous cette configuration.

*L'incohérence relative des modalités d'intervention du secteur officiel peut être rapprochée de celle liée à la perception des pays émergents, considérés d'une part comme une classe d'actif homogène, laquelle est renforcée par les ratings délivrés.*

## 2.2. La difficile compréhension des pays émergents

*(i) Les marchés émergents vus comme une classe d'actif homogène*

Il existe une diversité des situations en fonction de la taille des pays, de la taille des marchés obligataires, de la dépendance énergétique, de l'importance

des réserves de change, de la notation de la dette souveraine ou plus généralement des performances macroéconomiques. Certains pays sont donc plus exposés que d'autres et leur réaction à un choc dépendra de leur qualité propre. Depuis le recours quasiment systématique des pays émergents à la notation et à la plus grande transparence de leurs marchés (adhésion et souscription au NSDD et SGDD, Cf. Encadré 5), un début de différenciation s'est opéré (Odonnat & Rahmouni, 2006), néanmoins elle reste marginale comme ce fut le cas avec la correction des marchés en mai-juin 2006<sup>35</sup>.

#### ***Encadré 5. L'adoption de normes et standards : quel impact pour les pays ?***

L'adoption de normes et standards participe à la volonté d'accroître l'offre de statistiques et la transparence. Le FMI, conjointement avec la Banque mondiale, met en place la Norme Spéciale de Diffusion des Données (NSDD) en mars 1996 et le Système Général de Diffusion des Données (SGDD) en décembre 1997. La souscription et la participation des pays membres ne sont pas obligatoires.

La NSDD a pour but : « ... d'aider les pays membres (qui ont, ou pourraient chercher à avoir accès aux marchés internationaux de capitaux) à communiquer des données économiques et financières au public ».

Le SGDD concerne : « ... les pays membres dotés de systèmes statistiques moins développés, et sert de cadre pour évaluer les améliorations nécessaires des données et fixer les priorités. »

En juin 2008, le FMI estime à 64 le nombre de pays souscripteurs à la NSDD et à 92 le nombre de pays participants au SGDD.

*« ... Subscription status provides an objective indicator of countries' creditworthiness, providing an alternative to the judgments of commercial credit agencies. Investor might become reluctant to lend to countries that*

<sup>35</sup> La relative stabilité des primes de risque de crédit émergentes, alors que les cours boursiers baissaient fortement et que leur volatilité augmentait, a montré une autonomie de réaction des marchés obligataires par rapport aux marchés d'actions. La correction a affecté négativement la plupart des marchés boursiers émergents, mais de façon différenciée selon les fondamentaux. En effet, le mouvement a davantage touché les pays les plus fragiles au plan macroéconomique, ce qui paraît confirmer l'amorce d'une analyse plus fine et plus discriminante des marchés par les investisseurs. Les investisseurs semblent avoir particulièrement tenu compte des déterminants qui sous-tendent spécifiquement la valorisation des marchés d'actions locaux. Ainsi, les bourses émergentes qui s'étaient le plus appréciées au cours de l'année précédente, mais sur lesquelles les valorisations paraissaient les plus incertaines, ont enregistré les plus fortes baisses (Moyen-Orient). Parallèlement, d'autres bourses comme en Chine ont continué de progresser, (BRI, *op. cit.*).

*fail to subscribe to the standard or might use interest rate spreads to ration credit to them.* » (Eichengreen, 1999)

La littérature s'est intéressée à la relation souscription à la NSDD/coût d'emprunt, autrement dit, la souscription des pays membres du FMI à la NSDD est-elle un facteur de réduction de leur coût d'emprunt ?

Les premières études menées concernent le marché secondaire. Ainsi, l'IIF (2002) montre que la souscription à la NSDD conduit à un déclin de 200 à 300 points de base des spreads associés aux euro-obligations libellées en dollar américain. Christofides & al. (2003) montrent que l'adhésion aux standards internationaux, NSDD compris, contribue de manière significative à expliquer les ratings et les coûts d'emprunt souverains. JP Morgan, à partir de l'indice EMBI, montre que les spreads diminuent d'en moyenne 15% après la souscription à la NSDD. Glennerster & Shin (2003) démontrent que l'amélioration de la transparence réduit les spreads des marchés émergents, dans le cas de la souscription à la NSDD, les spreads associés aux pays composant l'indice EMBI déclinent de 4 à 12% (soit 20 à 60 points de base) dans la période qui suit la souscription.

Cady (2004) s'intéresse contrairement aux auteurs cités ci-dessus au marché primaire. Il s'appuie sur les émissions d'obligations souveraines libellées dans les principales monnaies (dollar américain, yen japonais et euro) pour sept pays émergents\*. L'estimation économétrique indique que les spreads associés aux nouvelles émissions déclinent d'environ 75 points de base suite à la souscription à la NSDD.

Cady et Pellechio (2008), à partir de la méthodologie utilisée par Cady (*op. cit.*), prolongent l'analyse des effets de l'adoption des normes et standards du FMI sur les coûts d'emprunt pour vingt-six pays émergents et en développement\*\*. La souscription à la NSDD réduit les spreads d'environ 20% (50 points de base), alors que la participation au SGDD diminue les spreads d'environ 8% (20 points de base).

\* Argentine, Brésil, Colombie, Mexique, Philippines, Afrique du Sud, Turquie

\*\* L'étude porte sur 320 obligations souveraines émises par un groupe de 26 pays émergents et en développement sur la période 1989 – 2004. Sur les 26 pays, 24 représentent 68% de la valeur des nouvelles émissions pour la période 2000 – 2004. La maturité moyenne des obligations souveraines est de 7 ans.

Sources : Fiche technique – août 2008, Normes du FMI pour la diffusion des données ; Fiche technique – mars 2006, Normes et codes : le rôle du FMI.

En période d'euphorie, l'aversion au risque des investisseurs diminue, ces derniers s'orientent vers des placements plus rémunérateurs et diversifient davantage leurs portefeuilles, même si sur le long terme la supériorité des rendements des obligations souveraines émergentes n'est pas avérée (Cf. Encadré 6). Les investisseurs ont tendance à considérer les marchés émergents comme une classe d'actifs homogène, spécialement lors de la phase du retournement du cycle. Il existe donc une asymétrie de comportement entre les

décisions d'entrées et de sorties des capitaux. En période d'euphorie, certains pays émergents attirent plus de capitaux que d'autres, il existe bel et bien un découplage, par contre lors des phases neurasthéniques les retraits s'opèrent de manière uniforme, les investisseurs recherchant des actifs d'une plus grande qualité (*flight to quality*), voire plus liquides (*flight to liquidity*) comme le note Lubochinsky (2002). Le découplage des situations disparaît.

### *Encadré 6. Les rendements ex post des obligations émergentes*

Nous l'avons précédemment mentionné, l'une des raisons qui poussent les investisseurs à détenir des obligations au titre de la dette publique émergente est le gain supérieur qu'elles procurent.

Or, Klingen & al. (2004) estiment que les rendements des obligations souveraines émergentes sont en moyenne de 9% par an, sur la période 1970-2000, soit les mêmes que les obligations émises par le Trésor américain, qualifiées sans risques. Par conséquent, les investisseurs n'ont pas plus gagné sur le marché de la dette publique émergente que s'ils avaient choisi le marché de la dette souveraine américaine.

La *non performance* des obligations émergentes s'explique par l'impact négatif de la crise de la dette des années 1980 sur les rendements. Depuis 1989, les rendements se sont accrus, compensant de justesse les mauvais résultats de la période antérieure.

Afin d'obtenir une analyse plus fine, les auteurs décomposent la période globale en deux sous-périodes : 1970 – 1989 et 1989 – 2000. La dernière sous-période fait elle-même l'objet d'une division : 1989 – 1994 et 1994 – 2000. La césure en 1989 correspond au point culminant de la crise de la dette, celle de 1994 marque le début de l'ère des gros renflouements.

Les résultats sont les suivants :

- sur la période 1970 – 2000, les rendements sont de 9% par an, en moyenne ;
- le marché de la dette émergente est moins volatil que celui de l'*equity*, mais plus que celui des obligations à rendements élevés (*high yield bonds*) ;
- le marché de la dette émergente ne semble pas corrélé au marché mondial et/ou américain des actions ;
- sur la période 1970 – 1989, les rendements ont été faibles. Ce résultat s'explique en partie par l'élévation des taux d'intérêt américains durant la décennie 1980, rendant les obligations américaines plus rentables que les émergentes ;
- sur la période 1989 – 2000, les rendements se sont accrus. Ce résultat s'explique en grande partie par la très bonne performance de la sous-période 1989 – 1994 et des pays non affectés par les crises de la fin du siècle dernier.

Les valorisations reflètent relativement bien la diversité des situations en période d'euphorie. Faria & al. (2006) montrent que les pays émergents qui attirent le plus de capitaux étrangers en provenance des pays avancés sont principalement ceux dont la qualité des institutions est jugée la plus saine et/ou avec un niveau élevé de capital humain. Leur étude porte sur deux périodes : 1870-1913 et la période présente. Ils rejoignent ainsi les conclusions d'Alfaro & al. (2005a, 2005b) et Wei (2005).

L'absence de dichotomie entre les pays émergents lors de l'occurrence de fragilités est à la fois issue et exacerbée par les agences de notations.

*(ii) Le rôle des agences de notation*

Le premier objectif des agences de notation est d'évaluer le risque de crédit associé à un actif émis par un Etat ou une entreprise<sup>36</sup> (Afonso & al., 2007). L'information fournie doit participer à améliorer la transparence et ainsi octroyer une référence supplémentaire aux investisseurs lorsqu'ils décident d'acquérir ou de vendre leurs actifs. Les notes décernées par les agences de notation conditionnent donc l'accès des emprunteurs aux financements extérieurs (*i.e.* le coût), mais également la distribution des investissements, ainsi que la catégorie d'investisseurs à laquelle ils peuvent prétendre. Dès lors, les notations ne constituent pas seulement un sentiment.

Schématiquement, les agences de notation séparent les actifs en deux catégories : les actifs associés à un risque de crédit faible et les actifs associés à un risque de crédit élevé, le plus souvent appelés actifs spéculatifs. Sur l'ensemble des pays émergents, la moitié appartient à la seconde catégorie selon les agences de notation Moody's, S&P et Fitch. Par conséquent, les

---

<sup>36</sup> Nous préférons le terme risque souverain lorsqu'il s'agit du risque crédit associé à un actif émis par un Etat.

émetteurs émergents de dette souveraine appartenant à la catégorie spéculative sont contraints de proposer des rendements supérieurs à la moyenne. Le rendement offert aux investisseurs doit plus que compenser la perception du risque des créanciers.

En séparant les actifs en deux classes, les agences de notation déterminent également la catégorie d'investisseurs à laquelle peuvent prétendre les pays émergents. Ainsi, un pays émergent appartenant à la catégorie spéculative ne peut obtenir des financements des investisseurs institutionnels internationaux. Or, parmi l'ensemble des investisseurs ce sont eux qui détiennent l'horizon temporel le plus long, donc qui peuvent nouer une relation pérenne avec l'emprunteur souverain. En effet, trois raisons expliquent la faible proportion de titres émergents dans le portefeuille des investisseurs institutionnels :

- la charte de certains investisseurs institutionnels leur interdit de détenir des titres ne bénéficiant pas de la qualité *investissement*. De ce fait, ils ne peuvent acquérir de titres dits spéculatifs et hésitent fortement à détenir des titres situés à la frontière, une simple dégradation les obligeant à vendre ces titres ;
- la nécessité d'acheter des titres à long terme, alors que le stock et l'émission de titres à court terme restent importants chez les pays émergents, bien que des efforts aient été faits pour allonger la maturité de la dette ;
- l'existence de réglementations qui limitent la détention de titres étrangers dans les portefeuilles et/ou qui obligent à investir une part minimum dans les titres domestiques.

Les agences de notation, en déterminant la classe d'actif à laquelle appartient un instrument de dette, participe également à l'établissement des actifs pouvant servir de collatéraux lors des opérations de refinancement des

Banques centrales. La Banque Centrale Européenne (BCE), en temps normal, n'acceptent que les obligations souveraines notées entre AAA et A- pour ses opérations de refinancement. La crise des *subprimes* a modifié momentanément le champ des possibles, la BCE accepte les titres notés au minimum BBB-, le système initial reprendra à partir de janvier 2011. Ainsi, les obligations souveraines grecques peuvent encore être acceptées comme collatérales. Si le système de départ était en place, ce ne pourrait être le cas, ce qui augmenterait un peu plus la défiance des investisseurs privés à l'égard de la Grèce.

La notation effectuée par les agences a un caractère procyclique. Bien souvent, elles n'anticipent pas, elles continuent de maintenir ou d'augmenter les notes, alors même qu'elles devraient procéder à un ajustement. Les dégradations ne se font que bien plus tard, quand le mal est déjà fait (crise asiatique de 1997, scandales financiers d'Enron et Worldcom au début des années 2000, crise du marché hypothécaire américain de 2007). Par conséquent elles accroissent la prise de risque dans un premier temps, et exacerbent la volatilité dans un second temps. La notation impacte les flux de capitaux. Elle peut être à la base d'entrées massives de capitaux et de sorties soudaines.

Plusieurs recommandations ont été faites dans le but d'améliorer le fonctionnement des agences de notation. Dans un premier temps adapter le rating à la complexité financière ; puis atténuer les conflits d'intérêt entre activité de notation et activités annexes, tels que l'estimation du risque de défaut, des taux de recouvrement et des matrices de transition ; enfin rééquilibrer le marché de la notation qui à l'heure actuelle est dominé par trois agences réalisant 90% du chiffre d'affaires de celui-ci (*i.e.* rendre le marché davantage concurrentiel). Il est également préconisé de renforcer le contenu ainsi que la portée du code de bonne conduite (Artus & *al.*, 2008).



## Conclusion du chapitre 1

La *nouvelle structure* d'endettement des pays émergents depuis les années 1990, caractérisée par un recours important aux obligations souveraines d'une part et par la prépondérance des créanciers privés d'autre part, modifie les vulnérabilités des pays émergents.

Malgré les efforts déployés par les pays émergents pour augmenter leur résilience face aux chocs externes, Odonnat et Rahmouni (*op. cit.*) estiment que les marchés financiers émergents restent vulnérables en raison de :

- l'étroitesse des marchés domestiques ;
- l'accroissement de l'endettement privé en devises ;
- la complexification de la distribution des risques ;
- la hausse soudaine des primes de risque.

En effet, le développement des marchés obligataires n'a pas permis d'éliminer le risque de refinancement. L'accroissement des émissions en monnaies locales reste trop faible, et il n'est pas sûr que cette tendance résiste au choc que subit l'économie mondiale à l'heure actuelle.

Les vulnérabilités peuvent conduire les pays émergents à se prononcer en défaut sur leur dette souveraine. Le défaut souverain n'est pas un phénomène nouveau, il est consubstantiel au principe d'Etat-nation. Mais chaque période de défaut se caractérise par des conséquences particulières. La gestion des crises de dette souveraine du dix-neuvième siècle impliquait un marchandage entre deux parties : l'emprunteur souverain et ses prêteurs. La résolution de la crise de la dette latino-américaine opposait les pays en défaut face à un *pool* de banques commerciales, sous l'égide du secteur officiel. Aujourd'hui, une

restructuration de dette oppose le pays en défaut face à une multitude de créanciers diffus et non homogène (en termes de type, de taille, de résidence, de pouvoir de négociation), sous l'autorité plus ou moins formelle du secteur officiel. Aux coûts typiques d'un défaut, viennent se rajouter des coûts de restructuration.

La globalisation financière, qui s'est accélérée au cours des années 1990, relie dorénavant tous les marchés. Une crise de dette peut être la résultante d'une crise bancaire, monétaire et/ou de change, comme elle peut en être à l'origine. Toute crise est donc potentiellement systémique et contagieuse, par conséquent elle peut fragiliser la stabilité du système monétaire financier international. Les coûts subis ne sont donc plus uniquement supportés par le pays en défaut et ses créanciers, mais également par le système monétaire et financier dans son ensemble.

## Chapitre 2 – Les coûts et risques engendrés par la « nouvelle » structure d’endettement suite à un défaut souverain

## Introduction du chapitre 2

*La structure de la dette publique émergente a fortement évolué depuis le début des années 1990 (étudiée lors du chapitre 1), par conséquent elle a profondément modifié la nature des coûts potentiels du défaut souverain pour l'emprunteur (1), pour ses créanciers (2), enfin pour le système monétaire et financier international (3)*

L'étude des défauts souverains nous impose un exercice de sémantique. Qu'entendons-nous par défaut souverain ? Une répudiation de la dette, une suspension unilatérale des paiements, une dévaluation ou dépréciation forte de la monnaie ou plutôt une situation dans laquelle le pays ne peut assurer un paiement (principal et/ou intérêt) à la date prévue et/ou une restructuration de la dette basée sur des termes moins favorables que les termes initiaux. Nous ne retiendrons pas la première proposition, car rares sont de nos jours les pays concernés par cette acception. Du point de vue légal, un défaut est un épisode caractérisé par un paiement non effectué au-delà de la période de grâce spécifié dans le contrat de dette. Du point de vue des agences de notation (*i.e.* technique), un défaut est un épisode pour lequel le souverain effectue/propose une offre de restructuration contenant des termes moins favorables que ceux du contrat original. Le profil des défauts à travers l'histoire a fortement changé, il est donc important de ne pas borner l'analyse à une seule définition si nous voulons prendre en compte l'impact des derniers défauts en termes de coûts.

Cependant, l'identification de la durée d'un défaut implique de faire un choix. En effet, toujours selon les agences de notation, un épisode de défaut commence au moment de l'incident et se termine avec l'accord de restructuration.

L'acception la plus commune est donc de dire qu'un pays est en défaut sur sa dette (prononcé ou pas) lorsqu'il est contraint de la restructurer.

Si les défauts souverains ont des impacts en termes de coûts économiques et sociaux au plan domestique (*i.e.* du point de vue de l'emprunteur souverain), ils en ont également pour les créanciers (domestiques et étrangers) en termes de pertes d'actifs, ainsi que pour la stabilité du système monétaire et financier international. En effet, le défaut souverain entame la confiance des résidents et des non-résidents, qui en retour engendre une précipitation de ces derniers vers leur banque afin de retirer leurs avoirs dans leurs dépôts (*run*), plongeant le système bancaire dans le marasme (Diamond & Dybvig, 1983). Les investisseurs étrangers considérant relativement les marchés émergents comme une classe d'actifs homogène (étudié lors du chapitre 1), il s'ensuit un effet de contagion doublé d'un risque systémique. Dans ce cas, les coûts s'expriment en termes d'instabilité financière mondiale, impliquant de vastes opérations de renflouement.

Après un exposé des principaux enseignements théoriques des modèles de dette souveraine, nous présenterons les principaux résultats des études empiriques sur les coûts d'un défaut. Les coûts subis par les pays, les créanciers et le système monétaire financier international, bien que souvent surestimés ne peuvent être négligés, notamment en période de stress intense. La potentialité des coûts doit amener le secteur officiel à repenser le cadre de gestion des crises de dette souveraine.

# 1. Les coûts du point de vue de l'emprunteur souverain

*Préambule à l'étude des coûts subis par l'emprunteur souverain : les fondements théoriques du remboursement de la dette*

Le fait qu'une entité souveraine puisse difficilement être poursuivie par un groupe de créanciers et saisie de ses actifs soulève deux questions :

- Pourquoi le marché de la dette continue-t-il d'exister ?
- Pourquoi un Etat s'efforce-t-il de rembourser la dette qu'il a contractée ?

La littérature relative aux modèles standards de dette souveraine explique l'existence du marché de la dette par la présence d'une contrainte d'incitation au remboursement : le rationnement du crédit. Les modèles standards de dette souveraine regroupent les modèles à sanction fondée sur la réputation et ceux à sanctions directes (Bastidon, 2002).

Dans le cadre d'analyse des modèles de dette souveraine fondée sur la réputation, dont l'article d'Eaton & Gersovitz (1981) constitue la pierre angulaire, la contrainte d'incitation au remboursement est la potentialité de la perte directe et définitive de l'accès au marché international des capitaux. Autrement dit, l'utilité du débiteur résultant d'un service intégral de la dette<sup>37</sup> et d'un accès garanti au financement extérieur doit être supérieure à l'utilité en autarcie pour que la condition d'incitation soit remplie. L'idée sous-jacente est l'incapacité des pays à se passer des sources de financement extérieur. Deux critiques peuvent être faites : premièrement, l'exclusion permanente du marché international des capitaux ne peut être considérée « sérieusement », car elle

---

<sup>37</sup> Eaton & Gerzowitz (*op. cit.*) ne conçoivent pas l'existence du défaut partiel. En conséquence, le défaut du débiteur correspond à une répudiation.

implique une information complète et symétrique d'une part, et une coordination des créanciers d'autre part ; deuxièmement, les pays ne sont pas forcément contraints d'emprunter à l'étranger (Bulow & Rogoff, 1989a).

Le modèle de Diamond (1991) envisage la perte d'accès non définitive au marché international des capitaux. En outre, le type de financement auquel peut prétendre un pays, ainsi que la prime de risque qui lui est associée, dépend de ses antécédents. De manière générale, la dégradation de la note de la dette souveraine se substitue à l'exclusion définitive du marché international des capitaux.

Ces deux types de modèle de dette souveraine conditionnent la structuration du paragraphe (1.1.) en deux sous paragraphes : dans un premier nous évoquons les études empiriques relatives à la réputation de l'emprunteur souverain (i) et dans un second nous traitons la littérature faisant référence à la détérioration des coûts d'emprunt du débiteur (ii).

Bulow & Rogoff (1989b) remettent en question ces modèles. Plus particulièrement, la contrainte d'incitation fondée sur le seul argument de la réputation ne peut être suffisante pour expliquer le fait qu'un pays s'engage à assurer le service de sa dette. Ils envisagent donc une autre incitation au remboursement, fondée cette fois sur l'application de sanctions directes. Ce dernier type de modèle de dettes souveraines constitue la base de notre paragraphe (1.2.).

Quel que soit le modèle de dette souveraine utilisé (sanction fondée sur la réputation et sanction directe), le résultat est le même (seules les caractéristiques de la sanction garantissant la condition d'incitation diffèrent) : il existe une contrainte d'incitation au remboursement incarnée par le rationnement du crédit. La contrainte d'incitation s'appuie donc sur un arrangement des deux types de sanctions mêlant à la fois sanction par la réputation au sens large (i.e. le comportement de l'emprunteur impacte son

accès au financement extérieur) et sanction directe (dont le pouvoir incitatif ne repose pas sur les préférences des acteurs).

Enfin, pour d'autres auteurs, l'emprunteur rembourse sa dette en raison de l'existence de dommages collatéraux sur l'économie domestique, suite à un défaut. Dooley (2000) estime que les pertes de production représentent la sanction la plus importante, donc l'incitation la plus forte au remboursement de ses créanciers. Cette réflexion justifie notre paragraphe (1.3.).

De l'étude de ses modèles, il s'ensuit des coûts types, non exclusifs les uns des autres, pour les pays emprunteurs en cas de défaut. Nous constaterons, en étudiant la littérature empirique et en s'appuyant sur des exemples précis, que ces coûts ont profondément évolué à travers l'histoire tant dans leur nature, que dans leur ampleur.

## 1.1. La détérioration de la réputation de l'emprunteur souverain

Au sens strict du terme, les coûts en termes de réputation font référence à l'exclusion immédiate et définitive des pays emprunteurs des marchés internationaux de capitaux d'une part (Eaton & Gersovitz, *op. cit.*), et à la répudiation de la dette d'autre part (*i*). Aujourd'hui, ces deux composantes ne sont plus d'actualité (hormis quelques répudiations qui font suite aux caractères « illégal » et « immoral » de la dette contractée<sup>38</sup>). Par conséquent, il est préférable d'analyser la perte de réputation en termes d'augmentation du coût d'emprunt du financement extérieur (*ii*).

---

<sup>38</sup> Nous pensons, dans ce cas, à la décision du président équatorien, Monsieur Correa, de répudier une partie de la dette extérieure (40%) en 2008. Ce choix fait suite aux conclusions du rapport de la CAIC, qui juge illégitime une partie de la dette équatorienne (présence de documents antidatés, destination du financement non respectée). Néanmoins, nous devons préciser qu'il n'existe pas de définition juridique de l'illégitimité d'une dette.



(i) *La perte d'accès aux marchés financiers et le risque de répudiation*

Du point de vue empirique, un défaut souverain n'est pas nécessairement associé à une perte d'accès au marché international des capitaux.

Lindert & Morton (1989) montrent que dans les années 1980, l'accès au financement extérieur ne dépendait pas uniquement de l'historique des défauts des pays. Jorgensen & Sachs (1989) concluent dans le même sens. Meideros & al. (2005), dans une étude consacrée aux défauts des années 1980, estiment que la probabilité de regagner le marché financier après un défaut dépend, premièrement, de la situation extérieure du pays au moment du défaut, deuxièmement, de ses performances macroéconomiques domestiques (niveau du PIB, inflation, balance des paiements et réserves de devises). Gelos & al. (2004), quant à eux, démontrent que durant les années 1980, un pays qui faisait état d'un défaut devait attendre quatre ans et demi, en moyenne, pour retrouver l'accès au marché international des capitaux, contre 3 mois et demi, en moyenne, durant les années 1990. En conséquence, la perte définitive d'accès au financement extérieur est provisoire et à relativiser.

La durée des défauts varie fortement d'une période à une autre. Ainsi, on estime la durée moyenne d'un défaut sur la période 1970-1990 à huit ans, contre quatre ans depuis 1991. Depuis les années 1990, les obligations souveraines sont devenues une source importante de financement, et contrairement aux croyances établies, il semble que dans la réalité, la restructuration des obligations soient plus faciles que celle des prêts bancaires syndiqués, ce qui vient corroborer la thèse de Roubini & Setser (2004), IADB (*op. cit.*). La crise de la dette débute en 1982 avec le défaut du Mexique. Il faut attendre 1989 avant qu'une solution ne soit trouvée, soit une durée de sept ans. Dans les années 1990 et 2000, aucun défaut n'a duré aussi longtemps, exception faite du cas argentin qui n'est toujours pas résolu, et ce depuis 2001.

Un défaut temporaire ne conduit pas à une exclusion définitive des marchés internationaux de capitaux : un pays peut vraisemblablement perdre l'accès au marché au moment du défaut mais dès que la restructuration est entérinée et qu'il assure de nouveau le service de sa dette, le marché n'opère qu'une discrimination marginale entre les pays anciennement en défaut de ceux qui ne l'ont pas été. De même que l'absence de défaut ne garantit pas à un pays l'accès au marché ; les derniers pays qui ont défailli ont regagné rapidement l'accès au marché, une fois l'accord de restructuration atteint.

Si les pays ne sont pas exclus à titre définitif des marchés internationaux de capitaux, nous ne concluons pas pour autant que les marchés ne sanctionnent pas l'emprunteur souverain qui défaillit. Dorénavant, la punition se matérialise par l'accroissement des coûts d'emprunt du financement extérieur, qui peut conduire à une raréfaction des crédits.

*(ii) L'augmentation des coûts d'emprunt du financement extérieur*

De Paoli & al. (2006), Ozler (1993) et Reinhart & Rogoff (2004) montrent que les pays qui ont subi un défaut supportent des coûts d'emprunt plus élevés que les *bons emprunteurs*. Néanmoins, les auteurs ont du mal à déterminer si cet effet est durable dans le temps. Tomz (2007) avance que le remboursement de la dette argentine envers le Royaume-Uni dans les années 1930 visait à renforcer l'image de *bon emprunteur* du pays, beaucoup plus que d'éviter les embargos, contrairement à ce qui est soutenu par Diaz-Alejandro (1983).

Lindert & Morton (*op. cit.*) et Chowdhry (1991) estiment que les défauts du dix-neuvième siècle et ceux des années 1930 n'impliquent pas des coûts d'emprunt plus élevés dans les années 1970. Ozler (*op. cit.*) trouve une prime assez faible sur les prêts bancaires souverains sur la période 1968-1981 pour

les pays ayant défailli dans les années 1930. Flandreau & Zumer (2004) montrent que les défauts sur la période 1880-1914 sont associés à une augmentation des spreads de 90 points de base, l'année qui suit le défaut, néanmoins l'effet disparaît rapidement. Pour la plupart des marchés obligataires souverains, Ades & al. (2000) démontrent que l'historique des défauts d'un pays n'a pas d'effet significatif sur les spreads souverains durant les années 1990. Contrairement aux travaux de Dell'Ariccia & al. (2002) qui rapportent que les défauts de paiement ont des effets persistants dans le temps sur le niveau de l'emprunt, mais également que les coûts d'emprunt sont plus élevés pour les pays ayant adopté le plan Brady, cette prime s'est, par ailleurs, élargie après la crise russe de 1998. Pour Borenzstein & Panizza (2009), sur la période 1997 – 2004, les spreads sont plus élevés de 400 points de base l'année suivant le défaut. L'année suivante, la prime de risque est divisée par deux.

En moyenne, les spreads retrouvent leur niveau d'avant défaut en moins de deux ans. En revanche, les pays qui ont défailli continuent d'être associés à des spreads plus importants que les *bons emprunteurs*.

La réputation de l'emprunteur peut également se mesurer par la note qui lui est attribué. Les auteurs aboutissent à une corrélation négative, le résultat confirme les conclusions d'Ozler (*op. cit.*) et Reinhart et Rogoff (*op. cit.*). Pour cette relation, l'effet est de court terme, ce qui tendrait à démontrer que les marchés ont une mémoire limitée.

Par conséquent, il n'est pas surprenant de constater que, pour un ratio dette / PIB donné, les pays anciennement en défaut sont gratifiés d'un spread plus élevé et d'un rating plus faible que les *bons emprunteurs* (IADB, *op. cit.*). Ce fut le cas pour le Mexique (1995) et la Russie (1998). Le même résultat est observé pour des pays anciennement en défaut qui bénéficient d'une dette gouvernementale et extérieure plus faible que les autres, pays qualifiés d'intolérant à la dette (Ozler, *op. cit.* ; Reinhart & Rogoff, 2003). Des spreads plus élevés et des ratings plus faibles contribuent à accroître les coûts du

financement extérieur. Cependant, les études qui étudient la corrélation entre défaut/rating ou défaut/spread ne concluent pas à des effets importants et persistants.

## 1.2. Les sanctions directes appliquées à l'emprunteur souverain

La littérature retient généralement trois types de sanctions (Panizza & al., 2009) : les pressions politiques ou militaires en direction des pays en défaut (i), les sanctions légales (ii) et la réduction des échanges commerciaux (iii).

### (i) Les pressions militaires et politiques

Les pays qui manquent à leurs obligations peuvent faire face à des pressions politiques ou militaires de la part des pays créanciers. Ces sanctions sont celles qui prévalaient au dix-neuvième siècle et début du vingtième siècle. Néanmoins, il faut être prudent quant à l'interprétation des interventions des pays créanciers. Ainsi, Tomz (*op. cit.*) estime que les défauts du dix-neuvième siècle et du début du vingtième siècle ne sont pas la cause des interventions militaires mais un prétexte (*Cf.* Encadré 7).

### *Encadré 7. La diplomatie de la canonnière*

L'expression « diplomatie de la canonnière », donnée *a posteriori*\*, fait état des relations entre les débiteurs et leurs créanciers internationaux au cours du dix-neuvième et début du vingtième siècle.

La plupart des défauts de cette période se règlent lors de négociations entre l'emprunteur souverain et ses créanciers, ces derniers se réunissant sous la forme de comité *ad hoc* ou établi (*Cf. infra*).

Les répudiations ont été assez rares et les interventions militaires de la part des pays créanciers ont constitué plus une exception que la règle. Les interventions de l'époque ont été un prétexte. Le recouvrement des créances n'était pas l'objectif

premier. Le défaut permet aux pays créanciers de réinvestir des terres abandonnées et d'implanter/renforcer son influence dans une région (Tomz, *op. cit.*).

Ainsi, le non remboursement de la dette mexicaine par le gouvernement de Benito Juarez, à partir du 17 juillet 1861, permet à Napoléon III de placer son protégé, Maximilien\*\*, à la tête des Autorités du Mexique. L'armée française participe à l'expédition aux côtés des espagnols, des anglais et des belges en 1862. Le but est de réinvestir le continent américain alors que les américains sont en pleine Guerre de Sécession (1861-1865).

L'intervention militaire n'est pas la seule forme de la présence étrangère, nous pensons, par exemple, à la constitution de commission internationale. Ce fut le cas lors du défaut de l'Empire ottoman en 1875, avec la création d'une « Administration de la dette publique » (APD) gérée par les créanciers. L'APD fut gouvernée par les créanciers jusqu'en 1928. Elle récupéra jusqu'à 20% des revenus de l'Etat, et elle négocia également les avantages accordés aux investisseurs étrangers.

\* L'expression remonte au blocus du Venezuela en 1902 par les armées britanniques, allemandes et italiennes dans le but de recouvrer les créances détenues par les banques et les porteurs d'obligations de ces pays (Raffinot, *op. cit.*).

\*\* Maximilien I du Mexique ou Ferdinand Maximilian Joseph, prince impérial et archiduc d'Autriche, prince royal de Hongrie et de Bohême (1832-1867). Il fut Empereur du Mexique entre 1863 et 1867. Il faut noter que de nombreux mexicains et gouvernements étrangers ne reconnurent pas son sacre.

Actuellement, ce type de sanctions semble difficilement envisageable et applicable aux pays émergents, simplement du fait de l'hétérogénéité des créanciers qui détiennent leurs dettes et de la prépondérance des créanciers privés, difficilement coordonnables. La coordination des créanciers privés est davantage ardu que celle des créanciers bilatéraux.

Cependant, le dossier Icesave<sup>39</sup> redonne une actualité à ce type de sanction. La faillite de la banque islandaise précitée en octobre 2008 a entraîné le Royaume-Unis et les Hollandais à rembourser leurs concitoyens, principaux créanciers. Aujourd'hui, ce n'est plus Icesave qui doit rembourser le Royaume-Uni et les Pays-Bas, mais le Gouvernement islandais, puisque les Autorités ont nationalisé les trois principales banques du pays après avoir frôlé la banqueroute. Afin de s'acquitter de ses dettes, une loi fixant les modalités de remboursement a été soumise au Parlement<sup>40</sup>. Ce dernier a voté la loi, mais le

<sup>39</sup> Du nom de la banque en ligne sur Internet, filiale d'une des principales banques islandaises Landsbanki.

Président a refusé de la ratifier, préférant la soumettre à un référendum (le premier depuis 1944, relatif à l'indépendance du pays). 93,3% des islandais se sont prononcés contre la loi. Les Autorités nordiques n'ont toujours pas trouvé d'accord avec Londres et La Haye. L'échec des négociations tombe mal pour l'Islande. En effet, les deux pays créanciers ont fait savoir qu'ils tiendraient compte de cette situation au moment des pourparlers relatifs à son adhésion à l'UE et brandissent déjà le veto. L'autre voie de dissuasion dont disposent le Royaume-Uni et les Pays-Bas est d'exercer une pression sur le FMI, afin qu'il retarde ou suspende le versement prévu des tranches de prêts.

Les sanctions de type militaire se raréfient, laissant la place à la voie diplomatique, et encore davantage à la voie juridique depuis la révision du concept d'immunité souveraine dès la moitié du vingtième siècle.

#### *(ii) Les sanctions légales*

La protection dont bénéficie un emprunteur souverain en cas de défaut diffère de celle d'une entreprise, dans le sens où ses avoirs ne peuvent être saisis. Autrement dit, l'Etat est protégé par l'immunité souveraine *absolue*. Cependant, au fil du temps, le concept d'immunité souveraine a changé. Il s'est allégé, laissant la voie disponible à ses créanciers de le poursuivre devant les tribunaux.

A l'origine, le souverain était protégé par l'immunité souveraine *absolue*, c'est-à-dire qu'il ne pouvait être poursuivi devant les tribunaux sans avoir donné son consentement au préalable. Cette doctrine domine le dix-neuvième siècle et la première moitié du vingtième siècle. A partir de 1950, nous assistons à une révision du concept d'immunité souveraine, résultant en grande

---

<sup>40</sup> Le remboursement des échéances se fera en fonction de la croissance du PIB, en aucun cas les richesses naturelles du pays ne peuvent servir de caution, enfin le remboursement ne doit pas dépasser 2024.

partie du début de la Guerre froide. Les adoptions du *Foreign Sovereign Immunities Act* (FSIA)<sup>41</sup> en 1976 par les Etats-Unis d'Amérique et du *State Immunity Act* (SIA) en 1978 au Royaume-Uni entérinent définitivement la nouvelle doctrine de l'immunité souveraine. Cependant, cela soulève deux questions :

- Quelle est la définition d'une entité souveraine ?
- Quelle est la définition d'une activité commerciale ?

Cette nouvelle doctrine introduit une brèche, les créanciers ont maintenant la possibilité de faire appliquer les contrats de dette souveraine devant les tribunaux. Parmi les derniers exemples en date, nous pouvons citer le cas *Elliot Associates L.P. versus Banco de la Nacion* (Pérou)<sup>42</sup> et le cas de l'Argentine. En 2004, suite au défaut argentin, on dénombrait 140 poursuites, incluant quinze procédures de *class action*, devant les tribunaux new-yorkais, italiens et allemands. La plupart de ces procédures ont débouché sur un

---

<sup>41</sup> Le FSIA permet à des agents privés de poursuivre un gouvernement étranger devant les tribunaux américains à partir du moment où la plainte concerne une activité commerciale.

<sup>42</sup> En 1996, le fonds Elliot Associates L.P. achète une partie de la dette du Pérou sur le marché secondaire pour un montant de 11,4 millions de dollars mais d'une valeur faciale de 20,7 millions de dollars (soit une décote de 65%). Le fonds refuse de participer à la restructuration de la dette, contrairement aux autres créanciers. A l'issue de la restructuration, il existe donc deux catégories de créanciers : la première constituée des anciens créanciers (*i.e.* Elliot Associates L.P.) et la seconde regroupant les porteurs des obligations restructurées. Si les Autorités péruviennes décident d'honorer le service des *nouvelles* obligations, le fonds peut les contrer en vertu de la clause *pari passu* (*Cf. infra*). Après quatre ans de batailles judiciaires entre les deux parties, Elliot Associates L.P. obtient d'un juge de la Cour de District Sud de Manhattan une décision contraignant le Pérou à lui payer la somme de 55,6 millions de dollars. Cependant, le fonds doit trouver le moyen de faire appliquer le jugement, c'est-à-dire récupérer la somme. Deux solutions s'offrent à lui : obtenir la somme sur le territoire de l'Etat du juge qui a statué (*i.e.* les Etats-Unis) ou le territoire d'Etats favorables aux créanciers. Le dépositaire central des actifs dans ce cas est Euroclear, le fonds fait alors une demande de blocage des paiements des *nouvelles* obligations auprès de la Cour de Bruxelles. Cette dernière donne raison à Elliot Associates L.P.. En conséquence, le Pérou, seulement quatre ans après la restructuration de sa dette, se retrouve en situation de défaut de paiement virtuel. Il n'a plus d'autres choix que celui de payer le fonds (Buchheit & Pam, 2004 ; Galvis & Saad, 2004 et Olivares-Caminal, 2008). Pour un aperçu des derniers litiges opposant un groupe de créanciers face à un emprunteur souverain, voir Panizza & al. (*op. cit.*), Bradley & al. (2008).

jugement en faveur des créanciers, comprenant le paiement de 725 millions de dollars américains à un seul d'entre eux – EML, une filiale de Dart Capital.

Cependant, bien que certains jugements aient été en faveur des créanciers, rares sont pour autant les décisions qui ont abouti à un paiement total par rapport à ce qui avait été demandé initialement. De plus, dans bien des cas, les créanciers n'ont rien obtenu (Sturzenegger & Zettelmeyer, 2006). Par conséquent, nous ne devons pas surestimer les risques de poursuites contre une entité souveraine, mais simplement prendre conscience qu'elles existent. Par contre, les poursuites, même si elles s'avèrent infructueuses, ont pour effet de ralentir les restructurations de dette, donc d'accroître ses coûts. Il est également important de différencier les poursuites émanant de créanciers « honnêtes » des poursuites menées par les fonds vautours<sup>43</sup> (*vulture funds*).

### (iii) *La réduction des échanges commerciaux*

L'idée que le défaut puisse conduire à des sanctions commerciales est assez présente dans la littérature (Diaz-Alejandro, *op. cit.*), cependant les études empiriques sont trop peu nombreuses pour attester de la véracité des faits l'entérinant.

Rose (2005), à partir des renégociations effectuées dans le cadre du Club de Paris, montre que les pays qui concluent un accord avec la *non institution* voient leurs échanges commerciaux décliner pour une durée d'environ quinze ans. Le défaut impacte également le volume des exportations mais, une fois le

---

<sup>43</sup> Ces fonds sont spécialisés dans le rachat de créances décotées, attendant qu'une partie de la dette des pays soumis à des difficultés ait été annulée par les créanciers du secteur officiel pour entamer des actions en justice et réclamer le paiement de l'intégralité de leurs créances, achetées à bas coût sur le marché secondaire. Les fonds vautours utilisent les tribunaux pour obtenir leur paiement *via* des saisies sur des actifs à l'étranger. La demande de remboursement se fait soit après l'annulation ou la restructuration de la dette, soit après le retour à la solvabilité du pays. Ces organismes s'attaquent plus particulièrement aux pays répondant à l'initiative PPTe. Ils demandent un remboursement à la valeur initiale.



défaut réglé, les effets ne perdurent pas (Borenstein & Panizza, *op. cit.*). Aujourd'hui, les moyens tels que les quotas, les embargos, les actions militaires, ne peuvent être des solutions pour sanctionner des pays (*Cf. supra*). Il faut donc chercher ailleurs la manière dont est affectée l'activité commerciale du pays. Un défaut a généralement pour effet de réduire les sources de financement pour les firmes exportatrices. Les études empiriques concluent à une relation de cause à effet entre le défaut et l'accès au crédit des firmes exportatrices, en revanche la perte d'accès est courte, ce qui permet de conclure que les effets sont peu importants (Borensztein & Pannizza, *op. cit.* ; Love & Zaidi, 2004 ; Banque mondiale, 2004). Arteta & Hale (2008, 2005) montrent que les crédits étrangers en direction des entreprises privées des pays en défaut s'effondrent, par contre les auteurs n'arrivent pas à déterminer si cette chute provient d'une contraction de la demande ou de l'offre de crédit. Les crédits internationaux vers le secteur privé ont tendance à baisser davantage si la résolution du défaut repose sur une approche unilatérale (Trebesch, 2009).

Agca & Celasun (2009), en utilisant les émissions de prêts syndiqués accordés aux entreprises privées des marchés émergents, montrent qu'un accroissement de la dette publique extérieure augmente de manière significative les coûts d'emprunt du secteur privé domestique. Ces résultats suggèrent qu'un niveau élevé de dette publique détourne le crédit extérieur du secteur privé, car cela a pour effet d'accroître le risque souverain, ce qui rend par la même occasion le secteur privé moins attractif. Les conséquences sont particulièrement importantes pour les pays bénéficiant d'un faible degré de protection des droits des créanciers. L'emprunt souverain réduit celui du secteur privé domestique et augmente son coût d'emprunt. En accord avec cet

argument, les auteurs constatent que la dette publique extérieure a un impact positif non négligeable sur les spreads de crédits des entreprises privées<sup>44</sup>.

Das & *al.* (2010) montrent que le niveau du risque souverain affecte le financement extérieur des entreprises privées localisées dans les pays émergents. En effet, un accroissement du risque souverain réduit le volume des financements extérieurs (prêts syndiqués et obligations), ainsi que l'émission d'actions. Les auteurs réalisent leur étude à partir d'un échantillon de 31 firmes de pays émergents. La première partie de leur travail porte sur la période 1980 – 1990, soit la crise de la dette. Les délais de négociation ont impacté de manière négative le volume des financements, par contre ceux causés par les créanciers procéduriers ne semblent pas avoir joué un rôle particulier. Ainsi, il apparaît que durant la période, le comportement des gouvernements a un impact plus grand que celui des créanciers. Les succès relatifs des programmes du FMI ont eu des effets positifs sur l'accès du secteur privé au capital extérieur. Dans la seconde partie, est examinée la période 1993 – 2007. Ils complètent leur travail avec des mesures additionnelles du risque souverain telles que les spreads sur les obligations souveraines et les ratings souverains. Il apparaît que le risque de défaut souverain est un déterminant crucial de l'accès aux capitaux pour le secteur privé. En effet, un accroissement des spreads couplé à des dégradations de note souveraine engendrent une chute considérable des émissions de dette extérieure pour la majorité des entreprises des marchés émergents. La résolution des crises joue également un rôle. Enfin, un défaut vis-à-vis des créanciers privés a plus de conséquences qu'un défaut vis-à-vis des créanciers officiels. Cependant, les auteurs ne dégagent pas de preuves suffisamment convaincantes attestant de l'existence d'une corrélation entre l'accès du secteur public et celui du secteur privé aux marchés internationaux de capitaux.

---

<sup>44</sup> Autour de la moyenne de l'échantillon (trente-huit entreprises de marchés émergents pour la période 1990 – 2006), un simple accroissement de la dette publique extérieure accroît les spreads de crédits au secteur privé de 27%.

*Les sanctions directes, à l'instar des sanctions de type réputationnel définissent les sanctions traditionnelles d'un défaut de paiement souverain, et émanent de l'extérieur. Le défaut engendre également une contraction de l'activité économique, pénalisant la croissance économique.*

### 1.3. Les coûts en termes de croissance économique

De Paoli & *al.* (2009) montrent que les pertes de production sont une fonction croissante de la durée de la crise. Une restructuration avancée, particulièrement avant la prononciation du défaut (*i.e.* de type préventive), permet de réduire les pertes. Cependant, un défaut souverain est rarement isolé. S'il est associé à une crise bancaire, les pertes sont plus grandes que pour la combinaison crise de dette - crise monétaire.

Borensztein & Panizza (*op. cit.*) cherchent, à travers une étude empirique générale sur les coûts d'un défaut souverain, à tester l'impact de ce dernier sur la croissance économique, la réputation de l'emprunteur, les échanges internationaux, le système bancaire domestique et les instances politiques en place. Le défaut entraîne en moyenne une baisse de 1,2% du Produit Intérieur Brut (PIB). Ce résultat va dans le même sens que celui de Sturzenegger (2004) pour qui le défaut engendre une baisse du PIB comprise entre 0,5 et 2%. Cependant, cet impact semble limité dans le temps. Ces conclusions corroborent également celles de De Paoli et *al.* (*op. cit.*).

Pour un ensemble de pays émergents, Borensztein & Panizza (*op. cit.*) mesurent l'évolution du PIB avant, pendant et après le défaut, en utilisant des données trimestrielles. Ils montrent que le PIB commence à baisser avant que le défaut ne se produise, puis chute de manière importante le premier trimestre qui suit le défaut et remonte rapidement. L'impact d'un défaut sur la croissance ne dépasserait pas un an/un an et demi (IADB, *op. cit.*).

Pour Levy Yeyati & Panizza (2006) et Benjamin & Wright (2009), le défaut fait suite à une contraction de l'activité économique et marque souvent le début de la reprise d'un nouveau cycle de croissance.

*Le défaut souverain, qu'il soit formel (i.e. déclaré) ou virtuel, s'accompagne de politiques d'austérité auxquelles s'oppose la population, qui en retour sanctionne le pouvoir en place. En ce sens, la crise des finances publiques grecques en est une bonne illustration.*

## 1.4. Les coûts en termes d'instabilité politique

La volonté de retarder un défaut qui a été largement anticipé par les acteurs du marché peut être coûteuse pour trois raisons :

- Le retard demande de mettre en place des politiques d'ajustement, qui peuvent être perçues comme excessivement coûteuses sur le plan économique, et injustes sur le plan social (au moins à court terme), par conséquent intenable. Les difficultés rencontrées par la Grèce, depuis la fin de l'année 2009, illustre assez bien ce propos<sup>45</sup>.
- Tant que le défaut n'est pas effectif, les taux d'intérêt continuent de croître, ce qui réduit l'investissement, les performances des banques, et renchérit le poids du service de la dette. Le renchérissement du

---

<sup>45</sup> La révision du déficit public fin 2009 de -3,7% à -12,7% du PIB, couplée à l'importance de la dette publique grecque (113,4% du PIB) précipite le pays vers une situation d'insolvabilité. La Grèce, qui au départ, ne veut aucune aide extérieure est contrainte de suivre les directives de l'Union européenne, et ne peut demander l'aide du FMI (alors même qu'elle en est membre) pour des raisons diplomatiques. Cependant, les demandes d'assainissement des comptes publics par l'UE à la Grèce passent difficilement auprès de la population grecque. En effet, elle voit dans le programme de stabilité et de croissance présenté le 15 février à la Commission européenne une injustice et refuse de payer les erreurs et tricheries commises (falsification des données statistiques, camouflage du montant réel de la dette avec l'aide de Goldman Sachs) par les gouvernements successifs. Par conséquent, les Autorités grecques sont « écartelées » entre d'un côté le respect des engagements pris auprès de l'UE et d'un autre côté le mécontentement de sa population.

poinds du service de la dette grecque aurait déjà coûté 0,5 point de PIB.

- La situation d’illiquidité peut conduire à des ventes d’actifs et des coûts de refinancements très élevés, sapant la solvabilité du secteur public et privé.

Nous pouvons donc légitimement nous demander pourquoi, les Autorités peuvent être amenées à retarder l’inévitable :

- Le désir de protéger les destins individuels des membres composants l’exécutif, particulièrement dans les pays dont le système démocratique est faible, voire récent. Sur les dix-neuf derniers défauts, dix-huit ont conduit à un changement de gouvernement. Nous ajoutons à cela, que les pays en défaut, en moyenne, connaissent un déclin de 16% de la participation électorale et dans un cas sur deux, le chef de l’exécutif est battu dans l’année ou celle qui suit le défaut, soit deux fois plus qu’en période économique normale (Borensztein & Panizza, *op. cit.*).
- La nécessité de convaincre les marchés financiers qu’il ne s’agit en aucun cas d’un défaut opportuniste, sous peine de voir le pays fortement sanctionné dans le futur.

*Après avoir analysé les coûts du point de vue de l’emprunteur, il convient d’examiner ceux du point de vue des créanciers. Deux axes retiendront notre attention : les décotes enregistrées par les investisseurs et l’existence (ou non) d’une discrimination entre les différentes catégories de créanciers.*

## 2. Les coûts du point de vue des créanciers

Les situations de défaut entraînent des pertes financières pour les créanciers, mais également des différences de traitement entre les créanciers susceptibles de déclencher un sentiment d'injustice, préjudiciable pour les futures relations. L'altération des relations peut entraîner par la suite une baisse des entrées de capitaux, par conséquent une fragilisation du financement du développement économique et un accroissement des litiges.

En conséquence, après avoir rappelé comment sont calculées les pertes subies (*haircut*) par les investisseurs (2.1.), nous nous demandons s'il est possible d'établir des caractéristiques communes aux différentes restructurations en termes de taux de recouvrement et d'égalité de traitement (2.2.).

### 2.1. Les méthodologies employées

De manière générale, les décotes subies par les investisseurs se calculent en comparant la valeur de marché de la dette restructurée, ainsi que les paiements reçus au moment de l'échange, à la somme de la valeur faciale de la dette restante et des PDI (*Past Due Interest*).

Struzenegger et Zettelmeyer (2005) développent une autre approche. La décote résulte d'une comparaison entre la valeur de marché des nouveaux instruments, à laquelle on ajoute le montant des paiements reçus, et la valeur actuelle nette<sup>46</sup> des paiements restants (y compris les arriérés de capital et/ou

---

<sup>46</sup> La valeur actuelle nette d'une dette est définie comme la somme actualisée au taux de marché approprié des annuités (intérêt et principal) restant à courir sur cette dette. Dès lors que le taux d'intérêt appliqué à un prêt est inférieur au taux de marché, la VAN de celui-ci est inférieur à sa valeur nominale (Club de Paris).

d'intérêts), actualisées au taux appliqué aux nouveaux instruments. La formule utilisée est la suivante :

$$D \equiv 1 - \frac{VAN(\text{nouveau}, r_{\text{nouveau}})}{VAN(\text{ancien}, r_{\text{nouveau}})}$$

Avec  $D$ , la décote,

Avec  $VAN$ , la valeur actuelle nette,

Avec  $r_{\text{nouveau}}$ , le taux d'intérêt appliqué aux nouveaux instruments.

Leur objectif premier est de comparer la valeur des nouveaux titres à la valeur des anciens, sans pour autant que le débiteur souverain soit, formellement, en situation de défaut. Ils préfèrent donc fonder leur définition sur les conditions contractuelles initiales. Enfin, la plupart des restructurations de dette étudiée dans leur article ont eu lieu sans que l'Etat ne prononce de déclaration d'insolvabilité (à l'exception de l'Argentine, de la Russie et de l'Ukraine), de fait la dette n'a pas pu être accélérée. Par conséquent, si la valeur faciale est le *bon numérateur* pour calculer les décotes lors de la survenue d'un défaut formel, elle l'est beaucoup moins dès lors que le pays restructure sa dette de manière préventive. Ainsi, pour plus de cohérence, les auteurs préfèrent développer leur propre définition.

Les pertes calculées par Sturzenegger & Zettelmeyer (*op. cit.*) reflètent celles subies par la participation des investisseurs à la procédure de restructuration par rapport à une situation hypothétique dans laquelle le débiteur souverain, n'aurait, d'aucune manière que ce soit, à discriminer entre les investisseurs qui ont choisi d'y participer et ce qui ont décidé de s'y tenir à l'écart. Autrement dit, la définition retenue par les auteurs mesure la tentation de *free riding* pour chaque investisseur en l'absence de discrimination. En

moyenne, les dernières restructurations sont considérées comme des succès, ce qui indique que les tentatives de *free riding* ont réussi, en grande partie, à être éliminées. Donc, elle mesure plus la pression qui doit avoir été exercée sur les investisseurs, en vue de résoudre le problème du passager clandestin associé à toute opération de restructuration. De ce fait, la mesure de la décote permet un classement des restructurations en fonction du degré de résistance des créanciers.

Néanmoins, cette approche pour estimer les pertes des investisseurs comporte des complexifications, lesquelles impliquent des ajustements.

- Lors de la restructuration de la dette domestique russe, des T bills ukrainiens et de la dette argentine en novembre 2001, les nouveaux instruments n'ont pas été échangés, par conséquent la valeur de marché ne peut être définie et il n'a pas été établi de nouveaux taux d'intérêt.
- La maturité des nouveaux instruments diffère de celle des anciens. Si la maturité du titre restructuré est plus élevée que celle de l'ancien, comme c'est souvent le cas, le rendement du nouveau titre sera supérieur à celui de l'ancien ; or en actualisant avec ce taux, cela tend à sous-estimer la valeur actuelle nette des anciens instruments.
- Dès lors que la restructuration implique un changement du libellé de la devise, il est impossible d'actualiser avec le même taux.
- Les titres n'ont pas toujours le même degré de protection.
- Le paiement des coupons de certains instruments est indexé, par exemple, au LIBOR US, dans ce cas l'information est disponible, mais si l'indexation porte sur un taux d'intérêt d'un marché local, cela devient plus compliqué.



Nous devons préciser que l'étude relative aux pertes subies par les créanciers lors d'un processus de restructuration de dette est difficile en raison du faible volume des travaux sur ce sujet.

## 2.2. Les résultats

L'un des premiers travaux étudié est celui de Suter (1992). Il compare les pertes contractées par les investisseurs à la suite de défauts souverains pour trois périodes : 1820 – 1870, 1871 – 1925, et 1926 – 1975. Il retient trois critères pour son analyse : le paiement des arriérés d'intérêts, la réduction du taux d'intérêt et de la valeur faciale. Les accords conclus, au dix-neuvième siècle, entre le débiteur souverain et ses créanciers portent essentiellement sur les deux premiers critères, il est rarement question de réduction de la valeur faciale, mais plutôt d'abandon, *de facto* elle ne peut être qu'importante. Au final, il apparaît que les pertes sont de plus en plus importantes à travers le temps (Cf. Tableau 9).

*Tableau 9. Les travaux de Suter*

<i>Périodes</i>	<i>Paiement des arriérés d'intérêts</i>	<i>Réduction du taux d'intérêt</i>	<i>Réduction de la valeur faciale</i>
1820 – 1870	81% capitalisés en nouvelles obligations	15%	Non chiffrée, mais considérée comme très importante
1871 – 1925	72% capitalisés en nouvelles obligations	16%	23%
1926 – 1975	A hauteur de 65%	Pas de données	23%

Jorgensen & Sachs (*op. cit.*) étudient les décotes des créanciers suite aux défauts de la Bolivie, du Chili, de la Colombie et du Pérou dans les années

1930. Ils comparent la valeur présente du principal dû au moment du défaut à celle du paiement après défaut (Cf. Tableau 10).

**Tableau 10. Les travaux de Jorgensen & Sachs**

	<i>Colombie</i>	<i>Pérou</i>	<i>Chili</i>	<i>Bolivie</i>
Pertes estimées	37%	61%	69%	92%

De Paoli & al. (*op. cit.*) démontrent que les réductions imposées aux créanciers sont moindres si l'Etat souverain entame sa restructuration avant défaut (*i.e.* restructuration préventive). Cela reflète d'un côté le souhait des pays d'éviter les coûts associés à un défaut, d'un autre côté leur plus grande volonté d'obtenir un accord avec leurs créanciers. Si les ratings ne semblent pas tenir compte des pertes subies par les investisseurs, il n'en est pas de même pour les spreads qui semblent corrélés à l'importance des décotes des créanciers. Ainsi, pour une note similaire, un pays dont la restructuration s'est soldée par des pertes importantes pour ses investisseurs, verra ses obligations associées à des spreads plus élevés qu'à l'inverse.

L'étude la plus récente est celle réalisée par Sturzenegger et Zettelmeyer (*op. cit.*). Ils étudient les pertes subies par les créanciers en termes de valeur actualisée nette lors des restructurations russe, ukrainienne, pakistanaise, équatorienne, argentine et uruguayenne (Cf. Tableau 11).

Premièrement, en fonction des méthodologies de calcul retenues pour estimer les pertes subies par les investisseurs, l'étendue des résultats est importante. Ainsi, pour Sturzenegger & Zettelmeyer (*op. cit.*), l'éventail des pertes s'étend de 12,9% dans le cadre de la restructuration de la dette extérieure uruguayenne, à 73% pour la dernière phase de la restructuration de dette argentine. Les résultats issus de la définition conventionnelle font état d'un

minimum de 18,2% pour l'Ukraine (OVDP résidents) et d'un maximum de 69,2% pour la Russie (PRINs/IANs).

Deuxièmement, nous constatons que les pertes calculées selon la définition usuelle sont supérieures. Néanmoins, cinq exceptions sont à noter :

- Deux résultats identiques dans le cadre de la restructuration des titres ukrainiens : ING Loan (38%) et Chase Loan (30,7%).
- Trois résultats inférieures dans le cadre de la Russie – MinFin3 – 61% contre 63,2%, du Pakistan – Euro-obligations – 30,4% contre 30,9% et de l'Argentine – Troisième phase – 67% contre 72,9%.

Il est nécessaire de préciser que le plus fort écart constaté concerne l'Equateur, pour Sturzenegger & Zettelmeyer (*op. cit.*) les investisseurs enregistrent une perte de 27,4%, contre 60% sous la définition originelle, soit plus du double.

Troisièmement, quelle que soit la méthodologie employée, les résultats varient fortement d'un titre à un autre à l'intérieur d'une même restructuration. L'hétérogénéité des pertes la plus grande est constatée pour l'Argentine (Sturzenegger & Zettelmeyer, *op. cit.*) et la Russie (définition première).

Quatrièmement, il nous paraît difficile de conclure de manière définitive sur la discrimination en termes de résidence des investisseurs. Les Autorités russes et ukrainiennes ont essayé de préserver la valeur des titres détenus par leurs résidents, inversement pour le Gouvernement uruguayen. Dans ce dernier cas, les résultats peuvent s'expliquer par le poids de la dette extérieure éligible pour la restructuration (70%).

*In fine*, il est difficile d'établir une cartographie fine des pertes subies par les investisseurs suite à une restructuration de dette du fait des divergences des méthodes de calcul retenues, de la rareté des travaux relatifs à ce sujet, enfin de l'existence d'une volonté étatique de protéger les investisseurs domestiques ou non. Il existe deux autres types de discrimination : les créanciers officiels

(multilatéraux et bilatéraux) *versus* les créanciers privés, et les créanciers privés (non organisés) *versus* les créanciers privés (organisés).

**Tableau 11. Les travaux de Sturzenegger & Zettelmeyer**

<b>Comparaison des pertes subies en % à l'issue des restructurations de dette souveraine : 1998 – 2005</b>			
		<i>Définition S&amp;Z</i>	<i>Définition conventionnelle**</i>
Russie	GKO/OFZ (résidents)	45,0	45,7
	GKO/OFZ (non-résidents)	61,1	61,5
	MinFin3	63,2	61,0
	PRINs/IANs	52,6	69,2
Ukraine	OVDP (résidents)	6,9	18,2
	OVDP (non-résidents)	56,3	59,2
	Chase loan	30,7	30,7
	ING loan	38,0	38,0
	International bonds	27,8	40,1
Pakistan	Euro-obligation	30,9	30,4
Equateur	Obligations internationales	27,4	60,0
Argentine	Phase I (résidents)	41,7	58,1
	Pesification	45,6	61,3
	2005 International	72,9	67,0
Uruguay	Externe	12,9	26,2
	Domestique	23,3	36,2

\*\*  $H_{MKT} = 1 - NPV(\text{new}) / (\text{outstanding principal} + PDI)$ . Outstanding principal includes any PDP; PDI is un compounded.

Source : Sturzenegger & Zettelmeyer (op. cit.)

De manière générale, il est estimé que la distribution des paiements à la suite d'une restructuration est équitable si :

*« ... the comparison of pre and post restructuring loan terms and considered to be achieved here when different creditor groups make similar proportional concessions in terms of cash-flow relief, extension of average life and reduction in present value of the claim.» (Mandeng, 2004)*

Mandeng (*op. cit.*) fournit une étude sur les restructurations équatorienne et russes, jugées inéquitables par le secteur privé. En effet, l'EMTA (2001) estime que les créanciers privés ont renfloué le secteur officiel dans ces deux cas. L'auteur se focalise dans un premier temps sur la discrimination créanciers officiels (ici, les créanciers officiels sont les membres du Club de Paris) *versus* privés, dans un second temps, sur la discrimination créanciers privés institutionnels *versus* autres privés (*retail investors*). Trois critères sont retenus pour juger de l'égalité de traitement entre créanciers : la valeur actuelle (le taux d'actualisation est celui auquel empruntent les deux Etats en temps normal, soit 11.25% pour l'Equateur et 9% pour la Russie), les flux de trésorerie (avant et après restructuration) et la durée de vie moyenne des titres (avant et après restructuration).

Lors de la restructuration de la dette équatorienne, la valeur actuelle a été réduite de 12,1%. Les créanciers bilatéraux ont perdu 12,6%, alors que les créanciers privés ont subi une décote de 11,8%. L'égalité de traitement a donc été respectée. Par contre, parmi les créanciers privés, l'auteur observe de fortes disparités. D'un côté, les détenteurs de PAR ont vu croître leur valeur actuelle de 6%, alors que les porteurs d'IE enregistrent une baisse de 35,7%. Dans ce cas, l'égalité de traitement n'a pas été respectée. En termes de cash flow, le Club de Paris a subi une baisse, alors que les créanciers privés ont reçu des liquidités, ces derniers ont donc été privilégiés. En termes de maturité, les deux grandes catégories de créanciers ont eu un traitement similaire, elle s'est accrue de trois ans.

Les Autorités russes ont privilégié, en termes de valeur actuelle, les membres du Club de Paris (-2,9%), contre une décote de 24,1% pour les créanciers privés. Parmi les créanciers privés, là encore, l'égalité de traitement n'a pas été respectée, les porteurs de Prins ont enregistré une perte de 45,1% contre 27,4% pour les détenteurs d'Ian. En termes de cash flow, les créanciers commerciaux sont davantage perdants que les membres du Club de Paris. Enfin, l'allongement de la maturité est deux fois plus importante (deux ans) pour les créanciers commerciaux que pour les créanciers bilatéraux

Pour conclure, le Gouvernement russe a privilégié les membres du club de Paris et discriminé parmi ses créanciers privés, alors que les Autorités équatoriennes ont assuré l'égalité de traitement entre créanciers bilatéraux et créanciers privés, par contre il existe de fortes disparités à l'intérieure de la dernière catégorie.

Il faut préciser que la discrimination créanciers officiels *versus* créanciers privés se produit, plus particulièrement, dans le cadre des pays répondant à l'initiative PPTE. Ainsi, le Secrétariat général du Club de Paris estime le montant total des plaintes des créanciers procéduriers à 1,5 milliard de dollars dont 80% ont déjà été reconnus par les tribunaux, fin de l'année 2007. Les poursuites, souvent longues, devant les tribunaux sont susceptibles de peser fortement sur les budgets et les ressources institutionnelles des pays concernés. Les craintes du Club de Paris sont à la base du Communiqué de Presse du 22 mai 2007, qui déclare notamment :

*« Ces actions tirent indûment profit des efforts d'annulations consentis par les autres créanciers et privent ainsi ces pays de ressources pour la réduction de la pauvreté. »*

En effet le refus des créanciers privés de participer à l'initiative PPTE peut compromettre l'octroi d'un allègement de dette au titre des initiatives PPTE et IADM (un minimum de 80% des créanciers est obligatoire pour atteindre le

point d'achèvement de l'initiative PPTE). Ce comportement peut donc freiner le retour des pays visés à des ratios de dette soutenable. Par conséquent, et en vertu de la clause de comparabilité de traitement du Club de Paris, les membres de celui-ci s'engagent à ne pas vendre leurs créances sur des pays PPTE à d'autres créanciers qui n'envisageraient pas de mettre en œuvre les allègements de dette de l'initiative PPTE, et ils demandent aux autres créanciers d'adopter la même ligne de conduite.

*En l'absence d'une littérature abondante sur le sujet, il est néanmoins possible de tirer certaines conclusions.*

- *Les décotes subies par les investisseurs sont d'autant plus importantes que la restructuration est faite après un défaut de paiement formel, quelle que soit la méthodologie employée.*
- *L'égalité de traitement entre catégories de créanciers dépend fortement des relations qu'entretient le débiteur souverain avec ses créanciers et n'est pas assurée pour les pays PPTE.*

*Les défauts souverains des pays émergents sont davantage coûteux aujourd'hui qu'auparavant, notamment en termes d'instabilité des marchés financiers internationaux, dans le sens où ils se produisent rarement de manière isolée. En effet, ils sont souvent associés à une crise bancaire, laquelle est potentiellement systémique et contagieuse.*

### 3. Les coûts du point de vue du système monétaire et financier international

Le basculement soudain du sentiment du marché entraîne une réallocation des capitaux, potentiellement déstabilisatrice dans un premier temps pour l'économie domestique, puis dans un second temps pour l'ensemble du système.

#### 3.1. La centralité du système bancaire

Si les défauts affectent les investisseurs étrangers, il en est de même pour les investisseurs domestiques, notamment le secteur bancaire (Beim & Calomiris, 2000 ; Sturzenegger & Zettelmeyer, *op. cit.*). Les premiers démontrent qu'un défaut augmente la probabilité d'une crise bancaire davantage que l'inverse. Ces résultats sont néanmoins à prendre avec précaution.

Les effets les plus importants d'une crise de dette semblent être ceux qui touchent le secteur financier domestique. Dès lors que les banques sont fortement exposées à la dette du pays (c'est-à-dire qu'elles détiennent une part importante de la dette), le défaut peut provoquer une crise bancaire ou tout du moins un resserrement des octrois de prêts aux entreprises privées, qui en retour renforce l'effet récessif du défaut sur l'économie réelle. En effet, Rochet (2008) rappelle que les banques sont la source principale de liquidité pour le tissu entrepreneurial. Dans la même optique, Ondo Ndong & Scialom (2008) écrivent :

*« La dette bancaire constitue le moyen d'échange le plus répandu dans les économies de marché et la confiance absolue des déposants dans la valeur de la monnaie bancaire*



*est essentielle au bon fonctionnement du système de paiement. Certains agents n'ont pas d'autres sources de financement externe alternatives au crédit bancaire. Ainsi, ce qui distingue fondamentalement la faillite bancaire de la faillite d'une entreprise [...] c'est qu'elle peut affecter le système financier dans son ensemble via le canal des expositions interbancaires, le canal informationnel et/ou le canal du crédit. »*

Selon Borensztein & Panizza (*op. cit.*), un défaut souverain peut conduire à une crise bancaire ou à un rationnement du crédit de trois façons différentes.

- Un défaut peut entraîner un effondrement de la confiance dans le système financier domestique, qui en retour engendre une course aux retraits de la part des déposants (*run*).
- Même en l'absence de phénomène de *run*, le défaut impacte négativement le bilan des banques, spécialement si la part de la dette qu'elles détiennent est importante.
- Le défaut s'accompagne généralement d'une fragilisation des droits des créanciers qui sapent leur confiance et réduit leur aptitude à prêter de nouveau. Le défaut peut donc également engendrer une contraction de la demande.

En conséquence, les restructurations de dette ont un impact négatif sur l'économie domestique en raison de leur effet perturbateur sur le système financier domestique. En fonction de la taille et du type de restructuration menée, les banques sont affectées de différentes manières *via* la structuration de leur bilan (*i.e.* l'actif, le passif, *Cf. infra*, le poids des créances douteuses), leur exposition au risque de change et de taux, la mise en place d'un gel des dépôts bancaires qui perturbe le fonctionnement du système de paiement, la

raréfaction de la liquidité qui affecte le marché interbancaire et exacerbe la contraction du crédit, enfin la promptitude à faire face à un phénomène de fuite vers la qualité (*flight to quality*).

Schématiquement, les établissements bancaires sont exposés à deux types de crise (Boyer & al., 2004).

La première forme de crise bancaire se manifeste par le passif du bilan. Habituellement, elle prend les traits d'une panique bancaire issue du caractère aléatoire des retraits des clients : l'anxiété de certains déposants qui retirent leurs avoirs peut déclencher un mouvement en chaîne de demande de retraits, alors même que la banque n'est pas considérée comme insolvable. Cette manifestation repose sur la polarisation des anticipations. Dans ce cas précis, l'illiquidité reflète ou engendre l'insolvabilité de la banque, si le phénomène se généralise au système bancaire domestique.

La crise par l'actif constitue la seconde forme de crise, et repose sur l'irréversibilité de la relation de prêt. Dans le cas où un choc impact négativement la rentabilité ou le respect des échéances des remboursements pour les prêts consentis avant le choc, alors la banque fait face à un risque de solvabilité qui, lui-même, peut déclencher un phénomène de *run*.

Les deux types de crise produisent le même effet, elles précipitent la banque vers la faillite. La banqueroute d'un établissement, par contagion, peut se transmettre au système bancaire dans sa totalité, et de ce fait provoquer son effondrement. Par la suite, les systèmes de paiement et du crédit sont affectés, les dysfonctionnements constatés impliquent une défiance généralisée et une élévation du degré d'incertitude qui, si elles s'avèrent extrêmes, provoquent une dépression ou une crise systémique.

Les établissements bancaires sont donc vulnérables aux mouvements de panique, résultant d'une anticipation pessimiste d'une partie de leurs déposants quant au niveau de liquidité, ce qui conduit l'économie vers un équilibre, lui

aussi, pessimiste caractérisé par une perte de confiance vis-à-vis de l'ensemble des banques, une contraction, voire l'arrêt, des octrois de crédit, en conséquence une dégradation de l'activité économique. Cet enchaînement part d'une banque locale pour se propager à l'ensemble du système bancaire domestique.

Boyer & al. (*op. cit.*) distinguent trois facteurs de déclenchement des crises bancaires.

- La localisation d'un choc ou d'une défaillance qui se propage à l'ensemble du système bancaire et, par voie de conséquence, à l'économie toute entière.
- La procyclicité des activités bancaires. Mishkin (1991) montre ainsi que lors de la phase ascendante du cycle, les banques ne font pas d'effort de discrimination entre bons et mauvais emprunteurs, spécialement ils portent peu d'attention à la qualité de leurs collatéraux, lorsqu'ils accordent des crédits. L'exposition excessive aux risques accroît la brutalité du renversement du cycle. De plus, la réglementation qui impose le provisionnement des pertes lors de la phase descendante du cycle dégrade le capital, donc l'offre de crédit, ce qui, en retour, accroît la procyclicité du crédit et fragilisent d'autant plus les systèmes bancaires.
- L'occurrence d'un choc macroéconomique de forte amplitude qui ne peut être absorbé par le pays et dépasse la résilience du système bancaire.

### 3.2. Les canaux de propagation d'une crise bancaire

Les canaux de transmission d'une restructuration de dette à l'économie domestique sont au nombre de cinq.

*L'effet de richesse des résidents.*

Nous entendons par résidents détenteurs de dette publique les banques, les autres institutions financières (compagnies d'assurance et fonds de pension), les entreprises et les ménages. Suite à une restructuration de la dette domestique, les résidents subissent directement une réduction de leur richesse en raison de la diminution de la valeur actualisée nette des titres qu'ils détiennent. L'effet de richesse joue particulièrement pour les banques, qui continuent d'occuper une place prépondérante dans la détention de la dette comme nous l'avons mentionné au premier chapitre, et entame leur solvabilité ; et dans une moindre mesure pour les déposants.

*Le volume des flux nets de capitaux.*

Les sorties du territoire des capitaux privés augmentent en raison d'une défiance accrue de la part des investisseurs dans les institutions du pays. Les résidents détenant des titres domestiques cherchent à se protéger de deux manières : en échangeant leurs titres domestiques contre des titres libellés en devises, d'une part, et en sortant leurs avoirs du pays, d'autre part.

*L'ajustement du taux de change.*

L'annonce d'un défaut est souvent accompagnée d'une dépréciation de la monnaie, qui érode le bilan des banques, notamment pour les plus exposées au risque de change. Si l'effet est important pour les banques, il l'est également pour les ménages et les entreprises. La dépréciation et l'inflation, qui s'ensuivent, liquident la valeur des actifs détenus par les ménages. En retour la demande émanant des agents domestiques se contracte. Les inégalités de richesse entre les résidents augmentent en fonction de la fraction de titres libellés en devises étrangères qu'ils détiennent. L'effet sera d'autant plus sévère que la dépréciation est grande.

### *Le coût du capital.*

De manière générale, l'augmentation du coût du capital reflète la perte de confiance dans la capacité des Autorités à honorer ses engagements présents et futurs. Les spreads sur les actifs souverains émergents augmentent avant l'annonce du défaut. Dans le cas de l'Equateur, les spreads ont atteint les 2000 points de base avant la décision de geler les dépôts (mars 1999), puis près de 3000 avant la prononciation du défaut et 4500 après. Dans le cas de la Russie, les spreads s'élevaient à 1200 points de base en juillet 1998, puis 5000 après l'annonce du défaut, (IMF, 2002). L'emprunteur souverain, ainsi que les autres acteurs de l'économie ont par conséquent extrêmement de mal à se financer en raison d'un coût devenu prohibitif. Si le pays doit subir un coût de financement extérieur plus élevé, il en est de même sur le marché domestique. L'augmentation des taux d'intérêt au plan national reflète l'effort produit par le Gouvernement pour maintenir le niveau du taux de change, mais également les anticipations de dépréciation et risque de défaut faites par les investisseurs. Ainsi, pour la Russie, les taux d'intérêt sont passés de 50 à 300% d'augmentation après l'annonce du défaut (IMF, *op. cit.*).

Par conséquent, l'impact d'une restructuration de dette sur l'économie domestique sera d'autant plus néfaste que :

- la part de la dette restructurée détenue par les résidents, particulièrement les banques, est élevée ;
- le degré d'intermédiation bancaire est fort, associé à une forte dépendance du secteur privé au financement bancaire, et la supervision bancaire faible. Ainsi, Ondo Ndong & Scialom (*op. cit.*) montrent que la débâcle de la banque britannique Northern Rock

47 ;

- le pays est fortement intégré sur le marché international des capitaux, particulièrement exposé aux investissements de court terme et aux fuites de capitaux, autrement dit que le degré d'ouverture du compte de capital est important.
- le régime de taux de change est semi-flexible et fortement surévalué.

*Les crises bancaires sont au cœur des déclenchements et des développements des crises financières, car elles ont pour conséquence de toucher profondément les économies réelles. De plus, elles sont potentiellement systémiques depuis que les activités bancaires sont fortement internationalisées.*

---

<sup>47</sup> L'intransigeance de la Banque d'Angleterre lors des trois modes d'intervention mis en place pour sauver la banque Northern Rock, associée aux failles du système d'assurance-dépôt britannique, puis un cadre obsolète de restructuration et liquidation des banques, enfin les lacunes de la régulation de la liquidité, ont conduit les déposants à se ruer vers les guichets de la banque afin de récupérer leurs avoirs, précipitant la nationalisation de cette dernière par le Gouvernement britannique.

## Conclusion du chapitre 2

Après avoir confronté la littérature théorique économique de la dette souveraine aux études empiriques sur les défauts souverains et les renégociations, nous nous apercevons qu'il existe une déconnection entre la théorie et la réalité. Les modèles de dette souveraine partent de l'hypothèse que les Etats empruntent dans le mauvais état de la nature et remboursent dans le bon état de la nature. Par conséquent, l'emprunt devrait être contracyclique, or il ne l'est pas. Le remboursement de la dette, alors même que les pays sont difficilement justiciables, s'explique par la peur de l'application de sanctions. Par conséquent, la littérature présente une analyse en termes de coûts/bénéfices du défaut.

Au fil du temps, le profil des défauts a changé, il est donc normal que nous observions une mutation des coûts.

Dans la réalité, bien que le défaut s'accompagne de spreads plus élevés, d'une baisse des échanges commerciaux et d'un accès plus limité au marché, ces coûts ne semblent avoir que des impacts à court terme. Les coûts qui mettent en relation les acteurs extérieurs sont donc à relativiser. Cependant, les coûts qui touchent l'économie domestique sont eux plus tangibles, notamment en termes de perte de points de croissance et d'instabilité politique.

Les pertes pour les créanciers varient en fonction de la méthodologie utilisée, mais également de leur caractéristique propre.

Nous pouvons donc déterminer trois grilles d'analyse des coûts d'un défaut souverain : résidents *versus* non résidents, emprunteur *versus* prêteurs, contagion domestique *versus* régionale, voire mondiale.

Les coûts ou risques induits par le défaut sont d'autant plus sévères qu'il n'existe à l'heure actuelle aucun cadre formel pour gérer les crises de dette souveraine. La gestion correspond à une approche au cas par cas.



# Conclusion de la partie 1

La mutation de la structure d'endettement des pays émergents, avec d'une part un recours croissant à l'endettement obligataire et d'autre part la montée des créanciers privés, modifie les coûts et les risques subis par les différentes parties prenantes au défaut.

Les dernières restructurations sont généralement considérées comme des réussites en l'absence d'échec sévère, à l'exception du défaut argentin. Pour autant, nous ne pouvons pas conclure à une situation optimale. En effet, les restructurations de dette ne produisent pas toujours les résultats escomptés. Les opérations de restructuration recouvrent quatre objectifs :

- la modification du profil des remboursements, afin de réduire le volume des besoins de financement à court terme de l'emprunteur souverain ;
- la réduction du service de la dette ;
- l'élimination des stratégies dissidentes (*holdout strategy*) et des litiges ;
- la normalisation de l'accès au marché international des capitaux.

Le rétablissement de la soutenabilité de la dette dans le cas de l'Uruguay n'a pas été probant. Les processus restent coûteux et complexes, la crise de dette peut donc facilement dégénérer en crise bancaire, avec des implications politiques et sociales importantes.

Les coûts bien que souvent surestimés du point de vue de leur durée ne peuvent pour autant être négligés du fait de leur profondeur. La dernière amélioration de gestion des crises de dette souveraine proposée par le secteur

officiel porte sur la généralisation des clauses d'actions collectives aux contrats de dette de type new-yorkais, c'est-à-dire une approche contractuelle et décentralisée. Or pour l'instant, elles n'ont été adoptées qu'*a minima* (i.e. dans leur version la plus faible). Ce constat nous amène directement au développement de notre seconde partie

## Partie II – Vers l’instauration d’un cadre de gestion contractuel et décentralisé des crises de dette souveraine

## Introduction à la partie II

*L'objet de cette seconde partie est dans un premier temps de mettre en lumière les inefficiences des dernières restructurations, ce qui nous permet directement d'en tirer les objectifs à atteindre et d'expliquer en quoi le choix des CAC correspond à la réalisation de ces buts (chapitre 3). Dans un second temps, à partir des résultats de la revue de la littérature circonscrite aux CAC, nous posons les bases et spécifions un modèle de révision des seuils de vote à la majorité qualifiée des CAC (chapitre 4).*

La nouvelle structure d'endettement des pays émergents implique des risques qui peuvent conduire à une restructuration de dette et/ou à la prononciation du défaut souverain. Les coûts du défaut doivent être atténués par une gestion efficace des crises de dette souveraine.

L'efficacité de la gestion des crises de dette souveraine implique la réalisation de plusieurs objectifs : premièrement rétablir les conditions nécessaires à la croissance économique qui passe par le rétablissement d'un accès rapide des pays émergents au financement extérieur, deuxièmement maximiser le taux de recouvrement des créanciers, sans entacher les perspectives de développement de l'emprunteur souverain.

Les crises de dette souveraine, si leur résolution s'avère trop longue, peuvent dégénérer en crise bancaire. Il est donc important de réduire les délais de restructuration de la dette.

Face au rejet de tout traitement global et supranational des crises de dette souveraine, seules les clauses d'actions collectives semblent être en mesure de

produire un cadre de gestion. Cependant, les CAC ont été adoptées sans grande conviction, et sont pour l'instant loin d'être parfaites. Or, elles sont facilement améliorables tant dans leur forme que dans leur fond.

Bien qu'adoptées sans grande conviction, nous verrons qu'elles possèdent intrinsèquement les qualités pour répondre aux enjeux des restructurations de dette souveraine.

## Chapitre 3 Le choix des Clauses d'Actions Collectives

## Introduction du chapitre 3

*L'objectif du chapitre 3 est de présenter les principaux enjeux d'une procédure de restructuration de dette souveraine, après avoir rappelé les principaux résultats des dernières restructurations (1), et expliqué pourquoi les clauses d'actions collectives répondent à ces enjeux (2).*

Les modalités de gestion des crises de dette souveraine se construisent *ex post*. Les solutions apportées par le passé correspondent par conséquent à des situations particulières, qui ne peuvent satisfaire à la situation actuelle. Si la plupart des dernières restructurations sont considérées comme des succès, pour autant nous notons l'existence de dysfonctionnements importants. Si le cas argentin est le plus marquant, donc le plus étudié, d'autres cas présentent des failles, notamment celui de l'Uruguay.

L'importance croissante des créanciers privés dans la détention de la dette souveraine pose la question de leur place dans le processus de restructuration : simple spectateur, participation active, dissidence. Depuis la fin des années 1990, le secteur officiel avance l'idée d'une plus grande participation des créanciers privés dans le processus de restructuration (*private sector involvement*). Cependant, cette volonté nouvelle ne doit pas conduire l'Etat défaillant à abonder dans le sens des créanciers, *i.e.* répondre à toutes leurs demandes.

Pour établir un cadre clair de restructuration des dettes souveraines, il est important de comprendre la structure d'endettement des pays en défaut, ce que nous nous sommes attachés à faire au cours du chapitre 1. Un cadre clair

implique de définir la place du débiteur, des créanciers (catégorie par catégorie), et du secteur officiel.

Après le refus de la proposition Krueger en 2003, donc de toute idée de supranationalité, la communauté financière internationale a réhabilité une vieille idée : l'introduction et la généralisation des clauses d'actions collectives dans les contrats de dette. D'une innovation systémique nous sommes passés à une innovation incrémentale qui, si elle paraît simple à mettre en place, soulève néanmoins plusieurs questions que ce soit à un niveau *ex ante* (structuration des contrats) ou *ex post* (restructuration d'émission unique *versus* émission multiple). Si la supranationalité ne bénéficie pas des suffrages des pays émergents (question de représentativité) et des créanciers (atteinte à leurs droits contractuels), pour autant le secteur officiel a encore un rôle à jouer.



# 1. Les enjeux des restructurations de dette souveraine

L'enjeu d'une restructuration réside principalement dans le rétablissement de la soutenabilité de la dette à moyen/long terme. Pour ce faire il est impératif de minimiser les coûts du défaut pour l'emprunteur souverain et d'établir un profil de dette réaliste. Les coûts en termes de délai et de défaut de coordination peuvent être réduits en impliquant davantage les créanciers privés dans le processus de restructuration (*bail-in*). L'idée est de rétablir un partage équitable entre les deux parties.

La détection des principaux enjeux d'une restructuration implique dans un premier temps d'étudier les précédentes restructurations afin de dresser une liste de ce qui a fonctionné et de ce qui a échoué.

## 1.1. L'étude des dernières restructurations

Les dernières restructurations, souvent considérées comme réussies, montrent néanmoins certaines faiblesses. Certains indicateurs retenus, tels que la durée du défaut de paiement et le taux de participation des créanciers, pour attester de la réussite des procédures de restructuration masquent la réalité des résultats.

Afin d'avoir une compréhension complète des dernières restructurations, il est important de revenir un instant sur les caractéristiques des crises qui ont conduit à la prononciation du défaut sur la dette souveraine (*Cf.* Tableau 12). Sur les six cas présentés ci-dessous, quatre sont des crises triples associées chacune à un phénomène de run. Ces quatre pays (Russie, Equateur, Argentine, Uruguay) ont dû procéder à une restructuration de leur dette souveraine domestique et extérieure (*Cf.* Tableau 13).

Tableau 12. Caractéristiques des crises de 1998 à 2005

	<i>Russie (1998)</i>	<i>Ukraine (1998)</i>	<i>Pakistan (1999)</i>	<i>Equateur (1999)</i>	<i>Argentine (2001)</i>	<i>Uruguay (2003)</i>
Suspension des paiements	Oui	Oui - négociations	Non	Oui		non
Contraction de l'activité économique	Faible	Moyenne	Moyenne	Importante	Importante	Importante
Crise monétaire	Oui	Non	Non	Oui	Oui	Oui
Crise bancaire	Oui	Non	Non	Oui	Oui	Oui
Crise financière	Oui	Non	Non	Oui	Oui	Oui
Ajustement	Modeste	Modeste	Modeste	Important	Important	Modeste
Run bancaire	Oui – dépôts domestiques	Non	Non	Oui	Oui	Oui – dépôts domestiques
Gel des dépôts	Non	Non	Partiel	Oui	Oui	Non

Source : d'après Roubini & Setser (*op. cit.*)

Les derniers défauts ont été rapidement résolus (durée inférieure à deux ans en moyenne), à l'exception de celui de l'Argentine qui a duré plus de deux ans (IADB, *op. cit.*). L'étude de Trebesch (*op. cit.*) confirme ces résultats. En comparant 90 défauts sur la période 1980 – 2007, il en estime la durée moyenne à :

- un an à un an et demi sur la sous-période 1980 – 1990 ;
- cinq ans sur la sous-période 1990 – 1998 ;
- un an à un an et demi sur la sous-période 1998 – 2007.

Cette étude nous amène à une première conclusion : la Russie, l'Ukraine et l'Argentine ont mis plus de temps que la moyenne pour résoudre leur restructuration.

Le taux de participation des créanciers a été relativement élevé. Il était en moyenne supérieur à 90%, toujours exception faite de l'Argentine (69% en moyenne sur les trois phases de la restructuration). La participation élevée s'explique en partie par le recours de la part de certains pays à un taux de participation minimum (action à la majorité qualifiée par défaut), l'octroi de liquidité et les offres à choix multiple.

Si nous étudions en détail les taux de participation (*Cf.* Tableau 14), nous constatons qu'il existe une grande disparité entre les titres restructurés. Ainsi, pour la Russie la restructuration de deux séries de titres n'atteignent pas les 90% : les *MinFin3* (75%) et *GKO/OFZ « non-résidents »* (89%), Il en est de même pour l'Ukraine : les *OVDP « résidents »* (84%) et *OVDP « non-résidents »* (82%).

Les différences de traitement entre les catégories de créanciers ont été exposées précédemment à l'occasion du chapitre 2 (*Cf. supra*). Notre objet dans cette sous-section est d'analyser les résultats des restructurations du point de vue des emprunteurs souverains. D'autres indicateurs sont importants pour attester de la réussite des restructurations. En effet, leur objectif est de restaurer la soutenabilité de la dette, les conditions préalables à la croissance économique et l'accès aux marchés de capitaux internationaux.

Il existe plusieurs indicateurs pour mesurer le caractère soutenable de la dette publique. Le plus communément utilisé est le ratio dette publique rapportée au PIB. En outre, si l'Etat est fortement endetté en devises, il devient nécessaire d'incorporer l'effet du taux de change. En effet, une dépréciation de la monnaie domestique implique d'accroître l'excédent budgétaire pour stabiliser la dette. Trois variables sont donc nécessaires pour attester la solvabilité d'un Etat : l'excédent budgétaire qui permet de dégager les ressources nécessaires au remboursement des échéances, le taux d'intérêt qui représente le coût de l'emprunt et le taux de change.

Suite à la restructuration de la dette uruguayenne, le ratio dette/PIB est resté inchangé à celui d'avant la crise s'établissant à 94%. Des doutes quant à la soutenabilité de la dette à moyen/long terme ont donc légitimement été émis (Diaz-Cassou & *al.*, 2008a, 2008b). Des craintes ont également été formulées pour l'Equateur en raison de sa forte dépendance aux matières premières et de l'instabilité politique. Benjamin & Wright (*op. cit.*) notent, qu'en moyenne, la résolution d'un défaut ne s'accompagne pas d'une baisse de l'endettement des Etats.

Le rétablissement de la croissance économique a été dans l'ensemble rapide et les pays ont enregistré une croissance robuste. La reprise a été favorisée par une amélioration des termes de l'échange et un accroissement des prix des matières premières.

L'accession des pays anciennement en défaut sur les marchés internationaux de capitaux est plus ou moins rapide selon les pays précités. L'Uruguay a mis moins d'un an avant d'émettre de nouveau (novembre 2003), les obligations émises étaient associées à un spread de 600 points de base (EMBI). La Russie a attendu trois ans avant d'emprunter de nouveau sur la scène internationale (octobre 2001), les titres ont fait état d'un spread de 1000 points de base (EMBI+). L'Ukraine a de nouveau emprunté quatre ans après son défaut (2002) avec un spread de 600 points de base (EMBI). L'Argentine et l'Equateur ont mis respectivement cinq et six ans, l'émission argentine était associée à un spread inférieur à 500 points de base et les obligations uruguayennes faisaient état d'un spread de 700 points de base (EMBI+ et EMBI). Pour la plupart des pays mentionnés, la fin de restructuration de la dette marque leur retour sur les marchés financiers internationaux. Les spreads sont au niveau, en général, de celui d'avant la crise.

Tableau 13. Caractéristiques des restructurations de dette souveraine : 1998-2005

	<i>Russie (1998 /2000)</i>	<i>Ukraine (1998/2000)</i>	<i>Pakistan (1999)</i>	<i>Equateur (2000)</i>	<i>Argentine (2001/2005)</i>	<i>Uruguay (2003)</i>
Lois de gouvernance	1	2/3	1	2	8	6
Présence de CAC	Oui – Mais non utilisées	Oui – Simulation	Oui – Mais non utilisées	Non	Non	Oui – Pour les obligations Samouraï
Accord de sortie	Non	Non	Non	Oui	Non	Oui
Arriérés en mois	18	3	2	10	41	Aucun
Baisse du coupon	Non	Oui	Oui	Non	Oui	Non
Hausse de la maturité	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
Défaut ou restructuration de la dette souveraine	Oui – Dette externe et domestique	Oui – Dette externe	Oui – Dette extérieure	Oui – Dette extérieure et domestique	Oui – Dette extérieure et domestique	Oui – Dette extérieure et domestique
Défaut sur la dette privée extérieure	Non	Non	Non	Oui	Oui – Partiel	Non
Contrôle des capitaux après la crise	Oui	Préexiste	Préexiste	Non	Oui	Non
Accord Club de Paris	Oui (actif), 01/0/1999, Traitement <i>Ad Hoc</i>	Oui (actif), 13/07/2001, Traitement Classique	Oui (remboursé)	Oui (actif), 15/09/2000, Traitement Houston	Non	Non

Sources : Roubini & Setser (op. cit.), Club de Paris (consulté en ligne, [www.clubdeparis.org](http://www.clubdeparis.org))

Tableau 14. Résultats des restructurations de dette souveraine de 1998 à 2005

		Date	Valeur faciale éligible (US\$ bn)	Taux de participation (%)	Nb d'instruments éligibles	Nb de nouveaux instruments	Nb d'options proposées	Principal du ?	Intérêts dus ?	Cash ?	Réduction valeur faciale ?	Conversion monétaire
Russie	GKO/OFZ (résidents)	Mars 1999	4,81	95	21	9	1	Oui	Non	Oui	Oui	Non
	GKO/OFZ (non-résidents)	Mars 1999	3,50	89	21	9	1	Oui	Non	Oui	Oui	Non
	MinFin3	Février 2000	1,31	75	1	2	2	Oui	Non	Non	Non	Option
	PRIN/IAN	Août 2000	29,08	99	2	2	1	Non	Oui	Oui	Oui	Non
Ukraine	OVDP (résidents)	Août 1998	4,47	84	T-Bills	1	1	Non	Non	Non	Non	Non
	OVDP (non-résidents)	Septembre 1998	0,42	82	T-Bills	1	3	Non	Non	Oui	Non	Option
	Chase loans	Octobre 1998	0,11	100	1	1	1	Non	Non	Oui	Oui	Non
	ING Loan	Août 1999	0,16	100	1	1	1	Oui	Non	Oui	Oui	Non
	International bonds	Avril 2000	2,60	97	33	2	2	Oui	Oui	Oui	Oui	Non
Pakistan	International bonds	Décembre 1999	0,61	99	3	1	1	Non	Non	Non	Non	Non
Equateur	International bonds	Août 2000	6,51	98	6	2	1-2	Oui	Oui	Oui	Oui	Non
Argentine	Phase I (résidents)	Novembre 2001	64,37	65	79	106	1-3	Non	Non	Non	Non	Non
	Pesification	Février 2002	57,55	65	107	107	1	Non	Non	Non	Oui	Forcée
	2005 International	Avril 2005	79,70	76	156	11	1-3	Oui	Oui	Oui	Oui	Option
Uruguay	Externe	Mai 2003	3,77	90	19	19	2	Non	Non	Oui	Non	Non
	Domestique	Mai 2003	1,62	99	45	15	2	Non	Non	Oui/non	Non	Non

Source : Sturzenegger & Zettelmeyer (op. cit.)

## 1.2. Les futurs enjeux d'une procédure de restructuration de dette souveraine

Les procédures de restructuration nécessitent d'éviter certains obstacles qui varient en fonction du temps (*i.e.* avant et après constatation du défaut) et des caractéristiques de la dette (*i*), et doivent fournir une égalité de traitement entre les créanciers (*ii*).

*(i) La nécessité de faire face aux obstacles inhérents aux opérations de restructurations de dette*

*Le défaut de coordination.*

La probabilité d'un run s'accroît avec la perte de confiance des créanciers en la capacité de remboursement de leur débiteur, en raison d'un manque de réserves de change et/ou de solvabilité. Les créanciers, qui détiennent des obligations d'une maturité inférieure à un an, ont une forte incitation à vendre leurs titres à partir du moment où ils pensent que les autres créanciers en feront de même et qu'ils estiment que les réserves de change sont insuffisantes. Ils liquident leurs avoirs indépendamment de la solvabilité du débiteur à long terme. Nous devons donc dissocier l'impact d'une vente de titres des créanciers court-termistes, qui réduit les réserves du débiteur (car le débiteur a l'obligation légale de payer en totalité les dettes de court-terme) de l'impact d'une vente de titres des créanciers long-termistes, qui agit sur le prix des obligations, c'est principalement à ce moment que les fonds voutours sont susceptibles d'entrer en scène et de perturber la future restructuration.

*Les poursuites judiciaires avant restructuration.*

Bien qu'un pays ne soit pas dans le même cas de figure qu'une entreprise, en raison de son caractère souverain, il est néanmoins possible pour des

créanciers de saisir les avoirs extérieurs de leur débiteur *via* l'injonction d'un tribunal (*Cf. infra*).

#### *La théorie du passager clandestin.*

Un groupe de créanciers minoritaires peut demander le remboursement total de ce qui lui est dû ; il peut également demander l'arrêt des paiements de la dette restructurée, à la condition qu'un tribunal lui donne raison (*Cf. infra*). Si tel est le cas, le débiteur a deux choix possibles : soit il rembourse le groupe de créanciers dissidents en totalité, soit il stoppe les paiements relatifs aux nouvelles obligations. Dans le dernier cas de figure, l'Etat est de nouveau en situation de défaut de paiement.

#### *La hiérarchisation non officielle des dettes.*

Contrairement aux procédures de faillite d'entité privée, il n'existe pas de hiérarchisation officielle des dettes, et donc des créanciers pour les Etats. Cependant, elle existe *de facto* et s'établit de la manière suivante : les créanciers multilatéraux, les créanciers publics bilatéraux et les créanciers privés. La hiérarchisation des créanciers qui existe de manière non officielle, ne mérite-t-elle pas d'être officiellement reconnue dans l'optique d'une procédure de restructuration plus ordonnée, afin d'offrir une plus grande visibilité et prédictibilité ? Ainsi, Fisch & Gentile (2004), mais également Bolton & Jeanne (2009) proposent de l'inscrire dans les procédures de faillite souveraine. Il se pose alors la question du critère de hiérarchisation des dettes. Faut-il privilégier une catégorie de créanciers à une autre ou leur ancienneté dans le processus d'endettement du pays ?

#### *Le risque de défaut opportuniste.*

Le défaut opportuniste est évoqué dès lors que le débiteur fait le choix de défaillir plutôt que de procéder aux ajustements nécessaires. En effet, ce peut être le cas quand le risque de perte d'accès au marché international des



capitaux, ainsi que le risque de perte de réputation, ne contrebalance pas l'incitation à ne pas payer ses créanciers.

*La politique domestique.*

Une restructuration de dette s'accompagne généralement d'un changement d'orientation politique, qui plus est si l'Etat requiert l'assistance du FMI, susceptible de remettre en cause la légitimité du gouvernement en place.

*(ii) Le respect de l'équité entre les créanciers*

Le marché obligataire se décompose, schématiquement, en deux compartiments : le marché des obligations d'entreprise (dette privée) et le marché des obligations d'Etat (dette publique).

Le marché des obligations d'Etat se décompose à son tour en deux compartiments : le marché des obligations d'Etat domestiques et le marché des obligations d'Etat internationales (dette extérieure).

La globalisation financière a profondément modifié les définitions de la dette domestique et de la dette extérieure. De manière générale, les gouvernements d'un pays empruntent auprès des créanciers résidents (domestiques) et non résidents (étrangers). Les résidents achètent de la dette domestique, c'est-à-dire des titres libellés en monnaie locale et gouvernés par la juridiction nationale.

- Exemple : un résident brésilien, qui achète de la dette domestique brésilienne, détient un titre libellé en real, et est soumis à la juridiction brésilienne.

Les non résidents achètent de la dette extérieure, c'est-à-dire des titres libellés en devises et répondant à une juridiction étrangère.

- Exemple : nous reprenons l'exemple du Brésil. Un investisseur argentin, qui achète de la dette extérieure brésilienne, détient un titre libellé vraisemblablement en dollar américain, et est soumis à la juridiction de l'Etat de New York.

Les juristes et les économistes ont des approches différentes de la dette domestique et de la dette extérieure. Les premiers se focalisent principalement sur la loi de gouvernance et la juridiction, alors que les derniers se préoccupent davantage de la résidence des investisseurs et de la monnaie d'émission du titre. Par le passé, ces approches différentes ne posaient pas de problèmes particuliers, puisque au final, les deux camps convergeaient.

Cependant, la réduction des restrictions appliquées aux flux de capitaux internationaux, notamment celles envers les investisseurs étrangers, modifie quelque peu la donne. Il est aujourd'hui assez courant de voir des investisseurs étrangers investir sur les marchés domestiques, comme des Gouvernements émettre de la dette extérieure en monnaie locale. La frontière entre les deux définitions est donc de plus en plus floue. Par conséquent, la dette domestique est la dette émise par les Autorités sur son marché, et la dette extérieure est la dette émise sur les marchés internationaux.

Le débat relatif à la restructuration de la dette souveraine (dette domestique et dette extérieure) s'est longtemps focalisé sur les obligations souveraines internationales (dette extérieure). Or, aujourd'hui, les investisseurs étrangers peuvent détenir de la dette domestique, il devient donc difficile de restructurer titres par titres. Le souverain essaie généralement de discriminer en faveur de ses créanciers domestiques, ce qui est contraire au principe d'équité de traitement pour un juriste, mais qui se justifie aisément pour un économiste. Dans l'ancienne logique, discriminer en faveur des créanciers

domestiques, impliquait de restructurer uniquement la dette extérieure. Le souverain faisait porter le coût immédiat du défaut aux investisseurs étrangers, pensant à juste titre que les créanciers domestiques auraient à supporter le coût du défaut sur le moyen-long terme. Aujourd'hui, discriminer en faveur des créanciers domestiques n'implique plus forcément de restructurer la dette domestique ou la dette externe. L'équité et la justesse sont des principes différents. Gelpern & Setser (2004) en prenant exemple sur la Russie, l'Argentine et la Turquie, tirent deux principales conclusions quant à la gestion des restructurations de dette souveraine :

- Ni les perspectives économiques, ni les perspectives juridiques sur la distinction dette domestique/dette extérieure ne sont suffisantes pour expliquer ou prévoir les actions des Autorités d'un pays en matière de restructuration. Néanmoins, les conséquences économiques d'un défaut guident davantage les décisions des pays.
- Les restructurations de dette doivent s'appuyer sur une vision globale et dynamique de la dette, et non sur une vision compartimentée.

L'un des critères d'efficience d'une restructuration réside dans le fait d'obtenir une distribution équitable entre les différentes catégories de créanciers et à l'intérieur d'un même groupe de créanciers. Certains Etats ou groupe de créanciers violent ou sont prêts à violer ce principe d'équité. Le manque de clarté qui entoure les processus de distribution peut compliquer et par conséquent retarder la restructuration et augmenter les coûts. La distribution peut aussi être complexifiée par l'existence de plusieurs émissions. Les créanciers sont à ce moment-là en position d'asymétrie informationnelle défavorable. Ils ne connaissent pas le montant de leur recouvrement et ils n'ont aucune certitude quant à la volonté de l'Etat souverain de leur appliquer un traitement uniforme.

Pour parfaire une distribution équitable, il existe deux voies possibles et complémentaires : la première est l'inclusion d'une clause *pari passu* (*pari passu clause*) dont le but est d'assurer l'équité verticale et la seconde est la clause de partage (*sharing clause*) afin de réaliser l'équité horizontale. Si la première est une pratique courante, il n'en est pas de même pour la seconde.

#### *La clause pari passu.*

La définition de la clause *pari passu* est en général la suivante : « The Note rank, and will rank, pari passu in right of payment with all other present and future unsecured and unsubordinated External Indebtedness of the Issuer ». Le terme *pari passu* peut se définir de la façon suivante : en part égale, de la même manière. Cette provision permet d'éviter normalement tout classement hiérarchique des dettes ou des créanciers, afin d'éviter qu'une catégorie de créanciers ne soit lésée par rapport à une autre. L'utilisation de la clause remonte aux années 1970, elle est du fait des banques commerciales qui cherchaient à protéger les instruments de dette non garantis par les Etats. Depuis le jugement rendu en faveur de l'interprétation d'Elliot Associates L.P. par la Cour de Bruxelles, il existe deux interprétations de la clause. La première est une interprétation en termes de classement : « *obligation rank and will rank pari passu with all other unsecured debt* ». La seconde est une interprétation en termes de paiement : « *when the debtor is unable to pay all its obligation, they will be paid on a pro-rata basis* ». Dans le dernier cas, l'emprunteur s'engage à assurer un traitement égal aux porteurs d'obligations d'émissions différentes. L'Etat doit considérer l'emprunt de la même manière que ses futurs engagements financiers de même nature. Tout avantage accordé par la suite sera étendu aux prêteurs antérieurs. A l'exception des créances bénéficiant de sûreté. En fait, la seconde conception de la clause *pari passu* correspond à la clause du prêteur le plus favorisé, mais également à la clause de partage.

La clause *pari passu* assure la réalisation de l'équité verticale des créanciers.

*La clause de partage.*

L'inclusion de cette clause permet d'assurer l'équité horizontale des créanciers, donc elle empêche la subordination de certains créanciers. Autrement dit, si l'Etat n'a pas assez de ressources pour rembourser en totalité l'ensemble de ses créanciers, alors il lui est interdit de discriminer l'un de ses créanciers au profit d'un autre. En vertu de cette clause, il doit payer ses créanciers au *prorata*.

Nous notons une contradiction parmi les investisseurs qui se servent volontiers des différentes interprétations possibles de la clause *pari passu*<sup>48</sup>, mais qui refusent généralement l'introduction de la clause de partage dans les contrats de dette.

La distribution sur la base du *prorata* ne reflète pas forcément les préférences des créanciers sur le plan individuel, mais elle reste le mode de répartition le plus équitable qui puisse être appliqué.

*Les failles révélées résultent en grande partie du comportement des investisseurs privés. Leur poids ne cesse de croître, il est donc normal qu'ils aient un rôle à jouer dans les procédures de restructuration de dette, mais il est également important qu'ils assument une plus grande part du fardeau. Les politiques de bail-in ont été développées afin de répondre à cette double problématique.*

---

<sup>48</sup> Les fonds vautours s'inspirent notamment de cette clause pour lancer leur action en justice. Le cas Elliot Associates L.P. *versus* République du Pérou illustre parfaitement l'action de ces fonds. Suite au défaut du Pérou, la dette fut restructurée en octobre 1995. Elliot Associates L.P. rachète une partie de la dette initiale en janvier 1996. Elliot Associates L.P. renonce à participer à l'offre d'échange et demande rapidement le remboursement de la dette qu'elle détient à sa valeur initiale, et pour cela, le cabinet fait prévaloir le fait que la République du Pérou s'apprête à léser une partie de ses créanciers, ce qui est contraire aux termes du contrat des obligations péruviennes.

## 2. L'implication du secteur privé dans les procédures de restructuration *via* l'adoption des clauses d'actions collectives

Les crises des années 1990 et 2000 ont mis en exergue le rôle déstabilisateur des investisseurs privés, notamment internationaux. Souvent à la base du déclenchement des crises *via* le retournement de leurs anticipations, il a été proposé de les inclure davantage dans la gestion des crises de dette souveraine (2.1.). La responsabilisation de leur comportement doit être garantie par la généralisation des clauses d'actions collectives aux contrats de dette émis sur la Place de New-York (2.2).

### 2.1. De la responsabilisation du comportement des investisseurs ...

La volonté de faire participer davantage les créanciers dans la gestion de la dette correspond à ce qui est communément appelé *les politiques de bail-in*.

#### (i) *La déclaration de Cologne, les préceptes de la théorie du bail-in*

La déclaration de Cologne établit par les ministres des Finances du G7 en juin 1999 constitue une étape importante dans la mise en place des *politiques de bail-in* (Cf. Encadré 8).

Le *bail-in*<sup>49</sup> consiste à conditionner le comportement des agents privés afin d'obtenir une plus grande stabilité, autrement dit de responsabiliser davantage leur comportement.

---

<sup>49</sup> Il existe plusieurs termes pour parler du Bail-in : *Private Sector Involvement (PSI), burden sharing, constructive engagement and debt restructuring*.

## Encadré 8. La déclaration de Cologne

Le sommet de Cologne réunissant les ministres des Finances du G7 en juin 1999 aboutit à une déclaration sur le renforcement, et non plus sur la nouvelle architecture financière internationale. La synthèse de ce sommet débouche sur des avancées pragmatiques (innovation incrémentale) et non sur une transformation systémique, puisqu'il n'est plus question de toucher aux institutions nées des accords de Bretton Woods (Cartapanis, 2002). La déclaration de Cologne énonce quatre grands principes.

Le *premier principe* insiste sur le fait de renforcer la transparence et la qualité de l'information, afin de perfectionner le fonctionnement des marchés financiers, c'est-à-dire la réduction des asymétries et incomplétudes informationnelles. Par conséquent, il est admis que l'information revêt un caractère important dans le déclenchement des crises financières internationales : c'est l'un des nombreux facteurs explicatifs.

— La solution serait l'établissement d'un code de bonnes conduites, mais fonctionnant uniquement sur le principe du volontariat. Officiellement, les pays qui décident de ne pas appliquer ce code ne seraient pas mis à l'écart des marchés. La stratégie du *bail-in* en opposition à celle du *bail-out* (opération de renflouement par le secteur officiel) consiste à rechercher l'implication des créanciers (leur faire supporter une partie des coûts) et du débiteur dans la résolution et gestion des crises. Dans le cadre d'un sauvetage, le pays en défaut doit d'abord obtenir un prêt de ses créanciers s'il veut obtenir celui du FMI. Cette proposition a cependant un effet pervers car les créanciers acquièrent un moyen de pression supplémentaire : leur décision de prêter (ou pas), donc de donner les moyens au pays de sortir de la crise, est fonction de leur évaluation du risque. L'autre stratégie de *bail-in* repose sur les CAC. Les Etats ont tout intérêt à appliquer ce code, car leur développement à long terme est contingent du contexte de libéralisation financière, autrement les investisseurs internationaux seraient à même de les évincer. L'absence de coercition marque le premier aveu d'inachèvement du renforcement de l'architecture financière internationale.

— L'amélioration de la transparence et de la qualité de l'information pose comme sous-jacent le problème du volume et de la périodicité optimaux concernant la publication des informations. En effet, la multiplication d'informations n'augmente-t-elle pas la volatilité des marchés financiers ? Le volume et la fréquence servent aussi à définir le type du débiteur dans les modèles de dettes souveraines relatifs à l'introduction de clauses d'actions collectives. Par contre, il existe une donnée que nous ne connaissons pas : la fonction de réaction de l'agent économique (*i.e.*, le créancier international).

Le *deuxième principe* réaffirme comme norme de long terme la libéralisation financière, sur laquelle repose les allocations de l'épargne mondiale. Le processus peut être interrompu, mais uniquement à court terme (la littérature retient généralement trois mois) lors de la constatation de fortes tensions, en mettant en place un contrôle sur les entrées de capitaux (*Cf.* procyclicité du crédit en période euphorique).

— Les entrées de capitaux massives ont un côté déstabilisateur pour les marchés émergents, si leur capacité d'absorption est faible.

— Hormis le contrôle sur les entrées de capitaux, il serait préférable que les marchés émergents pratiquent une politique d'endettement en monnaie nationale afin de ne pas subir les variations du dollar américain ou de l'euro, par exemple.

Le *troisième principe* ne remet pas en cause les IFI en place (notamment le FMI) et refuse toute idée de supervision puis de sanctions. Le renforcement implique implicitement le rejet de l'instauration d'un caractère supranational. Par conséquent, est-ce que le code de bonnes conduites sera adopté par les pays qui en ont le plus besoin ?

Le *quatrième principe* énonce que le déclenchement des crises financières internationales est inhérent au processus de globalisation financière. C'est pour cela qu'il faut insister dans un premier temps sur une meilleure prévention et gestion des crises. Dans un deuxième temps, une réintroduction d'un risque de ponction sur les créances semble nécessaire, afin de responsabiliser davantage les investisseurs internationaux, par conséquent aucune garantie *ex ante* ne doit être proposée. Cependant, il est peu probable que cela résolve le problème des Etats dits *too big to fail* \* (le cas de la Russie en 1998 en est l'exemple typique). Enfin, il faudrait faire en sorte que tous les créanciers soient obligatoirement impliqués lors du rééchelonnement, du moratoire ou de l'abandon de créances.

\* Un Etat *too big to fail* caractérise un Etat débiteur dont le seul défaut menace directement la stabilité du Système Monétaire et Financier, autrement dit dont le seul défaut détermine un risque de système. Le terme *too big to fail* est attribuée à Paul Volcker, Gouverneur de la Fed, pour justifier le renflouement sur fonds publics des banques *Continental Illinois* et *Hanover Manufacture*, en 1984.

Le *bail-in* peut s'incarner à travers « les principes pour des flux de capitaux stables et des restructurations de dette équitable dans les marchés émergents<sup>50</sup> ». Ces principes reposent sur quatre points (Weber, *op. cit.*).

- La transparence et la fourniture d'information ;
- Un dialogue étroit et une coopération entre le débiteur et ses créanciers.
- Une action de bonne foi.
- Le traitement équitable.

<sup>50</sup> Travail effectué par l'Institute of Internationale Finance (IIF), qui regroupe 320 institutions financières, et plusieurs représentants des pays émetteurs en 2004. Les principes énumérés sont uniquement des recommandations, dont l'adoption est laissée à la discrétion des pays.



Cependant, le *bail-in* ne doit pas s'opposer au *bailout*, ils doivent être complémentaires. Les pays émergents sont rarement touchés soit d'une pure crise de liquidité, soit d'une pure crise de solvabilité. Les crises des années 1990 et 2000 ont montré qu'elles répondaient à des schémas de type crise jumelle. De plus, la distinction entre les deux est difficile à opérer au déclenchement de la crise. La gestion des crises implique par conséquent un cadre global dans lequel se combine à la fois politique de *bail-in* et *bailout*. L'articulation entre *bail-in* et *bail-out* doit dépendre des caractéristiques de la crise.

Ainsi, Roubini & Setser (*op. cit.*) conseillent dans un premier temps de distinguer les opérations de *bailout* et de *bail-in*, puis dans un second temps d'établir une séparation entre les opérations totales et partielles.

#### *Le renflouement total.*

Il fournit à l'Etat suffisamment de monnaie pour couvrir toutes ses dettes qui arrivent à maturité. Nous pouvons comparer cette opération à celle menée par un prêteur en dernier ressort domestique.

#### *Le renflouement partiel.*

Il donne au pays une somme nécessaire mais non suffisante pour rembourser l'intégralité de ce qu'il doit. L'espoir repose sur les ajustements qui accompagnent le prêt, associés au vote de confiance des prêteurs officiels, et doit conduire la plupart des créanciers externes à refinancer la dette qu'ils détiennent et la plupart des créanciers domestiques à garder leurs fonds sur le territoire domestique (*lend and pray*). Pour le FMI et les autres membres du secteur officiel, cette politique correspond à une approche dite catalytique (*catalyc approach*). Si tout se déroule comme prévu, les ajustements et les prêts catalyseront les flux financiers privés dont le pays a besoin pour se rétablir. Cependant, la partialité du renflouement implique de définir deux catégories d'entités : celles qui seront renflouées (éligibles) et celles qui ne peuvent y avoir droit (non éligibles). Il convient donc de déterminer ces

critères d'éligibilité. Ainsi, Bastidon & al. (2009, 2008a, 2008b), dans un travail relatif au prêteur international en dernier ressort, présente un schéma de sélectivité du renflouement, alliant prévention et gestion des crises par le PIDR.

*« Les objectifs de gestion et prévention nécessitent que la décision d'octroi du prêt en dernier ressort dépende d'une notation des systèmes bancaires domestiques comme des banques, condition à leur éligibilité. L'optimalité de cette régulation institutionnelle requiert deux niveaux de sélectivité dans le renflouement : l'éligibilité des pays, puis l'éligibilité éventuelle des banques des pays récipiendaires. »*

Par conséquent, un tel système permet premièrement de contenir l'aléa moral induit par tout intervention du type prêt en dernier ressort, à condition de s'appuyer sur un système de notation progressif et fréquemment révisé ; deuxièmement d'éviter le renflouement des entités insolvables.

#### *Le bail-in partiel.*

Il a pour but de limiter l'échelle des possibilités de sorties de capitaux en convaincant un grand nombre de créanciers de ne pas demander immédiatement le paiement de la dette qui arrive à échéance, ainsi de réduire le montant total dont le pays a besoin pour servir sa dette. Un pays peut toujours impliquer le plus grand nombre de créanciers en établissant une suspension des paiements ou en déclarant un défaut. Cependant, cette approche du *bail-in* fonctionne à la condition que l'ensemble des investisseurs (*i.e.* étrangers et domestiques) aient abandonné l'option de fuir. Les investisseurs qui n'ont pas été obligés de différer leurs remboursements ont besoin d'être convaincus que le *bail-in partiel*, combiné à des ajustements et des financements nouveaux, résoudra les problèmes du pays tel qu'il devienne un endroit stable pour continuer à investir (*restructure and pray*).

*Le bail-in total.*

Il consiste à suspendre la totalité des remboursements de la dette extérieure et instaurer un contrôle qui limite la capacité de ceux qui détiennent des avoirs domestiques et de la monnaie domestique de les échanger contre des avoirs étrangers et des devises. Cela élimine la nécessité d'élever le financement extérieur mais perturbe l'activité économique domestique.

Selon Cline (2002), les modalités d'implication du secteur privé répondent à trois principes.

- L'octroi d'une assistance financière importante et temporaire aux pays qui font face à une crise d'illiquidité. La mobilisation de ressources au déclenchement de la crise doit rétablir la confiance et ainsi assurer la stabilité des marchés de capitaux. Il met ce premier principe en parallèle avec les enseignements de Bagehot (1873). Les travaux de Bagehot reprennent et prolonge ceux de Thornton (1802). Le journaliste britannique propose une distinction entre insolvabilité et illiquidité. Le partage entre l'insolvabilité réelle et la menace d'une faillite résultant d'un manque de liquidité suite à une crise financière peut se faire par la qualité des garanties qu'un emprunteur sain est susceptible de présenter. Ainsi, il est opportun de prêter, sans limites et à un taux supérieur aux taux de marché observés avant la crise, aux emprunteurs sains qui manquent de liquidités du fait de la méfiance généralisée par un climat de panique<sup>51</sup>. En revanche, il est contreproductif de soutenir les emprunteurs insolubles, ils doivent opérer une restructuration de leur dette.

---

<sup>51</sup> Cependant, l'exercice du prêt en dernier ressort à la Bagehot (*op. cit.*) réfute l'existence d'emprunteur *too big to fail*, pour lequel le problème se pose alors en termes d'aléa moral.

- Le maintien du fonctionnement des marchés de capitaux est important dans la mesure où les flux de capitaux privés sont supérieurs aux flux du secteur officiel<sup>52</sup>.
- La nature et le montant de l'assistance financière ne doivent pas accroître l'aléa moral.

Les deux derniers principes renvoient aux enseignements d'Eaton et Gersovitz (*op. cit.*).

Le développement des politiques de PSI au cours des dernières années fait suite à deux constats, le premier à un niveau opérationnel, le second à un niveau politique :

- le secteur officiel ne dispose pas de ressources suffisantes pour couvrir les déficits du compte courant et de capital, ce dernier résultant d'une fuite des créanciers.
- le refus du secteur officiel de continuer à renflouer le secteur privé, de manière systématique. Cet argument est développé et soutenu par le Club de Paris, notamment.

Selon le FMI, la « philosophie » du PSI se définit de la manière suivante : les créanciers privés doivent être impliqués dans le processus de résolution des crises, sur une base volontaire, dans la mesure du possible étant données les circonstances. En impliquant le secteur privé dans la résolution des crises, la communauté internationale essaie de contenir l'aléa moral et les fuites des investisseurs privés au moment de la crise. Le but recherché est un

---

<sup>52</sup> L'argument (ou « mythe ») de la supériorité des ressources des marchés financiers, particulièrement du marché obligataire souverain international par rapport aux ressources du secteur officiel, notamment du FMI est remis en cause par Roubini et Setser (*op. cit.*). En effet, les ressources du secteur officiel ne se limitent pas à celles du FMI, et sont selon les auteurs plus facilement mobilisables.

rééquilibrage du partage des responsabilités entre le secteur officiel et le secteur privé.

(ii) *Le bail-in en pratique*

Il est assez difficile de fournir une mesure exacte des montants mobilisés par les créanciers privés au moment de la crise ou après. Cline (*op. cit.*) fait deux remarques préalables.

- Faut-il restreindre la mesure des montants à la période de la crise ou bien l'étendre?
- Faut-il prendre en compte les flux nets ou bruts pour calculer les montants correspondant à une action de *bail-in*?

Cline (*op. cit.*) essaie de donner une mesure approximative des montants correspondant à des opérations de *bail-in* pour un échantillon de neuf pays et sur une période de trois ans à partir du déclenchement de la crise ( $t_0, t_1, t_2$ ). Au final, le résultat équivaut à 239 milliards de dollars américains.

Pour un échantillon de six pays<sup>53</sup>, le total des flux publics et privés au moment de la crise s'élèvent respectivement à 113 et 117 milliards de dollars ; au bout de deux ans, ils sont respectivement de 29,7 et 129,4 milliards de dollars (dont 28% représentant des opérations de restructuration et des montants concédés) ; au final, après trois ans, les totaux s'élèvent respectivement à 143 et 247 milliards de dollars.

L'étude de Cline (*op. cit.*) conduit à plusieurs conclusions. Lorsqu'il élargit la période en prenant en compte l'avant et l'après crise, il montre que les flux privés suivent une courbe en U, alors que les flux officiels sont associés à une courbe en U inversé.

---

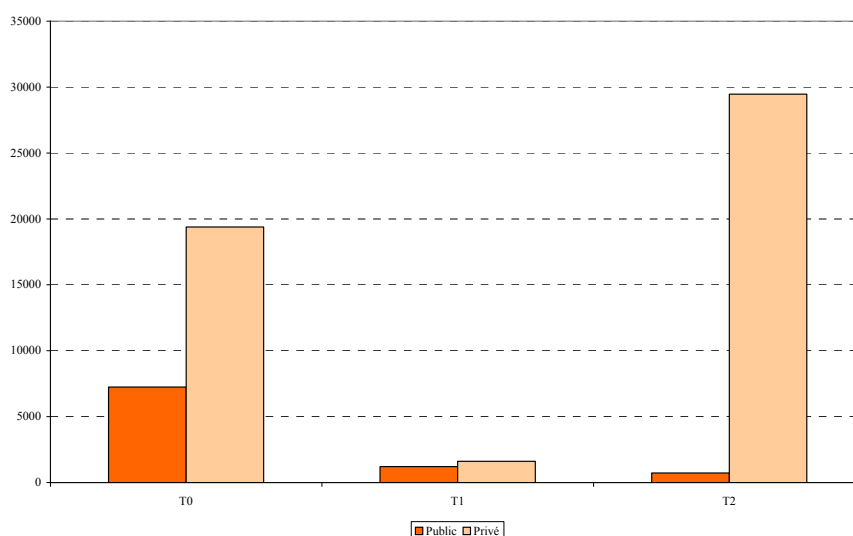
<sup>53</sup> Cline (*op. cit.*) réduit l'échantillon à six pays en raison de la difficulté à réunir des données intégrales et fiables pour les neuf pays de départ.

Le secteur officiel concentre son effort financier à la crise *stricto sensu*. Les flux publics sont supérieurs à ceux du secteur privé en  $t_0$ , par contre la situation s'inverse en  $t_1$  et  $t_2$ .

En conclusion, au moment de la crise le secteur officiel joue un rôle de catalyseur, et laisse ensuite la place au secteur privé. Ce constat met en lumière le rôle prépondérant du secteur officiel dans la gestion des crises, et la frilosité du secteur privé à intervenir rapidement dans le processus. Il semblerait que leur intervention soit conditionnée à une restauration de leur confiance. La volonté d'impliquer davantage le secteur privé dans la gestion des crises ne se vérifie donc pas dans la réalité. Pour l'instant, ces politiques sont un échec.

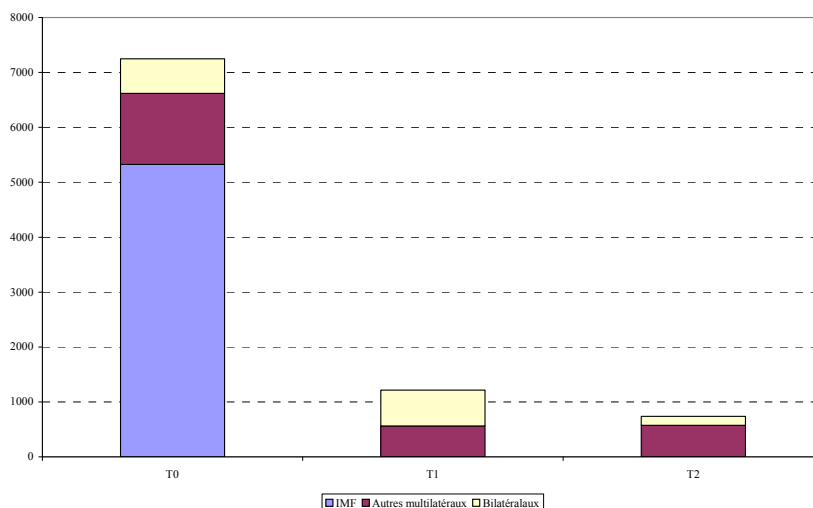
L'exemple de la Russie en 1998 contredit l'étude de Cline (*op. cit.*). Les flux privés ont été plus importants que les flux publics pour les trois périodes (Cf. Graphique 7). L'importance des flux entrants privés comparativement aux flux publics s'explique par la croyance des prêteurs privés en la singularité de la Russie (*i.e. too big to fail*), en effet persuadés d'être secourus quoi qu'il advienne, ils ont continué d'apporter leur soutien au pays.

**Graphique 7. Comparaison des flux entrants privés et publics lors de la crise russe**



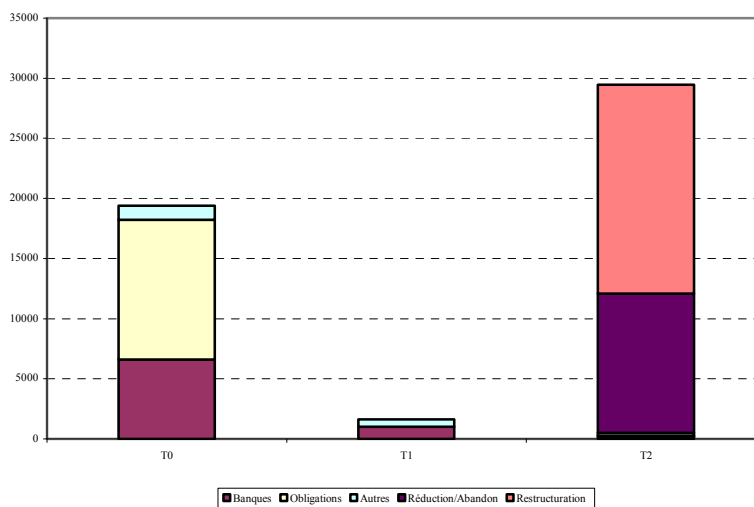
Les flux publics entrants à la première période émanent essentiellement du FMI (Cf. Graphique 8).

**Graphique 8. Répartition des flux publics lors de la crise russe**



L'importance des flux privés à la dernière période correspond essentiellement à la restructuration de la dette souveraine russe (Cf. Graphique 9).

**Graphique 9. Répartition des flux privés lors de la crise russe**



*L'implication des investisseurs doit donc répondre à deux types d'échec de coordination : le premier qui précipite le défaut du pays (i.e. à un niveau ex ante), le second qui intervient après le défaut et perturbe les procédures de restructuration (i.e. à un niveau ex post). Les clauses d'actions collectives ont pour objectif de pallier le second type d'échec de coordination des créanciers. Dans ce cas, l'implication du secteur privé dans la gestion des crises de dette souveraine est contractualisée.*

## 2.2. ... à l'adoption des clauses d'actions collectives

### *(i) La réhabilitation d'une vieille idée*

La communauté financière internationale, en optant pour la généralisation des CAC dans les contrats de dette souveraine des pays émergents, oriente la résolution et gestion des crises vers une règle contingente de renégociation décentralisée (Sgard, 2003). Elles sont volontaires c'est-à-dire agréées *ex ante* par les investisseurs privés. Le but recherché est de donner les mêmes incitations que celles des lois de faillites nationales, mais sans qu'elles soient imposées par une Autorité supranationale, ce qui aurait été le cas si le MRDS avait été adopté (Cf. Encadré 9).

En choisissant les clauses d'actions collectives, la communauté internationale opte pour un régime international encadré par des règles procédurales (*procedural rules*), c'est-à-dire l'instauration de principes ou mesures dont l'application n'est pas impérative mais seulement encouragée, et apporte une réponse pragmatique à l'établissement d'une *Nouvelle architecture financière internationale* (Cartapanis, *op. cit.*). C'est par exemple le cas des codes de bonne conduite qui sont généralement des standards de comportement



considérés comme souhaités, car dans l'intérêt de chacun (Couillault & Weber, 2003). Selon Krasner (1983), un régime international est l'ensemble des règles, standards et procédures qui influencent et assurent la cohésion des décisions des acteurs internationaux.

La nouvelle architecture financière internationale, pour Bryant (1999), est le résultat d'incrémentations pragmatiques. Elles sont une réponse au réalisme politique et justifient l'instauration des codes de bonne conduite. Elle peut être accompagnée d'une plus grande harmonisation des marchés financiers internationaux, ou bien d'une uniformisation des standards de comportement dans le domaine de l'assurance ou d'une meilleure coordination qui donnerait une plus grande efficacité aux institutions existantes dans l'éventualité d'une crise.

King (1999) définit la nouvelle architecture financière internationale comme une consolidation du système existant. Elle est synonyme de *middle way*. Une stratégie minimale composée de séries d'amendements spécifiques concernant la transparence, la circulation de l'information, la supervision macro-prudentielle et les lignes de crédits facilement mobilisables. Elle pourrait être accompagnée de CAC dans les obligations des marchés émergents plus un contrôle temporaire sur les mouvements de capitaux. La vision de cet auteur est celle qui se rapproche le plus de la ligne de conduite établie lors du Sommet de Cologne.

#### ***Encadré 9. Le mécanisme de restructuration de la dette souveraine***

Ce projet a été lancé à la fin du mois de novembre de l'année 2001 par le FMI, notamment par A. Krueger\*, son numéro 2. « La loi de faillite pour les Etats souverains », autrement nommé, est calquée sur le chapitre 11 du Code américain des faillites (J. Sachs, 1995 ; J. Stiglitz, 2002). Dans ce cadre, la réforme s'effectue sur un plan juridique. Cette proposition a cependant des opposants tels que le secteur financier privé, certains pays émergents comme le Brésil et le Mexique, et le Gouvernement américain.

Le FMI devait accueillir un Forum spécialisé tout en lui garantissant une autonomie statutaire, dans le but d'assurer la coordination entre le pays en défaut et les porteurs de titres. L'objectif était d'éviter les risques d'impasse stratégique, de prise en

otage de la négociation ou de cavalier solitaire. La procédure devait s'appliquer aux Etats insolubles et non illiquides.

Le Forum devait donc avoir la capacité légale d'imposer à des investisseurs minoritaires une décision votée à la majorité qualifiée des porteurs (75%). Le Forum incarne par conséquent le « juge de faillite » qui émet un acte juridiquement supérieur au contrat privé.

Le fondement de ce mécanisme repose sur deux principes :

- L'intervention publique dans les contrats privés, qui marque la principale opposition du secteur financier privé ;
- Le caractère supranational permettant de bloquer l'appel porté par les investisseurs minoritaires devant les cours de justice pour défendre leurs droits contractuels initiaux.

La réforme est enterrée en avril 2003 pour diverses raisons :

- Le refus de doter le Forum d'un caractère supranational. Les grandes banques et les investisseurs internationaux ne veulent pas que leurs actions soient limitées par un cadre institutionnel et que leurs droits soient érodés ;
- La procédure ne limiterait pas l'aléa moral ;
- Implicitement, la mise en place de ce mécanisme impliquait une réforme officielle ou formelle du Fonds.

---

\*A. Krueger (2001), « International Financial Architecture for 2002 : A Next Approach to Sovereign Debt Restructuring », American Enterprise Institute, Washington.

Le débat concernant la construction d'une loi de faillite supranationale calquée sur le chapitre onze du Code américain des faillites<sup>54</sup> et l'introduction de provisions contractuelles dans les obligations peut être mis en parallèle avec les turbulences financières du dix-neuvième siècle rencontrées par les sociétés américaines de chemins de fer et leurs porteurs, (Buchheit & Gulati, 2002). A l'époque, la communauté financière s'intéresse à trois options différentes :

- La première consistait à amender la loi de faillite américaine en permettant une réorganisation et non plus une liquidation pure et simple des compagnies insolubles. Au final, cette proposition sera adoptée et deviendra la première incarnation du chapitre onze.

---

<sup>54</sup> Le Code américain des faillites est divisé en plusieurs chapitres : le chapitre 11 traite de la réorganisation du débiteur, alors que le chapitre 7 parle de la liquidation du débiteur.

- La deuxième était l'introduction des provisions contractuelles dans les titres autorisant une restructuration de la dette avec le consentement d'une *super-majorité* de détenteurs.
- La dernière était la restructuration sous l'autorité d'une cour civile.

La deuxième solution est aujourd'hui synonyme de CAC alors que la troisième est à rapprocher du mécanisme de restructuration de la dette souveraine. Le secteur officiel a donc décidé de réhabiliter la deuxième solution pour améliorer les procédures de restructuration de dette souveraine.

*(ii) Les clauses d'actions collectives : définition et limites*

Les CAC doivent répondre à deux types de problèmes.

*Les problèmes de représentation collective (qui sont de type administratif).* Lors d'une restructuration, il est souvent difficile de réunir l'ensemble des créanciers, qui plus est dans un délai relativement court. La modalité d'endettement des pays émergents des années 1990-2000 diverge fortement de celle des années 1980. Aujourd'hui, les pays débiteurs font face à une multitude de créanciers, peu homogène et identifiable. Afin de définir un interlocuteur rapidement dans le but de coordonner les discussions et les actions, il est judicieux d'inclure une clause de représentation collective.

*Les problèmes d'action collective (qui sont de type comportemental).* L'obtention d'un accord entre le débiteur et ses créanciers implique de réduire les stratégies de cavalier solitaire (*free-riding*). La conclusion d'un accord est maximisée par l'introduction de la clause d'action à la majorité qualifiée (*versus* consentement unanime). En effet, lors d'un processus de restructuration, les détenteurs d'obligations se retrouvent face à un jeu du type *dilemme du prisonnier*. Il peut être rationnel d'un point de vue individuel pour

chaque détenteur de demander un paiement total de leurs créances au pays débiteur. Par conséquent, chacun va être tenté de devancer l'autre, ce qui conduit à une solution non coopérative correspondant à un équilibre de Nash, mais non à un optimum de Pareto. En agissant individuellement, les détenteurs finissent par recevoir moins que s'ils avaient tous coopéré, car toute vente d'obligations dans l'urgence risque alors de réduire la valeur globale de l'offre. Les choix rationnels individuels n'entraînent pas une situation rationnelle pour l'ensemble des détenteurs. La solution coopérative est préférable, mais elle pose le problème du respect des engagements pris. Nous pouvons aussi parler d'effet d'agrégation qui définit un processus par lequel le résultat collectif d'actions individuelles non concertées est différent de celui souhaité à l'origine par les agents économiques. Si le résultat s'avère contraire, nous parlons d'effet pervers, ce qui est le cas d'une stratégie de cavalier solitaire.

Les crises financières internationales, dans le cadre de la globalisation financière, sont caractérisées par deux risques potentiels : un risque systémique et un effet de contagion. Or, les clauses d'actions collectives sont inscrites dans une juridiction nationale. Nous nous retrouvons en face du dilemme suivant : comment gérer et résoudre une crise qui s'étend à travers les Etats avec des outils à caractère strictement national. Ce dilemme renvoie au nouveau triangle d'incompatibilités défini notamment par M. Aglietta (2000a, 2000b)<sup>55</sup>. Il met en relation la séparation nationale des systèmes prudeniels et de supervision, le marché mondial de l'épargne et la stabilité de la finance mondiale. Si la généralisation des CAC est effective cela implique de lâcher l'un des deux autres sommets, or la déclaration de Cologne réaffirme la libéralisation financière comme une norme de long terme, donc il ne peut y avoir le maintien de la stabilité de la finance mondiale. La volonté de mieux gérer les crises débouche, en conséquence, sur un paradoxe.

---

<sup>55</sup> Pour Rodrick (*op. cit.*), le nouveau triangle d'incompatibilités met en rapport l'intégration internationale des économies, le maintien des Etats-Nations et la conscience politique des agents (*mass politics*).

Par conséquent, il serait opportun d'uniformiser les contrats, essentiellement pour deux raisons :

- l'homogénéisation des contrats permettrait d'éviter les divergences d'interprétation, sources de coûts supplémentaires susceptibles d'entraver la coordination entre les créanciers, par conséquent les futures négociations<sup>56</sup> (Cohen & Portes, 2003) ;
- assurer la cohérence avec la déclaration de Cologne, donc de maintenir l'existence d'un marché de l'épargne mondiale et la stabilité du système monétaire et financier international.

Néanmoins, les CAC comportent certains inconvénients lesquels peuvent être divisés en trois niveaux d'analyse différents : la coordination des détenteurs d'émissions obligataires différentes, les types de dette concernés par les CAC et le rôle du secteur officiel dans un cadre contractuel et décentralisé des restructurations de dettes souveraines.

#### *La coordination inter-créancier.*

Les CAC répondent au problème de l'action collective qui existe entre les détenteurs d'une même émission obligataire, mais pas à celui qui existe entre les détenteurs d'émissions obligataires différentes (Eichengreen & Mody, 2003). Pour illustrer nos propos, nous rappelons la structure de la dette argentine lors de son défaut en novembre 2001 (Sgard, 2005). La dette concernait 146 émissions lesquelles recouvraient sept devises, huit lois de gouvernance et juridictions différentes (seulement 19% du total émis sous CAC) et détenues par des Etats, des résidents (banques et fonds de pension), des fonds d'investissements américains et des petits porteurs. Les créanciers institutionnels représentent 56,5% du total et les particuliers 43,5%. A la suite du défaut, 21 associations de représentation des investisseurs se sont

---

<sup>56</sup> Les gains d'une harmonisation des contrats de dette souveraine ont été particulièrement étudiés par les juristes (théorie de la chaudière). Pour plus d'information, voir les travaux de Choi & Gulati (2005).

constituées et regroupées au sein du Global Committee of Argentina Bondholders mais ce dernier n'a jamais été reconnu comme un interlocuteur privilégié. L'organisation et la coordination, sur une base décentralisée, des investisseurs privés sont problématiques. Il est quasi impossible de définir une position commune et de déléguer un pouvoir commun. Dans le cas de l'Argentine, il existait un clivage entre les petits porteurs (450000) qui ont acheté les titres au pair et les fonds de pension américains qui ont généralement acquis les titres après le défaut à une valeur de marché très basse. Dans le cas d'un échange, les premiers enregistraient une perte, alors que les deuxièmes obtenaient une « plus-value ».

*Le type de dette concerné par les CAC.*

Les recommandations du secteur officiel envisagent seulement les obligations souveraines internationales, or elles représentent une part infime du problème, dans un contexte de diminution de la part de la dette extérieure souveraine et de la montée de l'endettement privé. A l'inverse, le MRDS avait élargi son champ d'action aux prêts bancaires internationaux, à la dette bilatérale et à la dette domestique.

*Le rôle du secteur officiel, particulièrement celui du Fonds Monétaire International.* A travers ce problème, c'est le principe de conditionnalité tel qu'il a été conçu au départ qui est remis en question. Au début, la relation forte, voire rigide, qui existe entre le Fonds et le pays en crise permet d'assurer la crédibilité des engagements réciproques qui sont pris. Auparavant, l'accord conclu avec le FMI était synonyme de bonne conduite, et conditionnait ainsi l'accord financier avec les créanciers concernés, ce qui en retour permettait à l'Etat en crise de retrouver l'accès au marché. L'intervention publique était, par conséquent, caractérisée par un régime de conditionnalité forte. A l'heure actuelle, l'exercice de la conditionnalité est beaucoup plus faible. La capacité à coordonner les créanciers, du fait de la multiplication des instruments de prêts, est devenue plus difficile, ce qui entraîne une articulation avec le Fonds de

moins en moins structurée. Le respect des engagements pris est moins crucial qu'auparavant car il ne signifie plus de manière aussi automatique le retour des Etats sur les marchés. Cela induit une plus grande fragilité des programmes de stabilisation. Pour obtenir le respect des engagements pris, le FMI peut seulement compter sur les crédits multilatéraux et la menace de leurs suspensions, si le pays dévie de ses engagements. En conséquent, la tentation devient d'autant plus grande pour les Etats de se lancer dans un jeu de faux-semblant<sup>57</sup>.

Le mécanisme des CAC a donc été adoubi par le secteur officiel afin d'encadrer les procédures de restructuration de dette souveraine, de la manière la plus claire et prédictible possible. Pour autant, la généralisation des CAC aux contrats de dette new-yorkais n'a commencé qu'en 2003, et la transition entre l'ancien et le nouveau stock d'obligations souveraines internationales n'est toujours pas achevée.

*(iii) Une adoption lente et difficile*

L'adoption relativement lente et difficile des CAC sur la place new-yorkaise résulte de plusieurs facteurs.

L'impasse que constitue la gestion des crises de dette souveraine amène régulièrement le secteur public à renflouer le secteur privé. En intervenant en premier, le secteur officiel permet à l'Etat défaillant de libérer une partie de ses ressources pour répondre aux revendications de ces créanciers. Ce constat amène A.O. Krueger à déclarer en 2001 :

---

<sup>57</sup> Ce type de jeu caractérise une situation pour laquelle le FMI, qui connaît à l'avance les réponses aux questions destinées à l'emprunteur souverain, en fait l'économie ne désirant pas rendre publique ces réponses (Bastidon & Gilles, 2001).

*« We lack incentives to help countries with unsustainable debts resolve them promptly and in an orderly way. At present the only available mechanism requires the international community to bail out the private creditors. »*

L'importance des renflouements, couplée à leur récurrence, amène à penser à un possible épuisement des ressources du FMI. Portes (2003) déclare ainsi :

*« The first and simplest principle is that big bailout packages cannot and should not continue. IMF resources are stretched, and G7 governments have little appetite for further action ...»*

Dans ce contexte, le débat relatif à la gestion des crises de dette souveraine est renouvelé. Deux solutions émergent de ce questionnement : le MRDS et les CAC.

Les CAC sont envisagées dès 1995, mais leur possible utilisation rencontre peu d'écho, malgré la publication successive de rapports officiels par le G7 (1999) et le G10 (1996, 2002). Les investisseurs privés, notamment américains, restent violemment opposés à la généralisation des CAC aux contrats de dette new-yorkais ; ils voient dans l'utilisation des CAC un mécanisme qui conduit à l'érosion de leurs droits (Bratton & Gulati, 2004).

La crainte de voir le MRDS aboutir pousse les investisseurs privés à reconsidérer le choix des CAC, *in fine* à l'appuyer (Haldane & al., 2005). A leur tour, ils développent un modèle de CAC et le publient en mai 2002 « Model Covenants for New Sovereign Debt Issues »<sup>58</sup>. L'analyse en détail du Rapport montre la divergence radicale d'avec celui du secteur officiel,

---

<sup>58</sup> Les recommandations du secteur privé regroupent les travaux réalisés par sept associations privées : The Institute of Internationale Finance (IIF), Emerging Markets Creditors Association (EMCA), Trade Association for the Emerging Markets (EMTA), The Securities Industry Association (SIA), The International Securities Market Association (ISMA) et The Bond Market Association (TBMA). Cf. Annexe 1 (Tableau B)



divergence symbolisée par le niveau excessivement élevé du seuil de vote à la majorité qualifiée, un minimum de 85% est vivement recommandé.

Les investisseurs sont réfractaires à la généralisation des CAC pour quatre raisons. Nous verrons, qu'après leur examen en détail, elles sont infondées ou ne sont pas imputables à l'existence des CAC.

- Le premier argument défendu par le secteur privé est l'accroissement de l'aléa moral du débiteur suite à l'introduction des CAC dans les contrats obligataires. En effet, ils soutiennent que la garantie octroyée *ex ante* d'une restructuration facilitée *ex post* limiterait les incitations de l'emprunteur souverain au remboursement. Ainsi, ils craignent l'occurrence d'un défaut opportuniste, *i.e.* un défaut qui ne repose pas sur l'incapacité de l'emprunteur souverain à honorer sa dette mais sur sa non volonté de rembourser.
- La deuxième raison concerne la clause d'initiation (*majority enforcement clause*). Les investisseurs voient dans l'utilisation de cette provision un moyen de saper leur droit, notamment celui de poursuivre, à partir d'une décision individuelle<sup>59</sup>, l'emprunteur souverain. Or, cette raison n'est pas recevable, puisque la clause d'initiation est déjà présente dans les contrats de dette *new-yorkais*. Le fait que chaque créancier aie le droit de poursuivre son débiteur ne dépend pas de la présence de CAC ou non, mais de la structure qui administre l'émission. Deux structures retiennent notre attention : *fiscal agency agreement* et *trust deed*. Dans le premier cas, le fiduciaire (*fiscal agent*) n'a aucune relation avec les porteurs si ce n'est pour effectuer les paiements. Elle est utilisée sur la Place de New-York. Dans le second cas, le fiduciaire laisse la place à un mandataire, qui agit sur décision des créanciers (l'action requiert un

---

<sup>59</sup> Haeseler (2008, 2007) fait le parallèle suivant concernant les droits individuels d'un créancier : « *US investors appear to view their individual right to sue a sovereign in default in much same light as they view their right to carry a gun : as an expression of personnel freedom ...* »

pourcentage minimum), il est donc impossible pour un créancier de poursuivre son débiteur, il effectue également les paiements. Cette structure est majoritaire sur la Place de Londres.

- Le troisième argument est le niveau du seuil de vote de la clause d'action à la majorité. Le niveau standard, *i.e.* celui pratiqué par la loi britannique, est de 75%. Ce seuil est jugé insuffisant par les investisseurs, lesquels considèrent qu'il s'agit d'une obligation de force d'accepter l'offre de restructuration faite par l'emprunteur souverain. Ainsi, ils préconisent un seuil de 85%, au minimum. Ils partent du principe que l'argument de la présence de créanciers dissidents ne tient pas, ils ne représenteraient en fait que 2 à 3% de la totalité des créanciers. L'aversion quasi naturelle des investisseurs, notamment américains, peut s'expliquer par le caractère « sacré » du contrat (*i.e.* la protection des droits des créanciers), qui prévaut dans les obligations, notamment *corporate*.

*« The US Trust Indenture Act of 1939 specifies that no bondholder may be forced to cede any claims he has under a bond contract. » (Liu, 2002)*

En fait, la défense d'un seuil de vote élevé s'explique plus par la recherche d'un gain supplémentaire que par le caractère « sacré » du contrat (Haeseler, *op. cit.*).

- La dernière opposition concerne les abus potentiels de la part du débiteur sur le processus de vote. Cet argument ne peut être pris au sérieux puisqu'il est possible d'inclure une provision qui exclut les titres détenus ou contrôlés par le débiteur de la restructuration<sup>60</sup>. La crainte d'abus repose donc plus sur le fait que des créanciers domestiques puissent participer à la restructuration. Ces derniers ne

---

<sup>60</sup> Les contrats de dette présentés dans l'Annexe 4 montrent que l'argument avancé par les investisseurs privés ne tient pas. Seul l'Italie fait exception, les Autorités transalpines maintiennent le droit de vote de la Banque centrale et des régions.

sont pas contrôlés par le débiteur, mais peuvent être fortement incités à accepter l'offre. Il faut noter que cet argument a été largement repris par le secteur officiel :

*« Such investors, while not under the legal control of the debtor, may nevertheless be subject to moral suasion. This creates a risk that debtors may be able to engineer support for a restructuring which is not supported by a majority of non-resident investors. » (IMF, op. cit., p.11)*

Les pays émergents semblent également récalcitrants à l'idée d'introduire des CAC dans leur contrat de dette (Bratton & Gulati, *op. cit.*). Plusieurs raisons ont été avancées, aussi diverses et variées que possibles : le niveau des coûts d'emprunt (Haeseler, *op. cit.*), le coût supporté par le *first mover* (Haeseler, *op. cit.* ; Allen & Gale, 1994), la myopie des emprunteurs, les effets de signal, l'aversion au risque, enfin les imperfections des CAC. Comme pour les investisseurs, la plupart de ces arguments ne sont pas valables.

Comment expliquer alors que le processus d'adoption des CAC ait mis si longtemps à se mettre en œuvre ? Deux hypothèses sont retenues : la production d'externalités et les opérations de renflouement.

#### *La production d'externalités.*

Les bénéfices octroyés par les CAC concerneraient davantage les parties autres que les emprunteurs et les prêteurs, telles que le secteur officiel. En effet, des IFI comme le FMI sont à la fois créancier et tierce partie. L'adoption des CAC revêt donc un intérêt particulier, puisqu'en permettant une restructuration ordonnée et coordonnée des dettes, elles devraient réduire les demandes de fonds auprès des IFI. C'est en tous les cas, l'argument principal soutenu par les pays membres du G10, très critiques à l'égard des dépenses du Fonds. L'ensemble des externalités positives n'est donc pas suffisamment pris

en compte par les emprunteurs, notamment ceux qui se sentent faiblement concernés par ce débat, d'où un ralentissement du processus d'adoption des CAC.

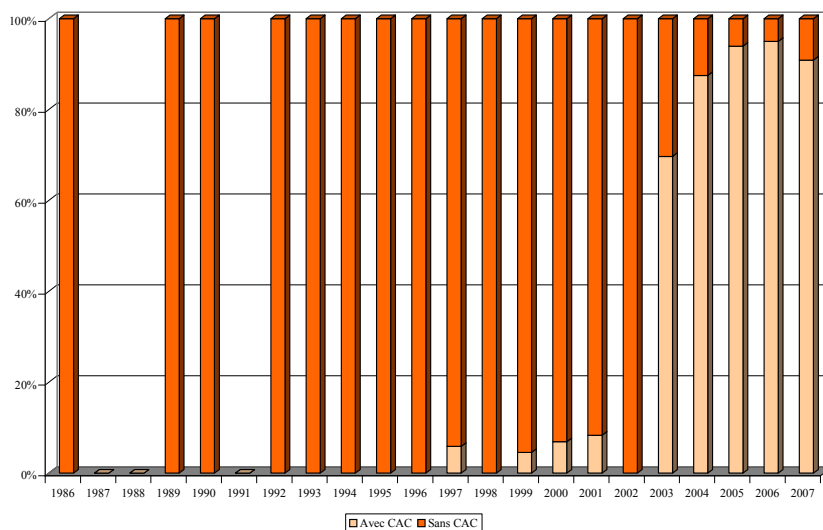
*Les opérations de renflouement.*

Les CAC ont été adoptées à l'origine pour limiter les interventions des IFI, or les investisseurs et les emprunteurs s'accommodent assez bien de leur assistance financière : les investisseurs obtiennent un taux de recouvrement plus important (sous cette configuration, ils ne sont pas contraints à davantage de responsabilité) et les emprunteurs obtiennent de nouveaux crédits à des taux d'intérêt inférieurs au marché, même si les prêts sont conditionnés. Autrement dit, les opérations de renflouement déforment les incitations des emprunteurs et des prêteurs.

Les tâtonnements entre réforme radicale (MRDS) et réforme incrémentale (CAC) associés à l'hostilité des investisseurs retardent le processus d'adoption des CAC par les pays émergents. Il faut attendre 2003 pour voir un pays émergent, le Mexique, émettre des obligations sous juridiction new-yorkaise porteuses de CAC (Drage & al., 2004 ; Bedford & al., 2005).

En effet, en 2002, sur trente et une émissions réalisées sous la loi new-yorkaise, aucune ne contient de CAC. A partir de 2003, la tendance s'inverse : sur trente trois émissions, vingt-trois incluent des CAC (soit 70% du total). La progression est régulière jusqu'en 2006 (Cf. Tableau 15 et Graphique 10).

**Graphique 10. Evolution des émissions avec et sans CAC**



Sources : Bradley & al. (op. cit.)

**Tableau 15. Evolution des émissions d'obligations souveraines internationales sous la loi new-yorkaise**

Année d'émission	Total des émissions	Présence de CAC	
		En nombre	En pourcentage
1986	3	0	0
1987	0	0	0
1988	0	0	0
1989	1	0	0
1990	1	0	0
1991	0	0	0
1992	1	0	0
1993	3	0	0
1994	8	0	0
1995	4	0	0
1996	13	0	0
1997	17	1	6
1998	15	0	0
1999	22	1	5
2000	29	2	7
2001	33	3	9
2002	31	0	0
2003	33	23	70
2004	32	28	88
2005	33	31	94
2006	20	19	95
2007	11	10	91

Sources : Bradley & al. (op. cit.)

(iv) *Les voies possibles pour un renforcement des CAC*

En l'absence d'un mécanisme global de restructuration de type tribunal international des faillites, la coordination inter-créancier peut être améliorée par l'introduction d'une clause d'agrégation et la constitution de comité de créanciers (Bedford, 2005). En outre, le conditionnement d'une assistance financière des IFI à l'adoption des CAC par les pays en difficultés a été avancé.

*L'inclusion de la clause d'agrégation*

L'inclusion de la clause d'agrégation dans les contrats de dette doit permettre l'agrégation de créances d'émissions différentes, afin de faciliter la restructuration de la totalité de la dette. En effet, un pays défailtit rarement sur une seule émission. Or, sans clause d'agrégation, le processus de restructuration peut être ralenti dans le cas où un groupe de créanciers arrivent à obtenir une position de blocage sur une ou plusieurs émissions. La dette est souscrite par un ensemble de créanciers, à l'intérieur duquel nous pouvons distinguer plusieurs catégories aux intérêts fortement divergents, qui le sont d'autant plus si le pays ne bénéficie pas de la qualité *investissement*. Nous pouvons donc logiquement penser que la clause d'agrégation augmente le taux de pourcentage de la dette restructurée (Cf. Encadré 10).

Sans clause d'agrégation, un double problème s'installe. Premièrement, un rapport de force en défaveur du souverain face à la totalité de ses créanciers, deuxièmement un rapport de force en défaveur des créanciers les moins informés. Cette situation est propice à l'action des fonds vautours. Bien que leur poids soit souvent surestimé, on ne peut réellement l'ignorer (Cf. *supra*). Or, il ne faut pas perdre de vue l'objectif de départ de la généralisation des CAC, à savoir un partage équitable des responsabilités.

**Encadré 10. Les différentes configurations d'agrégation dans le cas de la restructuration de la dette uruguayenne en avril 2003**

L'analyse qui suit a été préparée par les conseillers juridiques new-yorkais de l'Uruguay afin de démontrer que l'adoption de clauses d'actions collectives ambitieuses permet d'accroître le pourcentage de restructuration de la dette.

Dans un premier temps, le tableau présenté ci-dessous récapitule succinctement les caractéristiques de la dette qui a été restructurée, puis dans un second temps, il teste les différents *scenarii* de seuil pour la clause d'action à la majorité qualifiée et la clause d'agrégation.

	<b>Montant à restructurer (USD)</b>	<b>Montant restructuré (USD)</b>	<b>% restructuré</b>
Restructuration des 18 émissions (avril 2003)	3 515 046	3 126 624	88,9
Seuil de 85% pour la clause d'action à la majorité qualifiée (simulation)	3 515 046	3 217 337	91,5
Seuil de 75% pour la clause d'action à la majorité qualifiée (simulation)	3 515 046	3 228 727	91,8
Seuil de 75% pour la clause d'action à la majorité qualifiée, seuil de 85% pour la clause d'agrégation (66 <sup>2/3</sup> % pour chaque émission (simulation))	3 515 046	3 370 129	95,9
Seuil de 75% pour la clause d'action à la majorité qualifiée, seuil de 85% pour la clause d'agrégation (50 % pour chaque émission (simulation))*	3 515 046	3 495 455	99,4

\* Lecture de la dernière ligne : il faut que 75% des créanciers de chaque émission obligataire acceptent de restructurer la dette, une fois le seuil atteint, il faut l'accord de 85% de l'ensemble des créanciers et l'accord de 50% des créanciers de chaque émission affectée, afin d'agréger les créances

Source : Gianviti (2003)

Souvent non incluse, alors qu'elle est la garante même d'une restructuration efficace, on peut se demander quelles incitations devraient produire les Etats émetteurs afin que les investisseurs l'acceptent. En effet, à l'heure actuelle ce type de clause est perçu seulement comme un moyen d'abaisser la capacité de négociation des créanciers et de saper leurs droits.

Au-delà du problème d'opposition classique *Etat versus Investisseurs*, viennent se greffer des problèmes d'ordre technique quant à l'application de cette clause.

Il existe à l'heure actuelle, trois approches différentes de la clause d'agrégation. Les deux premières ont été développées suite au défaut argentin et uruguayen, la troisième est une étude réalisée par Bartholomew, Stern & Liuzzi (2004) au sein de JP Morgan.

- Suite au défaut argentin, et dans le but de faciliter l'organisation des petits porteurs, l'Argentine Bond Restructuring Agency (ABRA) a été créée. La particularité de l'ABRA est de répondre à la loi irlandaise. Les porteurs ont été invités à échanger leurs obligations contre des certificats délivrés par l'ABRA. En contrepartie, l'ABRA s'est chargée de représenter les participants lors des négociations avec l'Argentine. La participation repose sur le volontariat, de plus les investisseurs ont le droit de se retirer et de récupérer leurs créances initiales tant que l'accord final de restructuration n'a pas été conclu. Une fois l'accord finalisé, l'ABRA s'est chargée de collecter les paiements et/ou les titres restructurés et les a redistribués.
- L'approche de JP Morgan<sup>61</sup> vise à agréger des titres qui ne contiennent pas de CAC. Les auteurs développent un mécanisme en deux temps. Dans un premier temps, les investisseurs échangent leurs obligations contre un *Interim Debt Claim* (IDC). Dans un

---

<sup>61</sup> Pour une description du mécanisme plus précis, Cf. Annexe 2.



deuxième temps, les IDC sont échangés contre les obligations restructurées. L'IDC permet d'aligner tous les investisseurs, de plus il contient des CAC qui facilitent la restructuration à la seconde étape. Le mécanisme proposé permet d'assurer l'équité entre les créanciers et de faciliter les négociations, donc de résoudre les problèmes d'actions collectives.

En comparant l'approche de l'ABRA et celle de JP Morgan, nous nous apercevons que l'ABRA devrait en toute logique permettre de réaliser un taux de participation de créanciers plus élevé, puisqu'ils peuvent se retirer quand ils le souhaitent. Cependant, le fait qu'ils puissent le faire ne diminue pas l'attractivité des stratégies de dissidence (*holdout strategy*), contrairement aux résultats de JP Morgan.

L'inclusion d'une clause d'agrégation doit renforcer la résolution des problèmes issus de toute action collective.

Avant de se lancer dans une stratégie dissidente, les créanciers arbitrent entre les gains espérés s'ils acceptent la restructuration et les gains potentiels issus d'une stratégie dissidente. Autrement dit, leur décision dépendra des droits que lui garantit le contrat initial de dette.

Les créanciers accordent également beaucoup d'importance au respect de l'équité, autrement dit à l'égalité de traitement entre les différentes catégories de créanciers, mais aussi parmi une même classe d'investisseurs.

Nous devons cependant préciser que les stratégies dissidentes sont plus attractives avant la prononciation du défaut. Dans le cadre d'une restructuration qui se produit après le défaut, les problèmes d'action collective seront vraisemblablement moins aigus car les investisseurs savent que les obligations ne seront pas remboursées dans leur totalité, donc la probabilité de voir la totalité des créanciers participer à la restructuration devient plus grande, et les gains potentiels issus d'une stratégie dissidente s'affaiblissent.

Néanmoins, l'agrégation des créances est porteuse de risques : la discrimination des créanciers, la rigidité du processus de négociation et la manipulation du processus de vote.

*La discrimination des créanciers.*

La discrimination naît du résultat du vote qui lie tous les créanciers, quand bien même certains créanciers refusent l'offre. C'est le principe même d'un vote à la majorité qualifiée. Cette discrimination existe déjà dans le cas le plus simple : l'activation de la clause d'action à la majorité qualifiée sur une émission simple. Cependant, la discrimination s'aggrave, car des instruments différents (maturité, loi de juridiction, libellé, existence de garantie, de collatéral) sont agrégés. Le respect de l'équité inter-créancier devrait donc s'attarder plus sur le fait de proposer un traitement différent plutôt qu'un traitement similaire. Il faut pouvoir tenir compte de la particularité des instruments qui vont être restructurés, comme les titres garantis *versus* les titres non garantis, les titres non garantis avec des échéances différentes. De manière générale, les résultats sont plus probants avant défaut. Or, en cas de défaut, tous les titres sont échus donc payables, ce qui procure un premier alignement des intérêts des investisseurs. En moyenne, s'il existe une clause d'agrégation, les créanciers ont intérêt à attendre le défaut afin de limiter les discriminations.

*La plus grande rigidité du processus de restructuration.*

Les différentes catégories de créanciers concernées par une restructuration défendent des intérêts divergents, même dans le cas où ils détiennent des instruments de même type. Une banque domestique et un investisseur étranger détiennent tous les deux des titres libellés en devises, qui sont dus et payables. Leur degré d'implication dans l'économie du pays en défaut détermine leurs attentes. L'investisseur étranger cherche à obtenir un instrument liquide, alors que la banque domestique est prête à accepter un titre d'une valeur inférieure à celui qu'elle détenait initialement. Le souverain, qui cherche à rallier un maximum de créanciers à sa cause, doit tenir compte de

leurs différences, mais également de leur poids dans l'économie du pays. Le processus d'agrégation élimine toute flexibilité de négociation.

#### *La manipulation du processus de vote.*

La problématique est la suivante : l'agrégation des créanciers donne-t-elle une opportunité plus grande au souverain de manipuler le processus de vote ? Ce risque existe déjà dans le cas simple. Le risque grandit avec la multiplication du type d'instruments, notamment lorsque l'on agrège des titres détenus par des résidents et des non-résidents. L'agrégation de titres qui appartiennent à des lois de gouvernance différentes limite la manipulation potentielle du débiteur. La première manipulation possible est la création d'instruments « fictifs ». La seconde consiste pour le souverain, en prévision d'un défaut, d'émettre de nouveaux instruments à destination des banques domestiques en échange de leurs anciennes dettes (ce fut notamment le cas lors de la première phase de restructuration de la dette argentine). Si le montant nouvellement émis est suffisamment important, agréger ces nouveaux titres avec les anciens fournit au souverain l'opportunité de manipuler le processus de vote au travers de son influence sur les banques domestiques.

#### *La constitution des comités de créanciers et le rôle du secteur officiel*

La logique contractuelle précède la logique statutaire. Dès 1995, Eichengreen & Portes (1995) penchent pour l'insertion des clauses d'actions collectives dans les obligations souveraines, associée à la création d'un comité de créanciers (Club de New York, par exemple ; Cohen & Portes, *op. cit.*), qui représenterait les intérêts des détenteurs obligataires lors du processus de restructuration de la dette. Le Club de New York discuterait avec les Clubs de Londres<sup>62</sup> et de Paris, si les dettes bilatérales et commerciales devaient

---

<sup>62</sup> Le Club de Londres est né en 1970. Cette organisation est informelle comme le Club de Paris. Il s'occupe des dettes commerciales. La première réunion opposait le Gouvernement philippin à ses créanciers privés. Un accord préalable du pays en défaut de paiement avec le FMI est fortement recommandé, mais non obligatoire. Les accords concluent avec le Club

également être restructurées. Une institution légère devrait coordonner les actions de ces trois clubs. La vision d'Eichengreen & Portes (*op. cit.*) peut être qualifiée de version forte. A l'heure actuelle, la constitution de comité de créanciers procède toujours d'une logique *ad hoc*.

La volonté de constituer un comité officiel de créanciers est à rapprocher de l'expérience de la *British Corporation of Foreign Bondholders (CFB)* au dix-neuvième siècle, qui mettait en relation les créanciers britanniques, principaux investisseurs internationaux de l'époque, avec les pays en défaut lors des procédures de restructuration de dette (Cf. Encadré 11).

#### **Encadré 11. L'expérience des comités de créanciers : l'exemple de la CFB**

Entre 1820 et les années 1870, les pays en situation de défaut négociaient avec des comités de créanciers *ad hoc*. Les résultats étaient généralement assez médiocres pour les deux parties pour trois raisons (Suter, *op. cit.*; Eichengreen & Portes, 1986, 1989) :

- Le manque de spécialisation et d'expérience des négociateurs.
- La faible coordination des créanciers.
- La compétition existante entre les différents comités.

Nous ajoutons à ces trois raisons, la durée excessivement longue des restructurations (quatorze ans en moyenne).

A partir de 1868 opère un changement avec la création de la *British Corporation of Foreign Bondholders (CFB)* qui avait pour mission principale de délivrer des informations sur les conditions des pays en défaut et de coordonner les créanciers.

*« In case of arrangements of Foreign Loans, there are generally some parties antagonistic to a settlement, and often either the negotiating Governments or some Bondholders wish to enforce their own peculiar views or terms upon the Council, which may be the contrary to the general interest. »* (1874 Report, p. 8)

Elle avait également le droit de contrôler l'accès des débiteurs souverains au marché londonien.

*« It is duty of the Bondholders of England and the Continent to remain united in their policy ... and to preserve a common action,*

associent des rééchelonnements de dette, l'apport d'argent frais et parfois le maintien des lignes de crédits commerciales à court terme.

*maintaining and promoting credit to the honest and inflicting penalties on dishonest governments.* » (1873 Report, p. 43)

Le rôle joué par la CFB est à prendre en compte, notamment grâce aux accords obtenus avec la Turquie, l'Espagne, la Grèce, le Portugal, la Mexique, l'Argentine et le Brésil. Il faut cependant le relativiser. En effet, le nombre de pays en défaut, ainsi que les montants, déclinent fortement entre les années 1870 et le début du vingtième siècle. Or, c'est à cette période que la CFB connut son activité la plus forte. Nous constatons également que ses faiblesses et les succès des créanciers américains sur les petits pays d'Amérique latine et les Etats du Sud des Etats-Unis ont montré que les liens commerciaux et la politique internationale ont eu plus de poids que les actions de la CFB. Il faut rappeler que les créanciers américains, contrairement aux britanniques ne bénéficiaient pas à l'époque d'une structure protégeant leurs intérêts. Les succès des créanciers américains sur une partie de l'Amérique latine s'explique en partie par la proximité géographique et les liens commerciaux entretenus mais également par l'impact de la doctrine Monroe\*.

La constitution de la CFB fut une réponse à la vague de défauts du dix-neuvième siècle, et le bénéfice de son existence a décliné avec la faiblesse du marché obligataire international au cours du vingtième siècle, ainsi que celle des investisseurs britanniques au profit des investisseurs américains. Aujourd'hui, l'importance du marché de la dette souveraine émergente associé à la récurrence des défauts et leur difficile résolution ont conduit à réhabiliter les intérêts procurés par les associations de créanciers.

\* Le Président américain républicain, James Monroe, prononça un discours le 2 décembre 1823 devant le Congrès qui fixa les grandes lignes droites de la diplomatie américaine au cours du dix-neuvième et début du vingtième siècle. Les principes définis ne prendront le nom de doctrine Monroe qu'à partir de 1854. Il ressort trois grands principes du discours du président américain.

- Les puissances européennes ne peuvent plus coloniser le continent américain.
- Toute intervention d'une puissance européenne sur le continent américain est considérée comme une manifestation inamicale à l'égard des Etats-Unis.
- Les américains, en retour, s'engagent à exclure toute intervention dans les affaires européennes.

Source : d'après Mauro & Yafeh (2003)

Doit-on encourager la création d'une association de créanciers ? Comme le suggèrent Eichengreen et Portes (*op. cit.*), Portes (2000) pense qu'il en est de la responsabilité des institutions internationales et des pays avancés.

Si tel devait être le cas, quels en seraient les *membres naturels* ? Faudrait-il baser l'appartenance sur la nationalité des créanciers, la taille des investisseurs, la place d'échange ou le type d'obligation ? Le juriste MacMillan (1995a, 1995b) opte pour la « résurrection » du *Foreign Bondholders*

*Protective Council* pour les détenteurs d'obligations émises sous la juridiction new-yorkaise et la reconstitution de la CFB pour les porteurs d'obligation répondant à la juridiction britannique.

Aujourd'hui, la volonté d'une plus grande coordination des créanciers répond essentiellement au désir de limiter l'action des fonds voutours.

Ce type d'association serait-elle bénéfique aujourd'hui ? Quels sont les obstacles auxquels elle devrait faire face ?

Il était compliqué pour la CFB d'obtenir le consensus des créanciers, spécialement des groupes de porteurs de différents types d'actifs, cela le serait d'autant plus à l'heure actuelle. La coordination était facilitée par l'existence de collatéraux tangibles qui permettait la saisie. Aujourd'hui, il semble peu vraisemblable qu'une association de créanciers puisse administrer les revenus fiscaux d'un pays défaillant, sous peine de tomber dans l'ingérence la plus totale. La force de dissuasion la plus importante de la CFB était son pouvoir d'interdire l'accès des pays en défaut au marché international des capitaux, ce qui semble difficile à mettre en place actuellement, même si la réforme du FMI voulu par le G20 peut permettre, à nouveau, de réfléchir sur ce type d'option.

#### *La question de la conditionnalité*

A partir de 1996, puis de 2002, le secteur officiel reprend l'idée de généralisation des CAC dans les obligations de dette souveraine, mais les recommandations sont plus légères. Elles ne font pas mention de création d'un comité des créanciers, comme le préconisaient Eichengreen et Portes (*op. cit.*), ni d'obligation d'adopter les CAC, ni de les conditionner à l'assistance financière du FMI.

L'adoption des CAC dans les contrats obligataires pourrait devenir une condition explicite d'accès aux ressources du FMI (Geithner & *al.*, 2002). Deux types de condition ont été formulés :

- Une condition forte : les ressources (ainsi que le déblocage des fonds) du FMI sont uniquement accessibles aux pays ayant inclus des CAC dans leurs obligations souveraines (Geithner & *al.*, *op. cit.*).
- Une condition faible : les ressources du FMI sont accessibles à un taux préférentiel pour les pays ayant inclus des CAC dans leurs obligations souveraines (Taylor, 2002).

Cependant, il existe un inconvénient de taille à l'adoption de ces recommandations, tout comme pour le régime de préqualification proposé par la commission Meltzer (2000), l'existence de l'article V du FMI qui garantit un traitement de comparabilité égale entre les pays membres de l'organisation (Eichengreen, 2003).

*Le choix des clauses d'actions collectives comme mode d'implication des investisseurs privés dans la gestion des crises de dette souveraine n'a pas suivi un processus linéaire. Dans un premier temps rejetées, elles ont finalement été acceptées par défaut de peur de voir naître le MRDS. Cependant, nous avons montré qu'elles possédaient intrinsèquement les qualités pour répondre aux difficultés associées aux procédures de restructuration, à savoir les problèmes d'action et de représentation collectives, pour peu que les Etats choisissent la version forte des CAC.*

## Conclusion du chapitre 3

La première partie de ce chapitre, à partir d'une analyse descriptive, montre que les dernières restructurations de dette opérées, spécialement celles des pays émergents, laissent apparaître des failles, contrairement à ce qui a été véhiculé par la littérature, en général. Des échecs en termes de taux de participation et en termes de durée. L'Argentine est le cas emblématique de ces dernières années, alliant discrimination des créanciers, faible taux de participation, procédure longue et multiplication des poursuites judiciaires.

En l'absence de l'instauration d'un tribunal international des faillites souveraines, les pays émergents qui restructurent leur dette ont deux solutions : la première est celle qui prévaut jusqu'à présent, *i.e.* une approche au cas par cas qui fonctionne sur le mode du *à prendre ou à laisser (take it or leave it)* ou bien suivre les recommandations du secteur officiel, *i.e.* introduire des CAC dans les contrats de dette et s'en servir le cas échéant.

Les CAC doivent permettre de résoudre deux problèmes, ceux de l'action et de la représentation collectives. En effet, le pays n'est plus dans l'obligation de réunir un taux de participation élevé puisqu'une majorité de 75% de créanciers suffit pour valider l'intégralité de la restructuration de dette.

Plusieurs avantages peuvent être tirés de ce mécanisme :

- l'ensemble de la dette est restructurée ;
- l'obtention facilitée d'un accord réduit la durée du défaut, par conséquent les coûts.



Le processus d'adoption des CAC est en marche depuis 2003, mais comme nous avons pu le constater, elles ont été adoptées dans leur version la plus faible. En effet, l'adoption des CAC reposant sur le principe du volontariat, et n'étant en aucun cas un pré-requis à toutes assistances financières du secteur officiel, les pays ont opté pour une version *faible*. Nous pensons donc qu'elles ne peuvent répondre à leur objectif de départ en l'état.

Ces conclusions nous amènent directement au développement de notre quatrième et dernier chapitre, lequel propose le perfectionnement du mécanisme sous-jacent à l'utilisation des CAC.

tel-00598652, version 1 - 7 Jun 2011

## Chapitre 4 Modalités opératoires d'une restructuration de dette sous Clauses d'Actions Collectives

## Introduction du chapitre 4

*Nous présentons dans un premier temps une revue de la littérature économique relative à l'introduction des CAC. Les résultats de la littérature théorique et empirique nous permettent de conclure à la supériorité des CAC par rapport au statu quo, donc à leur adoption (1). Cependant, comme nous l'avons expliqué dans le précédent chapitre, elles nécessitent des améliorations, notamment en matière de réduction des dissidences. Ce n'est pas le risque de litige qui nous intéresse en premier lieu, mais le fait que les stratégies dissidentes ralentissent le processus de restructuration. L'élimination des créanciers procéduriers passe par la sécurisation d'une base de vote, donc par un abaissement du seuil de vote à la majorité qualifiée (2).*

Les détracteurs de l'instauration d'un cadre uniforme et prédictible des gestions de crises de dette souveraine mettent en avant le risque d'aléa moral *via* la fourniture d'une garantie *ex ante* incluse dans les contrats de dette à l'émission afin de procurer une efficacité *ex post*, *i.e.* au moment de la restructuration. Le risque d'aléa moral se traduirait par une augmentation du coût d'emprunt des pays émergents. Or, les résultats des études empiriques ne sont pas homogènes et les marchés n'ont pas discriminé les pays qui ont opté pour les CAC. L'argument de l'aléa moral comme refus d'adopter les CAC est donc à relativiser.

Les CAC, en permettant une restructuration ordonnée et coordonnée de la dette, réduisent les coûts de restructuration, par conséquent elles augmentent le bien-être pour l'emprunteur souverain en défaut et ses créanciers. Par définition, toute assurance contre un état de la nature est susceptible d'induire

un risque moral. La question n'est donc pas de savoir si les CAC engendrent un risque moral, mais plutôt de savoir si elles le compensent.

Si le surcoût est surestimé par la littérature théorique et empirique, alors l'emprunteur souverain doit fixer le seuil de vote à la majorité qualifiée à 75%, tel que le secteur officiel le préconise. Ainsi, le niveau de seuil reflète une information neutre quant à la situation de l'émetteur, quel que soit son type. En effet, si dès le départ l'émetteur adoptait un seuil inférieur ou supérieur à 75%, le seuil aurait valeur de signal pour les investisseurs, par conséquent nous nous retrouverions face à plusieurs équilibres :

- Si l'émetteur choisit un seuil inférieur à 75% : il envoie un signal négatif aux investisseurs, qui induit une défiance.
- Si l'émetteur adopte un seuil supérieur à 75%, il s'ensuit deux configurations : l'émetteur envoie un signal positif justifié par l'état de ses fondamentaux ou l'émetteur se sent fragile et souhaite envoyer un signal positif. Dans ce cas, les investisseurs peuvent considérer qu'il existe un décalage entre le seuil fixé et les fondamentaux de l'émetteur. Ce décalage peut alors créer une défiance. Il se produit le résultat inverse à celui espéré.

Néanmoins, face à une dégradation avérée de ses fondamentaux, l'emprunteur souverain doit avoir la possibilité de réviser son seuil de vote afin de faciliter une possible procédure de restructuration de dette.

# 1. Les Clauses d'Actions Collectives : une revue de la littérature économique

Il ressort de l'étude de la littérature théorique et empirique trois problématiques : le niveau de bien-être, l'augmentation possible du coût d'emprunt et le niveau optimal du seuil de vote (à la majorité qualifiée).

## 1.1. Une analyse en termes de bien être

Eichengreen & *al.* (2003) modélisent, puis comparent les résultats d'une restructuration sous CAC et sous Clauses d'action à l'unanimité<sup>63</sup> (CAU ou consentement unanime).

En l'absence d'aléa moral, la capacité actuelle et différée de paiement de l'emprunteur souverain est la même quelle que soit la juridiction choisie (*i.e.* juridiction new-yorkaise ou britannique). Néanmoins, les obligations avec CAC génèrent un gain plus élevé que les obligations avec CAU. En effet, ces dernières impliquent des délais de renégociation<sup>64</sup> supérieurs qui sont coûteux pour les créanciers.

En présence d'asymétrie d'information, les obligations avec CAC sont sujettes à un phénomène d'aléa moral plus élevé, par conséquent la probabilité de défaut de l'emprunteur souverain s'accroît.

L'introduction de l'aléa moral dans le modèle engendre des effets ambigus. Dans le cas où la capacité réelle de payer est inférieure à la dette, le pays n'a d'autres choix que de défaillir. A ce moment là, les gains procurés par les obligations avec CAC sont supérieurs à ceux des obligations avec CAU. Mais si l'aléa moral est important, les gains espérés des obligations avec CAC relativement à ceux des obligations avec CAU décroissent et sont susceptibles

---

<sup>63</sup> Les CAU sont, à l'origine, présentes dans les contrats émis sous la juridiction de l'Etat de New York.

<sup>64</sup> Dans le modèle développé par les auteurs, la capacité de remboursement n'augmente pas pendant la période de négociation.

de devenir négatifs (synonyme de perte). Par conséquent, les pays qui introduisent les CAC dans leur contrat de dette verront une diminution de leur entrée de capitaux.

#### La restructuration de la dette émise sous clause d'action unanime

Si la totalité des créanciers acceptent de restructurer la dette, sous les hypothèses de respect des clauses de partage et d'accélération, alors chaque créancier reçoit comme paiement une part au *prorata* de ce que chacun détient.

Cependant une fraction des créanciers peut refuser de participer à la procédure, espérant ainsi obtenir un remboursement total des titres qu'elle détient, avant que les titres restants ne soient renégociés. A ce moment là, il existe des créanciers dissidents qui s'organisent sous la forme d'une coalition.

A l'équilibre, les créanciers rivalisent entre eux pour être membres de la coalition, ce qui implique que les titres émis sous clauses d'actions unanimes engendrent une renégociation inefficace.

#### La restructuration de la dette émise sous clause d'action collective

Lorsque la majorité qualifiée vote la restructuration, alors les créanciers reçoivent comme paiement une part au *prorata* de ce qu'ils détiennent. Tout détenteur a intérêt à se joindre à la majorité qualifiée, car il est sûr de recouvrer une valeur plus importante qu'en tentant de s'allier à la minorité dissidente. Ce système élimine les stratégies de cavaliers solitaires.

Cependant, du fait de l'asymétrie d'information, l'Etat peut être incité à défaillir et renégocier sa dette (réduire le montant du principal, par exemple). Son incitation à mentir sur sa réelle capacité de remboursement peut être freinée, par contre, si sa dette est émise sous clauses d'actions unanimes. Comme les auteurs le démontrent, les délais associés à une restructuration imposent des coûts, en termes d'output et d'investissement. Les CAU

éviteraient donc les défauts *opportunistes*. Elles auraient un effet disciplinant sur l'emprunteur souverain.

Pour les obligations avec CAC, la probabilité de défaut est plus élevée, car les investisseurs peuvent y voir un défaut *opportuniste*. Les créanciers ne savent pas si la réelle capacité de paiement de l'Etat est inférieure ou supérieure à la dette restante à payer, autrement dit, ils ont du mal à connaître le degré de soutenabilité de la dette. La probabilité de défaut doit être plus faible si sa dette est émise sans CAC.

#### *Les résultats relatifs à l'efficience*

Les obligations avec CAU impliquent un remboursement différé. Partant, l'Etat souverain et les créanciers supportent des coûts de délai qui sont socialement coûteux. Les coûts de délai viennent s'ajouter aux coûts fixes de la renégociation. La présence des CAU dans les contrats de dette engendre une restructuration moins efficiente. L'emprunteur souverain a donc intérêt à opter pour les CAC.

En présence d'asymétrie d'information, les titres émis avec CAC sont sujets à un plus grand degré d'aléa moral donc à une plus grande probabilité de défaut. Plus grande est l'incertitude à propos de la capacité de remboursement, plus grand est le degré d'aléa moral et plus les entrées de capitaux diminueront dans les pays concernés. En conséquence, l'emprunteur souverain a intérêt à opter pour des contrats régis par des clauses avec CAU.

Pour conclure, un Etat dont les fondamentaux sont bons, avec un faible degré d'aléa moral et une probabilité de défaut peu élevée, est indifférent entre les clauses d'actions collectives et les clauses d'actions unanimes.

Kletzer (2003) conclut dans un premier travail que les CAC permettent d'augmenter le bien être du pays qui défaille. Dans un second temps, Kletzer (2004), à partir du modèle de Kletzer & Wright (2000) concluent à la réduction des inefficiences induites par les créanciers dissidents. Les CAC réduisent les coûts de restructuration, mais ce faisant elles génèrent un aléa moral.

Les conclusions de Ghosal & Thampanishvong (2009) vont à l'encontre de la littérature qui conclut généralement en faveur de l'introduction des CAC dans les contrats de dette.

Dans leur modèle, l'emprunteur souverain est victime d'aléa moral et les créanciers, lors des négociations, sont en situation d'information incomplète. Ils démontrent que conditionnellement au défaut, les CAC produisent une efficacité à une étape intermédiaire (ici, la restructuration), synonyme d'une meilleure coordination des créanciers, donc d'une réduction des coûts et d'une augmentation du bien être. Cependant, l'efficacité *ex ante* (ici, ne pas défaille) requiert des choix politiques judicieux de la part de l'emprunteur souverain afin de réduire la probabilité de défaut, or le fait d'assurer une meilleure coordination à une étape intermédiaire réduit l'efficacité *ex ante*. L'efficacité intermédiaire est plus élevée que l'efficacité *ex ante*, ce qui limite les gains en termes de bien être, puisque l'emprunteur souverain n'est pas incité à éviter le défaut. Or, logiquement l'absence de défaut représente la meilleure solution en termes de bien être.

Suite à un choc, l'emprunteur souverain est incapable de servir sa dette, ce qui le conduit à prononcer le défaut sur sa dette souveraine. Il émet une obligation à un an, afin de payer les coupons restants et les futures obligations. Cette émission est assimilée à un changement des termes du contrat initial. Les créanciers ont le choix de souscrire ou non cette obligation. Dans le premier cas, cela équivaut à refinancer la dette du débiteur. L'information incomplète naît de leur incapacité à déterminer la valeur de la future obligation. Le vote des créanciers conduit à des équilibres multiples bayésiens. L'existence de ces équilibres justifie à eux seuls l'intervention d'une tierce partie afin d'assurer



la coordination des créanciers. Les auteurs pensent donc que les CAC doivent être assorties de comités.

Contrairement aux autres modèles, leurs résultats ne concluent pas à un équilibre unique.

*La littérature conclut donc que les CAC procurent un avantage assorti d'un accroissement de l'aléa moral. Partant de ce constat, les travaux se sont attachés à étudier l'impact des CAC sur le coût d'emprunt des pays.*

## 1.2. Une analyse en termes de coût d'emprunt

D'un point de vue théorique, le fait que les CAC produisent une garantie *ex ante* devrait se traduire par une augmentation du coût d'emprunt des pays, les investisseurs anticipant un défaut. Des études empiriques menées sur la question ont tenté d'apporter un éclairage sur cette question en évaluant le surcoût.

Petas & Rahman (1999) comparent les émissions d'obligations souveraines du Kazakhstan, des Philippines et de la Turquie, émises sous les lois britannique et new-yorkaise pour le second marché. Ils concluent à un impact non significatif de la loi de gouvernance sur la fixation du prix des obligations.

Tsatsaronis (1999) étudie l'impact de la loi de gouvernance sur les spreads des obligations souveraines à partir d'un échantillon de 263 obligations souveraines (dont 194 émises par les marchés émergents) pour le marché primaire. Les spreads des obligations émises sous la loi britannique enregistrent une prime de 40 points de base par rapport à celles émises sous la loi new-yorkaise. Cependant, les résultats ne sont pas uniformes, d'autres

variables sont plus à même d'expliquer l'accroissement des spreads, telles que la facilité d'échanger les obligations sur le marché américain (enregistrement auprès du Securities Exchange Commission, SEC).

Dixon & Wall (2000) comparent des titres avec des caractéristiques de liquidité et de maturité similaires émis par six pays émergents<sup>65</sup>, sous les lois de gouvernance britannique (présence de CAC) et new-yorkaise (présence de CAU). Selon leurs résultats, le choix de la loi de gouvernance n'a pas d'effet systématique sur les rendements des titres, de plus les différences qui peuvent être constatées sont assez minimes.

Eichengreen & Mody (1999, 2000, 2004) cherchent également à déterminer quel est l'impact de l'introduction des clauses d'actions collectives dans les obligations souveraines sur les coûts d'emprunt. Pour ce faire, ils se servent d'obligations souveraines émises sous la loi britannique (présence de CAC) et sous la loi new-yorkaise (présence de CAU).

- La première estimation porte sur un échantillon de 2619 obligations internationales publiques et privées<sup>66</sup> émises entre 1991 et 1998 par les marchés émergents. Elle donne un coefficient non significatif pour la loi de gouvernance anglaise.
- La seconde estimation porte sur un échantillon de 2774 obligations internationales publiques et privées<sup>67</sup> émises entre 1991 et 1999 par les marchés émergents. Les auteurs prennent également en compte le fait que le choix de la loi de gouvernance peut être endogène et qu'elle peut avoir un impact sur les coûts d'emprunt selon la

---

<sup>65</sup> La Chine, la Hongrie, le Liban, les Philippines, la Pologne et la Turquie.

<sup>66</sup> Sur les 2619 obligations, 1160 ont été émises sous la loi britannique (44%), 840 sous la loi new-yorkaise (32%), et 619 sous ou une autre loi de gouvernance (24%).

<sup>67</sup> Sur les 2774 obligations, 1209 ont été émises sous la loi britannique (44%), 894 sous la loi new-yorkaise (32%), et 671 sous une autre loi de gouvernance (24%).

notation<sup>68</sup> de l'émetteur. Dans ce cas particulier, les résultats sont statistiquement significatifs.

Le fait que le coût d'emprunt augmente fortement dépend de la solvabilité de l'émetteur<sup>69</sup>. Sur une échelle de 100, les émetteurs qui sont en dessous des 50 voient leur coût d'emprunt augmenter de 150 points de base contre 53 pour ceux qui sont au-dessus. Aux extrémités, les différences sont encore plus marquées : au-dessus des 70, leur coût d'emprunt s'accroît de 25 points de base, contre 390 en dessous de 25. Par conséquent, les marchés perçoivent un faible aléa moral pour les *bons emprunteurs* qui émettent des titres avec CAC, et *vice versa*. Les conclusions sont défavorables à la généralisation des CAC pour les *mauvais emprunteurs*.

Becker & al. (2003) proposent une étude portant sur la même relation, mais suivent une méthodologie différente (Cf. Encadré 12) ; ils utilisent notamment le marché secondaire, lequel présente trois avantages :

- en prenant un point particulier du temps, les auteurs suivent l'évolution de l'impact (ou non) d'une loi de gouvernance sur le coût d'emprunt depuis sa date d'émission ;
- *a priori*, les investisseurs et les émetteurs souverains ont commencé à se focaliser sur les clauses d'actions collectives récemment. Le marché secondaire permet de voir si les changements ont été pris en compte en prenant différents points du temps<sup>70</sup> ;
- les auteurs y trouvent le moyen de régler le problème d'endogénéité du choix de la loi de gouvernance. Les biais existants lors de

---

<sup>68</sup> Il s'agit de la notation de la dette souveraine libellée en devises.

<sup>69</sup> La solvabilité de l'emprunteur est comprise entre 0 et 100.

<sup>70</sup> L'échantillon s'arrête en 1999, par conséquent les retombées de la déclaration de Cologne ne sont peut-être pas totalement retransmises et les conséquences des dernières crises peuvent ne pas être prises en compte.

l'émission peuvent changer à travers le temps et devenir moins importants. Par exemple, si l'Etat souverain n'a enregistré aucun défaut de paiement.

Dans un premier temps, ils testent la relation pour le marché primaire à partir d'un échantillon de 1520 obligations souveraines et privées, émises par les marchés émergents entre les mois de janvier 1991 et septembre 2000. Les obligations sont émises sous les lois new-yorkaise, britannique, allemande, japonaise et luxembourgeoise et libellées en dollar américain, yen japonais, livre sterling, franc suisse, écu et euro.

Dans un second temps, ils testent la relation pour le marché secondaire en deux temps : une première fois le 30 juin 1998, à partir d'un échantillon de 296 obligations souveraines et privées<sup>71</sup>, une seconde fois le 30 juin 2000, à partir d'un échantillon de 488 obligations souveraines et privées<sup>72</sup>.

Ils séparent les emprunteurs en deux classes : les emprunteurs risqués et non risqués, le critère étant la note de l'émetteur.

En combinant les estimations du marché primaire et secondaire, la loi britannique est associée à une réduction de 5 à 6% des spreads pour l'ensemble des emprunteurs émergents quelle que soit leur notation. Les emprunteurs les mieux notés voient leur coût d'emprunt augmenter de 10 points de base, contre 25 points de base pour les emprunteurs les moins bien notés.

Leur conclusion diverge de l'étude précédente. L'introduction des clauses d'actions collectives a un impact minime, le choix de la loi de gouvernance n'est pas un facteur d'accroissement du risque. Autrement dit, si l'aléa moral est faible et que le pays emprunteur a une probabilité de défaut faible, alors les investisseurs portent peu d'attention aux termes légaux qui régissent les contrats de titres.

---

<sup>71</sup> Sur les 296 obligations, 80% sont libellées en dollar américain et 22% sont émises sous la loi britannique.

<sup>72</sup> Sur les 488 obligations, 74% sont libellées en dollar américain et 23% sont émises sous la loi britannique.

Leur étude est donc favorable à l'adoption des CAC.

### *Encadré 12. Remarques méthodologiques*

*La démarche d'Eichengreen & Mody (op. cit.)*

Afin de déterminer l'impact des CAC sur le prix des obligations émises, les auteurs testent l'équation suivante :

$$\log(\text{spread}) = BX + U_1$$

Avec  $\log(\text{spread})$ , la variable expliquée,

Avec  $B$ , la variable latente,

Avec  $X$ , le vecteur constitué de l'émission, de l'émetteur et des caractéristiques de la période,

Avec  $U_1$ , le terme d'erreur

Généralement, ce type de relation est estimé par la méthode des moindres carrés. Néanmoins, les résultats peuvent être biaisés dès lors que le choix de la loi de gouvernance est endogène ou l'échantillon des émetteurs observés diffère de celui des émetteurs potentiels. Afin d'éviter cet écueil, les auteurs recourent à la méthode des variables instrumentales. Ils utilisent un modèle logit multinomial pour déterminer le choix de la loi de gouvernance. Trois alternatives sont possibles : new-yorkaise, britannique, autres. Ensuite, ils construisent les probabilités qu'une obligation soit gouvernée par l'une des trois alternatives et se servent de ces probabilités plutôt que des valeurs actuelles pour la seconde étape de la régression. Néanmoins, l'estimation peut être biaisée si tous les émetteurs potentiels ne sont pas dans l'échantillon. Le spread sera observé uniquement si les deux parties (emprunteur et prêteurs) ont contracté. Par conséquent, ils supposent que les spreads sont observés si la variable latente  $B$  atteint le seuil  $B'$  défini par l'équation :

$$B' = gX' + U_2$$

Avec  $B'$ , la variable expliquée,

Avec  $X'$ , le vecteur de variables qui détermine le désir des emprunteurs d'emprunter et les prêteurs de prêter,

Avec  $U_2$ , le second terme d'erreur.

Les auteurs procèdent à quatre estimations différentes et retiennent les résultats de la dernière, soit le modèle qui incorpore les valeurs estimées pour les lois de gouvernance ainsi qu'une correction sélective avec variables instrumentales. Ensuite, ils présentent les résultats des différentes estimations (trois au total) en fonction des catégories de rating (trois catégories : 30-50, 50-70, 70-90). Enfin, ils présentent les résultats pour deux catégories de rating (0-

50, 50-100), d'une part, et pour quatre catégories de ratings (0-30, 30-50, 50-70, 70-100).

*La démarche de Becker & al. (op. cit.)*

Afin de déterminer l'impact des CAC sur le prix des obligations sur le marché secondaire, les auteurs testent l'équation suivante pour juin 1998 et juin 2000.

$$\log(S_{it}) = \alpha + \beta_1 D_{CAC_{it}} + B_2 X_{2it} + B_3 X_{3it} + \varepsilon_{it}$$

Avec  $\log(S_{it})$ , la variable dépendante,

Avec  $D_{CAC}$ , la variable muette qui prend 1 si présence de CAC, sinon 0,

Avec  $\beta_1$ , le coefficient,

Avec  $X_2$ , la variable de contrôle (les caractéristiques de l'emprunteur),

Avec  $B_2$ , le vecteur associé à  $X_2$  constitué des paramètres estimés,

Avec  $X_3$ , la variable de contrôle (les caractéristiques de l'obligation),

Avec  $B_3$ , le vecteur associé à  $X_3$  constitué des paramètres estimés.

L'équation (1) détermine le modèle 1. Ensuite, ils ajoutent des variables muettes pour les obligations bien et mal notées régies par la loi britannique (modèle 2). Ce modèle est complété par des variables de contrôle additionnelles (modèle 3). Ils décident d'exclure les cinq valeurs les plus aberrantes (modèle 4). Puis, ils testent le modèle 4 avec la méthode des moindres carrés pondérés, la base est le montant de l'émission en dollar (modèle 5). Enfin, ils excluent les émissions *corporate* (modèle 6).

Afin de déterminer l'impact des CAC sur le prix des obligations sur le marché primaire, les auteurs partent de l'équation suivante pour la période comprise entre janvier 1991 et septembre 2000.

$$\log(S_{it}) = \alpha + \beta_1 D_{CAC_{it}} + B_2 X_{2it} + B_3 X_{3it} + B_4 X_{4it} + \varepsilon_{it}$$

Avec  $X_4$ , le vecteur de variables (les conditions extérieures)

L'équation (2) constitue le modèle 1. Ensuite, ils ajoutent des variables muettes pour les obligations bien et mal notées régies par la loi britannique (modèle 2). Ce modèle est complété par des variables de contrôle additionnelles (modèle 3). Ils décident d'inclure uniquement les émissions effectuées à partir de 1996 (modèle 4). Ils excluent du modèle 4 les 20 valeurs les plus aberrantes (modèle 5). Puis, ils testent le modèle 5 avec la méthode des moindres carrés pondérés, la base est le montant de l'émission en dollar (modèle 6). Ils décident d'exclure les obligations associées à un spread inférieur ou égal à 50 points de base (modèle 7). Ils excluent les obligations *corporate* du modèle 7 (modèle 8). Enfin, ils excluent les émissions *corporate*, les émissions à taux variables et les émissions d'obligations libellées dans une autre devise que le dollar (modèle 9).

Les travaux d'Eichengreen & Mody (*op. cit.*) et de Becker & al. (*op. cit.*) divergent sur cinq points.

La première divergence porte sur le traitement de l'endogénéité de la loi de gouvernance. En partant du principe que le choix de la loi de gouvernance peut être endogène, Eichengreen & Mody (*op. cit.*) supposent *a priori* que l'emprunteur qui anticipe une restructuration de sa dette sera d'autant plus intéressé par une émission de dette sous la loi anglaise qu'elle facilitera la renégociation, cependant les investisseurs sachant les propriétés des titres émis sous loi britannique pénaliseront l'emprunteur agissant ainsi dès l'émission du titre. Pour corriger ce biais, Eichengreen & Mody (*op. cit.*) utilisent des variables instrumentales. En économétrie, cette méthode est utilisée lorsque des variables sont observées avec erreurs. Dans ce cas, une absence de colinéarité entre les variables explicatives est constatée. Afin de corriger l'endogénéité potentielle, les auteurs introduisent des variables proxy. Becker & al. (*op. cit.*) préfèrent inclure une variable dummy pour chaque émetteur afin d'estimer directement l'impact d'une loi de gouvernance sur les spreads.

La deuxième différence concerne la composition de l'échantillon. Becker & al. (*op. cit.*) excluent les émissions faites sur les marchés domestiques, les titres convertibles ou offrant une garantie. Puis, ils ne retiennent que les titres libellés en dollar américain, en yen ou dans les principales monnaies européennes et ils ne prennent en compte que les lois new-yorkaise, anglaise, allemande, japonaise et luxembourgeoise. Enfin, ils éliminent les titres pour lesquels certaines données manquent.

La troisième différence est relative à la mesure du risque. Becker & al. (*op. cit.*) se servent directement des ratings délivrés par les agences de notation, alors qu'Eichengreen & Mody (*op. cit.*) construisent leur propre indicateur. Il est constitué des ratings effectués par les II, d'une part, et de données macroéconomiques, d'autre part. Pour Becker & al., il semble plus judicieux d'utiliser les ratings car leur actualisation est plus fréquente, ce qui peut s'avérer utile quand on se sert du marché secondaire pour faire une estimation. Quatre arguments motivent le choix des agences de notation pour Becker & al. (*op. cit.*) :

- Elles mesurent le risque associé à chaque type d'instrument de dette ;
- Elles délivrent un rating à chaque émission de titre. *A contrario*, les II produisent des notes souveraines deux fois par an. De plus un indice composite est constitué de données au minimum trimestrielles, ce qui peut entraîner de légers décalages.
- Elles différencient le risque *corporate* du risque souverain ;
- Selon Cantor & Fitzgerald (1996), les ratings sont hautement explicatifs du niveau des spreads souverains.

La quatrième différence est l'ajout de variables explicatives. Becker & al. (*op. cit.*) ajoutent des variables qui affectent clairement les rendements ainsi qu'un certain

nombre de variables qui sont susceptibles d'influencer ces derniers et qui sont corrélées avec la loi de gouvernance de manière à contrôler les problèmes de variables omises et les corrélations éventuellement fausses. L'inclusion de ces variables accroît la robustesse des résultats et produit des estimations plus précises. En effet, l'utilisation des ratings des agences de notation ainsi qu'un ensemble de données plus homogènes permet à Becker & al. (*op. cit.*) d'obtenir un  $R^2$  de 0,81 contre 0,61 pour Eichengreen & Mody (*op. cit.*).

Enfin, Becker & al. (*op. cit.*) estiment l'impact de la loi de gouvernance sur l'échantillon dans son ensemble. Partant du principe que l'impact des CAC était susceptible d'être infime, il était important de baser l'estimation sur l'échantillon totale afin de conserver le pouvoir statistique et d'éviter les résultats erronés. En revanche, Eichengreen & Mody (*op. cit.*) divisent leur échantillon en 2 puis en 4 sous-échantillons en fonction du risque souverain.

Gugiatti & Richards (2003), en actualisent les résultats économétriques de Becker & al. (*op. cit.*), confirment que la présence des CAC dans les obligations souveraines internationales émises n'a pas eu d'impact sur les rendements des titres sur le marché secondaire.

Finalement, les études analysant l'impact des clauses d'actions collectives sur le coût d'emprunt des pays ne produisent pas des résultats homogènes. Les conclusions de l'article d'Eichengreen & Mody (*op. cit.*) vont à l'encontre des conclusions des autres études pour les pays les moins bien notés, sous peine de voir leur coût d'emprunt augmenter fortement. Or, ce sont principalement ces pays qui devraient adopter les CAC, car ils sont les plus à même de défaillir.

Les études empiriques sont antérieures à l'annonce du FMI, qui préconise la généralisation des CAC. Les conséquences de leur généralisation aux contrats de dette new-yorkais n'ont donc pas pu être prises en compte.

Cependant, les réactions des marchés financiers, contre toute attente, ont été positives suite à la première émission d'obligations souveraines internationales incluant des CAC sous juridiction new-yorkaise par le Mexique en 2003 (Hadane & al., *op. cit.*). Ainsi Gelpern (2003) écrit :



*« Despite some investor complaints, Mexico's february issue was oversubscribed and priced generally in line with its yield curve. Traders described the use of CACs in Mexico's April issues, a total of \$2,5 billion, as a non event. »*

*Il est donc assez difficile d'obtenir un résultat tranché sur la question. Par la suite, les travaux ont porté sur la détermination du seuil optimal, c'est-à-dire celui qui permet d'inclure les CAC tout en limitant le risque moral.*

### 1.3. Une analyse en termes de seuil

Les CAC sont susceptibles, en théorie, d'accroître l'aléa moral, bien que les travaux empiriques ne produisent pas de résultats clairs et définitifs. Légitimement, les travaux suivants ont essayé de déterminer quels facteurs guidaient les choix des emprunteurs souverains pour fixer le seuil de vote à la majorité qualifiée.

Selon Weinschelbaum & Wynne (2005), les CAC sont nécessaires pour coordonner les créanciers d'une même émission. Une meilleure coordination des créanciers permet d'abaisser les coûts de restructuration. Cependant, l'introduction des CAC modifie les incitations du débiteur. Ce dernier serait en fait moins vigilant quant à assurer la soutenabilité de sa dette, en ne mettant pas en place les bonnes politiques, ce qui accroît la probabilité de crise. En conclusion, un niveau élevé du seuil de vote à la majorité qualifiée a un effet disciplinant sur le comportement de l'emprunteur souverain.

Haldane & al. (2004) montrent que les principaux facteurs qui influencent la détermination des seuils de vote sont le degré d'aversion au

risque et la solvabilité de l'emprunteur souverain (Cf. Encadré 13). Contrairement aux souhaits développés par la communauté financière internationale d'une harmonisation des contrats de dette, les auteurs sont contre l'uniformisation, qui serait source de coûts supplémentaires pour certains pays. En effet, les pays ayant des préférences pour le risque qui divergent et des degrés de solvabilité différents, il peut être, selon Haldane & al. (*op. cit.*), sous-optimal d'imposer un standard de marché (*i.e.*, 75%).

- Pour n'importe quel niveau de solvabilité, un emprunteur souverain neutre au risque préférera toujours choisir un seuil de vote élevé (*i.e.* supérieur à 75%), car sous cette hypothèse le pays ne s'intéresse pas à la distribution des paiements, mais cherche à abaisser la probabilité de crise.
- Un emprunteur souverain averse au risque optera toujours pour un seuil de vote faible afin de s'assurer une restructuration aisée, car il accorde plus de poids à la distribution des paiements.
- Un pays dont la solvabilité est faible ne contractera pas d'assurance (*i.e.*, l'inclusion de CAC) sous peine de voir les taux d'intérêt augmenter et d'accroître un peu plus le risque de défaut.

*In fine*, adopter un seuil de vote faible fournit une assurance à l'emprunteur souverain dans l'éventualité d'un défaut, mais ce choix accroît la probabilité d'un non refinancement de la dette, donc une augmentation des coûts d'emprunt initiaux.

***Encadré 13. La détermination des seuils de vote de la clause d'action à la majorité qualifiée : la démarche d'Haldane et al. (op. cit.)***

*Le cadre d'analyse du modèle*

En  $t_0$ , les émetteurs souverains émettent des obligations pour des investisseurs neutres au risque. Les obligations comportent une clause d'action à la majorité

qualifiée, soit  $k$ , le seuil de vote de cette clause. La détention d'obligations donne droit à un versement d'intérêt à chaque période, soit  $r$  le taux d'intérêt fixé par le marché. Le projet arrive à maturité en  $t_2$ , il rapporte  $\theta$ .

$$\theta \sim U[0, b], \text{ où } b \text{ est une mesure de la solvabilité}$$

En  $t_1$ , les créanciers captent un signal privé non biaisé mais bruyant,  $x_i$ , concernant l'état des fondamentaux,  $\theta$ . Sur la base de cette information, ils choisissent ou non de refinancer la dette. La fuite d'une part des créanciers, soit  $f$  cette part, entraîne une première liquidation, qui provoque des pertes de croissance et réduit la future capacité du pays à honorer ses engagements.

En  $t_2$ , le projet est réalisé. Si le projet est une réussite, le pays rembourse la totalité de la dette restante, autrement le pays prononce le défaut et entame la restructuration de sa dette.

#### *Jeu de restructuration*

- Le pays joue en premier et fait une offre qui satisfait les  $k$  créanciers ;
- Les créanciers ont deux options : accepter la première offre ou chercher à obtenir l'output résiduel,  $\theta - 2f$ , stratégie pour laquelle ils contractent des coûts  $l_i$ .
- Le pays doit donc offrir  $\theta - 2f - l_k$ . Le débiteur perçoit une rente dans ce cas.
- Plus le seuil choisi par le pays est faible, plus élevé est le coût marginal pour les créanciers, et plus élevée est la part de l'output restant pour le pays.

#### *Jeu de refinancement*

A partir d'une modélisation proche de Morris & Shin (1998), les auteurs résolvent le jeu de refinancement.

Chaque créancier analyse son signal,  $x_i$ , et le signal reçu par les autres créanciers (ils reçoivent tous le même signal mais ils en font une interprétation différente). Après analyse, chaque créancier essaie de trouver combien de créanciers comptent fuir.

À la valeur de déclenchement de la crise, deux conditions sont formulées :

- Une condition d'insolvabilité qui caractérise la situation pour laquelle il y a suffisamment de créanciers qui rompent leur engagement en  $t_1$  pour produire un défaut en  $t_2$  ;
- Une condition d'indifférence qui caractérise une situation pour laquelle le créancier marginal « fuyant » est strictement indifférent entre le fait de fuir ou de rester.

Ces deux conditions sont suffisantes pour résoudre ce jeu.

#### *Combinaison des deux jeux précédents*

Chaque créancier bénéficie de deux options – fuir ou rester – leur anticipation concernant ce qu'ils peuvent recouvrer en cas de défaut est endogénéisée et basée sur le résultat du jeu de restructuration,  $\theta - 2f - l_k$ .

Ce résultat est intuitivement évident, mais difficile à montrer. Plus faible est la valeur de recouvrement espérée, plus faible est le seuil de vote, et plus les créanciers sont enclins à fuir en  $t_1$ .

#### *Détermination du taux d'intérêt et du seuil de vote*

Le taux d'intérêt qui est déterminé *ex ante* reflète la probabilité de crise,  $\theta^* / b$ .

Le débiteur opère le premier pour fixer le seuil de vote essayant de prendre en compte tous les effets ultérieurs.

#### *Les remarques à propos du choix du seuil de vote*

Intuitivement, le pays s'intéresse à trois paramètres :

- L'utilité en période normale – basée sur le paiement des intérêts –  $r$  ;
- L'utilité en période de restructuration – basée sur  $l_k$  ;
- La probabilité de crise,  $\theta^* / b$

Les auteurs montrent dans cet article que les effets intermédiaires sont les suivants :

- augmenter le seuil de vote abaisse le taux d'intérêt ;
- augmenter le seuil de vote abaisse les coûts des créanciers ;
- augmenter le seuil de vote abaisse le seuil critique des fondamentaux.

Suite au succès de la première émission de dette assortie de CAC sur la place new-yorkaise par le Mexique en 2003, d'autres pays émergents ont décidé de suivre cette voie. La plupart des pays ont opté pour un seuil de vote de 75%, hormis le Brésil, le Belize et le Venezuela. Peu de temps après le Mexique, le Brésil émet une dette libellée en dollars américains sous juridiction new-yorkaise porteuse de CAC, mais contrairement au Mexique, il fixe son seuil de vote de la clause d'action à la majorité à 85%, suivant les recommandations de l'IAD. Le Brésil explique son choix par la classification de sa dette dans la catégorie *spéculative* par les trois agences de notation que sont Standard & Poor's, Moodys et Fitch. Le Brésil étant un pays associé à un risque de défaut élevé, il décide de fixer son seuil à un niveau supérieur afin de rassurer les investisseurs sur sa volonté de ne pas défaillir. Cependant, d'autres

pays dans le même cas de figure que le Brésil ont préféré suivre la position du Mexique, comme la Turquie et le Pérou par exemple. Les obligations nouvellement émises n'ayant pas enregistré de prime de risque, le Brésil est revenu sur le niveau de son seuil un an après, lors d'une nouvelle adjudication, pour le porter à 75%.

Les investisseurs semblant peu sensibles au niveau du seuil de vote, les 75% devraient représenter un standard de marché. Par contre, l'émetteur devrait avoir le pouvoir de modifier le seuil de vote quand cela est nécessaire. Suite à un événement de crédit prédéfini, par exemple la dégradation du rating de la dette libellée en devises, le pays pourrait abaisser son seuil de vote afin de s'assurer une restructuration plus efficiente en cas de défaut.

Le fait de permettre à l'émetteur d'ajuster son seuil de vote à la majorité qualifiée qui porte sur l'amendement des termes du contrat en fonction de l'état de ses fondamentaux, revient à rendre les contrats de dette contingents aux états de la nature. L'adaptation des conditions de financement à la réalisation d'un état de la nature existe dans les obligations *corporate via* l'introduction de clauses contingentes, notamment les clauses de coupons *step-up* (Cf. Encadré 14). Elles se définissent de la manière suivante :

*« Les clauses contingentes sont l'ensemble des dispositions présentes dans les contrats d'émission obligataire ou dans les accords de financement bancaire, dont l'activation, déclenchée par la survenance d'un événement de crédit prédéfini, entraîne une modification substantielle des conditions initiales dans lesquelles le financement a été consenti. »* (Levy, 2002, page 103).

Les conséquences d'une modification des conditions initiales de financement sont par exemple le paiement du coupon à la période suivante et non à la période présente.

- Une entreprise émet une dette sous forme d'obligations. Elle doit verser au 31 décembre 2009 le coupon à un investisseur. Sa note vient d'être dégradée. Le contrat prévoit que si sa note est dégradée, le paiement du coupon se fera non pas au 31 décembre 2009 comme l'échéancier initial le prévoyait mais au 31 juin 2010.

L'événement de crédit prédéfini est la dégradation de la note de l'émetteur par une ou plusieurs agences de notation. En effet, la modification des conditions initiales de financement fait suite à la dégradation de la note par une ou plusieurs agences de notation (cela dépend des spécifications du contrat à l'émission).

Dans notre cas, la modification des conditions initiales de financement est le contrat de dette restructurée (principal, intérêt, échéance, devises ...) et le déclencheur de l'indexation est également la dégradation du rating de la dette souveraine par les agences de notation.

La notation de la dette souveraine libellée en devises, et depuis quelques années en monnaie locale, est un reflet de la capacité du pays à honorer le service de sa dette (principal et intérêt) tel qu'il est prévu par les termes du contrat (échéance). Si les ratings produits par les agences de notations prédisent faiblement les crises monétaires, elles performant relativement bien pour prédire les défauts souverains (Reinhart, 2002)<sup>73</sup>. Suite à l'avènement d'une crise, les agences de notation ont tendance à dégrader les notes. La production de rating a donc un caractère procyclique. La crise engendre une hausse de la probabilité de défaut, par conséquent il est assez logique que les notes soient un bon indicateur des défauts.

---

<sup>73</sup> La faible capacité prédictive des ratings peut s'expliquer en partie par les méthodologies employées par les agences de notations pour les établir. Les agences ont tendance à surestimer les indicateurs macroéconomiques traditionnels et à sous-estimer les indicateurs de liquidité, notamment.

#### *Encadré 14. Les clauses contingentes dans les obligations corporate*

Le recours à ce type de clause s'explique par la montée de l'endettement des entreprises, notamment dans le secteur des nouvelles technologies. Leur utilisation grandissante s'explique aussi bien du côté de la demande, que du côté de l'offre.

- Du côté de la demande, *i.e.* des prêteurs, l'inclusion de ces clauses leur offre une protection contre une dégradation de la qualité du crédit et une réduction des asymétries d'information. Par conséquent, les créanciers sont prêts à accepter des coupons plus faibles.
- Du côté de l'offre, *i.e.* les emprunteurs, elles permettent une diversification plus grande de leur source de financement et limitent le coût immédiat de leur endettement.

L'inclusion de ce type de clause dans les contrats obligataires représente également un instrument de négociation en cas de défaut.

On dénombre trois grandes catégories de clauses.

- Les dispositions en matière de garanties, lettres de crédit et cautionnement qui, suite à leur déclenchement, entraînent une incidence en termes de coût d'opportunité du capital.
- Les grilles de tarification ou d'ajustement des taux d'intérêt ou des coupons qui, une fois activées, engendrent une augmentation mécanique du coût du capital.
- Les clauses d'accélération (qui peuvent également être présentes dans les contrats de dette obligataire souveraine), qui peuvent générer un accroissement du coût du capital ajouté à un besoin immédiat de capitaux supplémentaires.

##### *Un cas particulier : la clause de coupon step-up*

L'activation de ce type de clause repose sur l'évolution de la notation décernée par les agences de notation internationales à l'entreprise émettrice et celle liée au comportement de certains de ses ratios financiers.

*« Les obligations assorties de coupon step-up se caractérisent par un coupon prédéterminé qui est susceptible d'être augmenté en cas d'abaissement de la notation de l'émetteur, selon des règles prédéfinies : en cas de dégradation de la notation au-delà d'un certain seuil, le taux de coupon servi les années suivantes sera augmenté d'une fraction convenue à l'origine. » (Levy, *op. cit.*)*

Des conditions particulières régissent leur activation ; elles varient d'une émission à une autre. Trois conditions sont à prendre en compte : le déclencheur (trigger) du step-up, l'entrée en vigueur de la modification du step-up et l'amplitude du step up.

Nos propos peuvent être illustrés en comparant les obligations émises par Deutsche Telecom et France Télécom (Lévy, *op. cit.*).

	<i>Deutsche Telecom</i>	<i>France Telecom</i>
Déclencheur	Dégradation par deux agences minimum	Dégradation par une seule agence
Entrée en vigueur de la modification	N+1	N+1
Amplitude	50 points de base si dégradation de la note en deçà d'un niveau prédéterminé (BBB+/A3)	25 points de base à chaque dégradation de la notation en deçà d'un niveau prédéterminé (A-/A3)

Néanmoins, l'activation des clauses contingentes (par l'emprunteur ou le prêteur) peut aboutir à des résultats contraires à ceux initialement poursuivis (c'est-à-dire l'octroi d'une plus grande sécurité), pour trois raisons.

Premièrement, dans le cas des clauses de coupon step-up, le déclencheur est la dégradation du rating par les agences de notation, dont on peut souligner la procyclicité de leur production. L'activation des clauses peut donc engendrer un cercle vicieux, transformant un épisode d'illiquidité en crise d'insolvabilité.

Deuxièmement, l'intégration d'une valeur d'option modifie l'évaluation du risque, aussi bien pour les agences de notation que pour les investisseurs (en raison de la présence d'asymétrie d'information, en effet peu d'investisseurs connaissent l'existence de ces clauses, ou leur fonctionnement exact).

Enfin, le sentiment procuré par la présence de ces clauses dans les obligations *corporate* peut inciter à une moindre vigilance des investisseurs dans leur appréciation du risque et leur décision de financement.

*Après avoir présenté les principaux résultats de la littérature relative aux CAC, trois conclusions s'imposent.*

- *La présence des CAC permet une restructuration plus efficiente.*
- *La présence des CAC ne semble pas accroître le coût de financement des pays qui les adoptent.*
- *Le seuil de vote dépend essentiellement d'un facteur : la solvabilité de l'émetteur.*

*Ainsi, il est envisageable de proposer des contrats de dette uniformes, mais de pouvoir les rendre contingents en cas de dégradation des conditions*



*économiques, laquelle est matérialisée par un abaissement du rating souverain.*

## 2. Présentation du modèle : vers une révision des seuils de vote à la majorité qualifiée

La présente sous-partie présente notre modèle d'indexation du seuil sur la variation du rating souverain, puis propose son interprétation à partir des pays ayant adopté les CAC.

### 2.1. Cadre analytique

#### (i) Présentation du jeu

Soit un pays émergent qui finance un projet domestique<sup>74</sup> au moyen de l'endettement externe en devises. Nous pensons aux pays de type sud-américain<sup>75</sup>, offreurs importants d'obligations souveraines internationales, en raison des explications fournies au chapitre 1, qui s'endettent en dollars. Le raisonnement se déroule sur une période  $T$  subdivisée en quatre sous périodes  $t_0, t_1, t_2, t_3$ .

En  $t_0$ , les Autorités du pays émettent une dette sous forme d'obligations libellées en devises incluant des CAC standards. Le seuil de vote de la clause d'action à la majorité qualifiée est fixé à 75%. Nous faisons le choix d'un seuil de 75% en partant du principe que l'emprunteur souverain suit les

---

<sup>74</sup> Nous entendons par financement d'un projet domestique le financement d'un bien public. Dans ce cadre, le pays affecte la totalité de son emprunt à la réalisation du projet domestique. D'autres cadres d'analyse, notamment celui de Weinschelbaum & Wynne (*op. cit.*), décident de ventiler l'emprunt en deux catégories : les dépenses productives (facteur de croissance à long terme) et les dépenses improductives (renflouement des déficits, impact à court terme).

<sup>75</sup> Le raisonnement *a priori* peut s'appliquer aux pays émergents d'Europe centrale et orientale (PECO), pour lesquels la dette à court terme et/ou en devises (euro) est importante, mais en raison du processus d'adhésion à l'euro, nous préférons raisonner à partir des pays latino-américains.

recommandations prescrites par le FMI et le G10. Cette hypothèse est corroborée par les faits à quelques exceptions près, notamment le Brésil qui au départ avait fait le choix d'un seuil à 85%, mais qui depuis l'a abaissé à 75% (Cf. *supra*). La dette s'élève à un montant ( $D$ ), souscrite entièrement par des investisseurs internationaux ( $N$ )<sup>76</sup>, avec  $D > 0$ , répartie équiproportionnellement entre les investisseurs.

En  $t_1$ , ces investisseurs reçoivent tous la même information : la notation de la dette souveraine libellée en devises, par les agences de notation. A partir de cette information, qui traduit une amélioration, une dégradation, ou une stagnation de la situation de l'emprunteur, les créanciers décident simultanément de refinancer la dette ou pas. Une part ( $x$ ) des créanciers ne refinance pas la dette, leur remboursement implique un coût de liquidation pour le pays, et une part ( $1-x$ ) décide de renouveler ses engagements. Deux spécifications du rating sont possibles.

- Le rating reste inchangé, voire augmente. La dette est entièrement refinancée par les investisseurs internationaux. Nous appelons cette configuration le cas standard ( $x = 0$ ).
- Le rating baisse, une partie des investisseurs internationaux ne refinance pas la dette ( $x > 0$ ). Nous appelons cette configuration le cas *downgrade*.

En  $t_2$ , la part  $(1-x)$  des investisseurs internationaux récupèrent  $D$  et un taux d'intérêt ( $r_i$ ), avec  $r_i \in [0,1]$ . Le projet domestique procure au pays un rendement ( $R$ )<sup>77</sup>, avec  $R > 1$ .

---

<sup>76</sup> Avec  $N = 1, \dots, n$

(ii) Première partie du jeu : le refinancement de la dette

Le cas standard ( $x = 0$ )

La note est inchangée voire augmente, les investisseurs pensent que l'emprunteur souverain assurera le service de sa dette sans remettre en cause ses fondamentaux. Nous déterminons les paiements du pays et de ses créanciers en  $t_2$  (Cf. Tableau 16).

Soit  $E_s$ , l'expression du gain de l'emprunteur souverain en  $t_2$  :

$$E_s = RD - r_i D - D, \text{ avec } E > 0$$

$$E_s = D(R - r_i - 1)$$

Le rendement du projet permet de rembourser la totalité de l'emprunt (principal et intérêt) aux créanciers et de dégager un gain net pour l'Etat.

Soit  $I_s$  et  $I_{sj}$ , l'expression du gain des investisseurs et d'un investisseur ( $j$ ) en  $t_2$  :

$$I_s = Dr_i \quad \text{et} \quad I_{sj} = \frac{Dr_i}{n}$$

---

<sup>77</sup> Par simplification, nous estimons que le projet domestique procure un rendement en  $t_2$ . Cependant, nous devons préciser que dans le cas de la réalisation de biens publics, les retombées économiques peuvent se concrétiser sur une échéance plus longue.

Tableau 16. Matrice des paiements pour le cas standard

	Paiement
Pays	$E_S = D(R - r_i - 1)$
Créanciers	$I_S = Dr_i$ $I_{S1} = \frac{Dr_i}{n}$

Le cas downgrade ( $x > 0$ )

Dans le cas où la note est dégradée, les investisseurs anticipent un futur défaut de l'emprunteur souverain et une partie ( $x$ ) des créanciers décide de ne pas renouveler ses engagements. Le pays fait face à un non renouvellement des crédits d'un montant ( $xD$ ), qui implique un coût de liquidation ( $K$ ), avec  $K > R$ .

Soit  $E_D$ , l'expression du gain de l'emprunteur souverain (Cf. Tableau 17).

$$E_D = (1-x)RD - (1-x)r_i D - (1-x)D + \left[ \frac{xDR}{K} - xD \right]$$

$$E_D = (1-x)(RD - r_i D - D) + xD \left( \frac{R}{K} - 1 \right)$$

$$E_D = (1-x)D(R - r_i - 1) + xD \left( \frac{R}{K} - 1 \right)$$

Le 1<sup>er</sup> terme est positif, par contre le second terme est négatif pour deux raisons :  $\left(\left(\frac{R}{K}-1\right) < 0\right)$  et  $(xD)$  est positif<sup>78</sup>.

Par conséquent, deux équilibres sont possibles : soit le gain  $A_D$  est positif ou nul, soit négatif. Le gain de l'émetteur est donc une fonction du rendement du projet, du coût de liquidation et de la part des investisseurs internationaux qui ne refinancent pas la dette.<sup>79</sup>

Alors, si le coût de liquidation n'est pas suffisamment important pour remettre en cause le service de la dette, ses recettes sont supérieures au décaissement nécessaire au remboursement de la dette.

$$(1-x)D(R-r_i-1) \geq \left|xD\left(\frac{R}{K}-1\right)\right|$$

Le pays est considéré comme solvable.

$$(1-x)D(R-r_i-1) + xD\left(\frac{R}{K}-1\right) \geq 0$$

Soit  $I_D$  l'expression du gain des créanciers :

$$I_D = (1-x)Dr_i$$

Soit  $I_{Dj}$  l'expression du gain d'un créancier :

---

<sup>78</sup>  $\frac{R}{K} < 1$  car  $K > R$ .

<sup>79</sup> L'expression de la fonction du gain de l'émetteur est :  $A_D = f(R, K, x)$

$$I_{Dj} = \frac{(1-x)Dr_i}{n}$$

Bien que la solvabilité de l'emprunteur est supérieure dans le cas standard, les emprunteurs sont à même de rembourser leurs créanciers sur la base du contrat fixé initialement.

Mais, si le coût de liquidation dégrade fortement la solvabilité de l'emprunteur, ses recettes sont inférieures au décaissement nécessaire pour honorer le service de la dette.

$$(1-x)D(R-r_i-1) < \left| xD \left( \frac{R}{K} - 1 \right) \right|$$

Le pays est considéré comme insolvable.

$$(1-x)D(R-r_i-1) + xD \left( \frac{R}{K} - 1 \right) < 0$$

Dans ce cas, les créanciers enregistrent une perte nette ( $B'_D < 0$ ). Nous sommes bien en présence d'un défaut de coordination des créanciers, car chacun agit stratégiquement, ce qui pénalise l'ensemble des parties, soit un cas classique de dilemme du prisonnier. Sous cette configuration, l'emprunteur souverain est condamné à prononcer le défaut sur sa dette souveraine extérieure.

*(iii) Seconde partie du jeu : la restructuration de la dette*

Après avoir prononcé le défaut, le pays entame une procédure de restructuration<sup>80</sup> de sa dette. Il choisit, au moment de l'émission, comme base de calcul de vote le montant principal qui reste dû au déclenchement du défaut (*outstanding approach*), (Cf. Encadré 15).

**Encadré 15. Les deux approches déterminant la base d'investisseurs à laquelle s'applique le vote**

La première méthode, celle que nous retenons pour notre modèle, est la référence dans les contrats de dette gouvernés par la juridiction de l'Etat de New-York. La base de calcul est la valeur du principal dû au déclenchement du défaut. Prenons l'exemple d'un pays qui a emprunté 100 unités. Au moment du défaut, il reste 80 unités à rembourser à ses créanciers. Lors de la restructuration, il ne peut leur proposer que 70 unités. Les votes successifs s'appliqueront non pas aux 70 unités mais aux 80. Pour un seuil fixé à 75%, l'amendement des termes du contrat initial sera accepté si les suffrages réunissent 60 unités (*i.e.* 75% des investisseurs qui acceptent la modification du contrat représentent 60 unités).

La seconde méthode est celle dite du quorum, elle est utilisée dans les contrats de dette régis par la loi britannique. La base de calcul est le montant représenté par les créanciers lors du vote. Reprenons l'exemple précédent. Si 80 unités sont représentées lors du vote, le résultat est le même que dans l'approche précédente. Si seulement 70 unités sont représentées, le résultat tombe à 52,20 unités.

Deux critiques peuvent être faites à la seconde approche, bien qu'elle permette de sécuriser plus facilement une base d'investisseurs pour l'emprunteur souverain :

- la nécessité de réunir les créanciers de manière physique ;
- la faiblesse possible de la base de calcul.

Ces deux critiques ne sont plus pertinentes si l'emprunteur stipule un quorum identique au seuil de vote de la clause d'action à la majorité qualifiée dans son contrat de dette\*.

\* C'est notamment le cas pour les contrats du Mexique, de l'Uruguay, de la Colombie, du Chili, de l'Afrique du Sud, de la Corée du Sud et de l'Italie.

<sup>80</sup> Nous rappelons que la restructuration d'une dette s'apparente aux opérations réalisées conjointement par le débiteur et ses créanciers et permettant une modification du profil du service de la dette dans le but d'en réduire la charge. Parmi ces opérations, nous avons :

- les remises de dette qui consiste à annuler le remboursement du principal arrivant ou non à échéance, à une remise d'intérêt ou à réduire les taux d'intérêt ;
- les rééchelonnements qui sont des différés officiels de la totalité (ou d'une partie) des paiements exigibles au titre au service de la dette pour un (ou plusieurs prêts) sans influencer sur la valeur finale ;
- les refinancements.



Le pays joue le premier et propose l'offre suivante à ses créanciers. Soit  $O$  l'expression de cette offre :

$$O = \gamma D + \gamma D \alpha r_i$$

$$O = \gamma D (1 + \alpha r_i)$$

avec  $\gamma \in ]0,1[$  et  $\alpha \in ]0,1[$ .

Par conséquent, la restructuration s'apparente d'une part à une remise de dette car ( $\gamma D < D$ ) et d'autre part à une réduction du taux d'intérêt car ( $\alpha r_i < r_i$ ). Alors que le pays réduit le profil de sa dette, les investisseurs font face à une baisse de leurs créances et de leur rendement.

Le défaut s'accompagne de coûts « fixes » pour le pays :

- Un coût en termes de réputation ( $\Delta$ ) qui est fonction des remboursements antérieurs ( $B_{t-1}$ ) effectués par le pays.
- Un coût en termes de croissance ( $\theta$ ).

Les créanciers jouent en seconde position et votent la proposition du souverain. Deux configurations sont possibles :

- La première, les créanciers acceptent la proposition, la dette peut être restructurée.
- La seconde, les créanciers rejettent l'offre. Dans ce cas, le pays ainsi que les investisseurs font face à des coûts supplémentaires. Le pays supporte un coût de délai ( $d$ ) et un coût en termes de croissance supérieur à celui en cas de restructuration, donc  $\theta(1+\psi) > \theta$ . Les

( $c$ ) qui comprend les coûts de délai, de recherche d'information et de frais de représentation. Les coûts subis par le souverain sont supérieurs à ceux de ses créanciers en cas de refus de restructurer, avec  $d > c$ .

*Première configuration : l'offre de restructuration est acceptée*

Les créanciers acceptent l'offre faite par le pays. Le jeu est terminé, nous pouvons donc en déduire les paiements finaux ainsi que le coût du défaut (Cf. Tableau 17).

Soit  $E_R$ , l'expression du gain du pays, qui est la différence entre ce qu'il avait au moment du défaut, et l'offre et les coûts.

$$E_R = (1-x)D(R-r_i-1) + xD\left(\frac{R}{K}-1\right) - \gamma D(1+\alpha r_i) - \Delta B_{t-1} - \theta$$

Soit  $I_R$ , l'expression du gain des créanciers :

$$I_R = \gamma D \alpha r_i$$

La clause de partage assure à chaque créancier le paiement suivant :

$$I_{Rj} = \frac{\gamma D \alpha r_i}{n}$$

*Seconde configuration : l'offre de restructuration est rejetée*

Les créanciers refusent l'offre du pays (ils sont donc au minimum 25%). La probabilité de refus des créanciers est d'autant plus grande que  $\gamma \rightarrow 0$  et  $\alpha \rightarrow 0$ , donc  $proba(refus) = f(\gamma, \alpha)$ .

La probabilité de refuser dépend donc de l'offre en elle-même, mais également du comportement des investisseurs (Cf. Tableau 18). Le *continuum* de créanciers est divisé en trois grandes catégories :

- Les investisseurs multilatéraux, *a priori* d'accord pour restructurer, qui représentent un quart de l'ensemble des créanciers.
- Les investisseurs publics bilatéraux, qui suivent les décisions des précédents, représentent également un quart de l'ensemble des créanciers.
- Les investisseurs privés, qui comptent pour la moitié de l'ensemble des créanciers et sont eux-mêmes divisés en trois catégories égales. Une première catégorie refuse tout accord de restructuration, car elle espère que son gain sera supérieur à celui en cas d'accord de restructuration et tendra vers le gain  $I_D$  ; nous les appelons les créanciers dissidents. Une deuxième catégorie accepte tout accord de restructuration, car elle espère que son gain sera supérieur à celui en cas de refus ; nous les appelons les créanciers *volontaires*. Enfin, une troisième catégorie est indifférente entre le fait de restructurer ou pas. Cette catégorie rallie les créanciers dissidents, si elle considère que l'offre faite n'est pas crédible, autrement dit si elle soupçonne un défaut *opportuniste* ; nous les appelons les créanciers indifférents.

Les créanciers qui acceptent de restructurer la dette représentent deux tiers des suffrages. Les créanciers qui refusent de restructurer la dette représentent un sixième des suffrages.

Dans le cas d'un seuil de vote fixé à 75% (le choix du souverain à l'émission), les voix des créanciers *volontaires* ne suffisent pas à assurer l'issue du vote et les voix des créanciers dissidents ne suffisent pas à faire échouer le vote. Les deux catégories sont obligées de rechercher l'appui des créanciers *indifférents*.

**Tableau 17. Répartition du poids des créanciers dans la détention de la dette**

	<i>Créanciers multilatéraux (1/4)</i>	<i>Créanciers bilatéraux (1/4)</i>	<i>Créanciers privés (1/2)</i>		
Action	Volontaires (1/4)	Volontaires (1/4)	Volontaires (1/3)	Dissidents (1/3)	Indifférents (1/3)
Poids	1/4	1/4	1/6	1/6	1/6
Conversion	3/12	3/12	2/12	2/12	2/12

Si les investisseurs refusent l'offre, le gain du pays est inférieur à celui procuré par la restructuration pour deux raisons : premièrement, la recherche des créanciers réduit la marge de manœuvre du pays (mécaniquement), deuxièmement, il fait face à des coûts additionnels.

Afin de réduire la probabilité de refus, le souverain a deux options :

- celle qui prévaut à l'heure actuelle. L'emprunteur souverain augmente l'offre de départ afin de rallier les investisseurs récalcitrants, mais au risque de défaillir sur d'autres instruments (*cross default*) et de ne pas rétablir la soutenabilité de la dette à moyen/long terme. L'augmentation se caractérise souvent par l'émission de nouvelles obligations assorties de liquidités et/ou le choix entre plusieurs options ;
- celle que nous proposons. Le souverain modifie son seuil de vote sur la variation de la note. Il abaisse son seuil à 66<sup>2/3</sup>%, afin de sécuriser une base d'investisseurs. Dans le cas d'un seuil révisé, les voix des créanciers *indifférents* n'ont plus d'impact sur l'issue du scrutin. La

Afin de démontrer que l'abaissement du seuil de vote procure une augmentation du bien-être, *i.e.* une réduction des coûts du défaut pour l'ensemble des parties (à probabilité de défaut inchangé), nous présentons et comparons les résultats pour les hypothèses du seuil standard (75%) et du seuil révisé (66<sup>2/3</sup>%).

*(iv) Les résultats*

L'espérance de gain des créanciers revient à sommer l'espérance de gain dans le bon état (*i.e.* la restructuration) qui se produit avec la probabilité ( $p$ ) et l'espérance de gain dans le mauvais état (*i.e.* le refus de restructurer) associée à une probabilité ( $1-p$ ). Soit  $E(G_C)$ , l'expression du gain des créanciers :

$$E(G_C) = pI_R + (1-p)I_{AR}$$

Nous suivons le même raisonnement pour calculer l'espérance de gain de l'emprunteur souverain. Soit  $E(G_P)$ , l'expression de son gain :

$$E(G_P) = pE_R + (1-p)E_{AR}$$

Enfin, nous additionnons les espérances de gains des créanciers et de l'emprunteur souverain, afin d'obtenir l'espérance agrégée. Soit  $E(G)$ , l'expression de cette espérance :

$$E(G) = E(G_C) + E(G_P)$$

*Hypothèse 1 : le seuil standard*

L'emprunteur souverain au moment de la publication de la note décide de ne pas modifier son seuil, comme c'est le cas à l'heure actuelle. Les probabilités sont :

$$p = \frac{1}{4} \qquad (1-p) = \frac{3}{4}$$

$$E(G_{I1}) = \frac{1}{4} Dr_i (\gamma\alpha + 3 - 3x) - \frac{3}{4} c$$

$$E(G_{E1}) = D \left( R - r_i - 1 - xR + xr_i + \frac{xR}{K} \right) - \Delta B_{t-1} - \theta - \frac{1}{4} [\gamma D (1 + \alpha r_i)] - \frac{3}{4} (\theta\psi + d)$$

$$E(G_1) = D \left[ R \left( 1 - x + \frac{x}{K} \right) - 1 + \frac{1}{4} (r_i x - r_i - \gamma) \right] - \Delta B_{t-1} - \theta - \frac{3}{4} (c + \theta\psi + d)$$

*Hypothèse 2 : le seuil révisé*

L'emprunteur souverain révisé son seuil à la baisse au moment de la publication de la note. La modification du seuil induit un changement des probabilités :

$$p = \frac{1}{3} \qquad (1-p) = \frac{2}{3}$$

$$E(G_{I2}) = \frac{1}{3} Dr_i (\gamma\alpha + 2 - 2x) - \frac{2}{3} c$$

$$E(G_{E2}) = D \left( R - r_i - 1 - xR + xr_i + \frac{xR}{K} \right) - \Delta B_{t-1} - \theta - \frac{1}{3} [\gamma D (1 + \alpha r_i)] - \frac{2}{3} (\theta\psi + d)$$

$$E(G_2) = D \left[ R \left( 1 - x + \frac{x}{K} \right) - 1 + \frac{1}{3} (r_i x - r_i - \gamma) \right] - \Delta B_{t-1} - \theta - \frac{2}{3} (c + \theta \psi + d)$$

Nous avons calculé les espérances de gain pour l'emprunteur souverain, les créanciers et le niveau agrégé pour les hypothèses 1 et 2. Par la suite, nous comparons les résultats pour les deux scénarii, dans le but de montrer que la révision du seuil est préférable au statu quo.

### *Comparaison des deux hypothèses*

#### L'emprunteur

En comparant  $E(G_{P1})$  et  $E(G_{P2})$ , nous obtenons une différence en faveur du seuil standard et une différence en faveur du seuil révisé. En laissant le seuil à son niveau original, l'emprunteur souverain réalise un gain en termes d'offre de restructuration du montant suivant :

$$\frac{1}{12} \gamma D (1 + \alpha r_i),$$

mais en abaissant son seuil de vote, il réalise un gain en termes de coûts du montant suivant :

$$\frac{1}{12} (\theta \psi + d).$$

*Conclusion – L'adoption d'un seuil de vote plus faible permet à l'emprunteur souverain de réduire les coûts, mais nécessite de proposer une offre de restructuration supérieure.*

#### Les créanciers

En comparant  $E(G_{C1})$  et  $E(G_{C2})$ , nous obtenons une différence en faveur du seuil révisé. Les créanciers réalisent un gain du montant suivant :

$$\frac{1}{12}Dr_i(\gamma\alpha - 1 + x) + \frac{1}{12}c.$$

*Conclusion – L'adoption d'un seuil de vote plus faible est préférable pour les créanciers. En effet, abaisser le seuil permet de coordonner davantage les créanciers. La stratégie coopérative l'emporte sur la stratégie non coopérative.*

#### Le niveau agrégé

En comparant  $E(G_1)$  et  $E(G_2)$ , nous obtenons deux différences en faveur du seuil révisé. Soit  $C_1$  et  $C_2$  leur expression :

$$C_1 = \frac{1}{12}(r_i x - r_i - \gamma),$$

$$C_2 = \frac{1}{12}[c + \theta\psi + d].$$

Nous additionnons ( $C_1$ ) et ( $C_2$ ), soit  $C$  ce résultat :

$$C = \frac{1}{12}[c + \theta\psi + d + r_i(x - 1) - \gamma].$$

$C$  correspond au montant du gain pour les deux parties procuré par l'abaissement du seuil de vote.



*Conclusion – L’adoption d’un seuil de vote plus faible est avantageuse pour les deux parties.*

*La révision du seuil de vote de la clause d’action à la majorité qualifiée, conditionnellement à la détérioration des conditions économiques de l’emprunteur souverain (i.e. dégradation du rating), produit un résultat supérieur à celui en statu quo en termes de bien-être global, du fait de l’élimination des stratégies dissidentes.*

*Ce résultat valide le régime d’indexation du seuil de vote, ce qui par la suite nous permet d’appliquer rétroactivement le modèle à un groupe de pays ayant adopté les CAC.*

Tableau 18. Matrice des paiements pour le cas dégradation de la note

tel-00596652, version 1 - 7 Jun 2011

<i>Dégradation de la note</i>		
<i>Solvable</i>	<i>Insolvable</i>	
	<i>Restructuration</i>	<i>Absence de restructuration</i>
$E_D = (1-x)D(R-r_i-1) - xD\left(1 - \frac{R}{K}\right)$ <p>avec <math>E_D \geq 0</math></p>	$E_R = (1-x)D(R-r_i-1) - xD\left(1 - \frac{R}{K}\right) - \gamma D(1 + \alpha r_i) - \Delta B_{t-1} - \theta$	$E_{AR} = (1-x)D(R-r_i-1) + xD\left(\frac{R}{K} - 1\right) - \Delta B_{t-1} - \theta(\psi + 1) - d$
$I_D = (1-x)Dr_i$ $I_{Dj} = \frac{(1-x)Dr_i}{n}$	$I_R = \gamma D\alpha r_i$ $I_{Rj} = \frac{\gamma D\alpha r_i}{n}$	$I_{AR} = (1-x)Dr_i - c$ $I_{ARj} = \frac{(1-x)Dr_i - c}{n}$

Tableau 19. Matrice des espérances de gain

	Hypothèse n°1 : 75%	Hypothèse n°2 : 66 <sup>2/3</sup> %
$E(G_{E1}) = D \left( R - r_i - 1 - xR + xr_i + \frac{xR}{K} \right) - \Delta B_{t-1} - \theta - \frac{1}{4} [\gamma D (1 + \alpha r_i)] - \frac{3}{4} (\theta \psi + d)$	$E(G_{E2}) = D \left( R - r_i - 1 - xR + xr_i + \frac{xR}{K} \right) - \Delta B_{t-1} - \theta - \frac{1}{3} [\gamma D (1 + \alpha r_i)] - \frac{2}{3} (\theta \psi + d)$	
$E(G_{I1}) = \frac{1}{4} Dr_i (\gamma \alpha + 3 - 3x) - \frac{3}{4} c$	$E(G_{I2}) = \frac{1}{3} Dr_i (\gamma \alpha + 2 - 2x) - \frac{2}{3} c$	
$E(G_1) = D \left[ R \left( 1 - x + \frac{x}{K} \right) - 1 + \frac{1}{4} (r_i x - r_i - \gamma) \right] - \Delta B_{t-1} - \theta - \frac{3}{4} (c + \theta \psi + d)$	$E(G_2) = D \left[ R \left( 1 - x + \frac{x}{K} \right) - 1 + \frac{1}{3} (r_i x - r_i - \gamma) \right] - \Delta B_{t-1} - \theta - \frac{2}{3} (c + \theta \psi + d)$	

## 2.2. L'application du modèle

La possible indexation du seuil de vote à la majorité qualifiée sur la dégradation du rating de la dette souveraine, à moyen/long-terme et en devises, est observée pour un ensemble de pays émergents ayant adopté les clauses d'actions collectives.

### *(i) Sources des données et méthodologie*

#### *Sources des données*

Les pays étudiés sont les mêmes que ceux présentés dans les travaux de Drage & Hovaguimian (2004), relatifs à la généralisation des CAC dans les contrats de dette new-yorkais, menés au sein de la Banque d'Angleterre (*Cf.* Annexe 3). Nous excluons de l'échantillon l'Italie et l'Angleterre (n'étant pas des pays émergents, mais y ajoutons la Russie et l'Argentine<sup>81</sup>). Le choix de la Russie se justifie par son défaut de 1998, caractérisé par un risque de système (LTCM) et de contagion aux autres marchés financiers émergents (Brésil). La sélection de l'Argentine s'explique par son défaut de 2001, qui contrairement à la Russie n'a pas eu de conséquence systémique, ni d'effet de contagion, exception faite de l'Uruguay. Dans le cas de l'Argentine, c'est davantage l'échec de la restructuration qui nous intéresse.

Par conséquent, la liste des pays retenus est la suivante : Afrique du Sud, Argentine, Brésil, Belize, Chili, Colombie, Corée du Sud, Mexique, Panama, Pologne, Russie, Turquie, Uruguay, Venezuela.

Les données utilisées pour les ratings proviennent des agences de notation Standard & Poors et Fitch (*Cf.* Annexe 4 et 5) :

---

<sup>81</sup> La Russie émet sur la Place de Londres, par conséquent ses contrats de dette sont porteurs de CAC. L'Argentine émet sur la Place new-yorkaise, mais a inclus les CAC lors de la restructuration de sa dette (2001-2005).

- Standard & Poors, Rating Direct, Research, Sovereign Ratings History Since 1975, 3 janvier 2007;
- Standard & Poors, Rating Direct, Sovereign Ratings And Country T&C Assessments, 4 octobre 2007;
- Standard & Poor's, Rating Direct, Sovereign Ratings And Country T&C Assessments, 15 octobre 2008;
- Standard & Poor's, Rating Direct, Sovereign Ratings And Country T&C Assessments, 1<sup>er</sup> juillet 2009;
- Fitch Ratings, Complete Sovereign Rating History, 5 novembre 2009.

### *Méthodologie*

A partir des données présentées dans les annexes 4 et 5, nous avons converti les données alphanumériques utilisées par Standard & Poor's et Fitch en données numériques afin de pouvoir construire deux graphiques pour chacun des pays comprenant chacun quatre informations : l'évolution de la notation de la dette souveraine, l'évolution de la perspective de la note, la ligne de démarcation entre titre *Investissement* et titre *Spéculatif*, enfin la date d'inclusion des CAC dans les contrats de dette (Cf. Annexe 6).

Le but est de montrer à partir des graphiques :

- si l'introduction des CAC dans les obligations souveraines internationales a été sanctionnée par l'agence de notation ;
- à quel moment les pays auraient été susceptibles d'indexer leur seuil de vote à la majorité qualifiée et sous quelle configuration ;
- si les dégradations correspondent à des périodes de crises, y compris de crises de dette.

## *(ii) Résultats*

Les résultats seront présentés comme suit : nous analysons l'impact de l'introduction des CAC pour l'ensemble des pays de l'échantillon, puis nous présentons les résultats de l'indexation, dans le cas de S&P et de Fitch, et les configurations possibles (résumées sous la forme d'un tableau), pour les pays dont la note a été dégradée, sont donc exclus de l'échantillon l'Afrique du Sud, le Chili et la Pologne.

### *L'introduction des CAC*

Conformément à la volonté du G10 et du FMI, et dans la foulée du Mexique (février 2003), les pays émergents, soumis à la juridiction new-yorkaise, émettent pour la première fois leurs obligations souveraines internationales avec des CAC. Les contrats qui régissent les émissions sont un *savant mélange* entre les recommandations du secteur officiel et celles du secteur privé, à l'exception de l'Uruguay qui a suivi scrupuleusement l'avis officiel. En effet, l'Uruguay introduit les CAC dans les obligations qui naissent suite à la restructuration de sa dette.

Le secteur privé l'a notamment emporté sur le choix de l'administrateur du titre, c'est-à-dire l'appel d'un fiduciaire. Dans la pratique, la loi de gouvernance new-yorkaise implique le recours à un fiduciaire (*fiscal agent*), non à un mandataire (*trustee*) comme c'est le cas sous la loi britannique. Par conséquent, le tiers est un agent au service du débiteur souverain et n'a aucun pouvoir en ce qui concerne la représentation des créanciers.

Les Etats ont adopté les CAC *a minima*, i.e. les provisions qui définissent les CAC selon le FMI. Lorsque nous étudions les contrats en détail, nous nous apercevons qu'une grande liberté est laissée aux créanciers, notamment en

matière de poursuites du débiteur souverain devant les tribunaux. Parmi les oublis majeurs, nous notons la clause d'agrégation (*aggregation clause*) et la clause de partage<sup>82</sup> (*sharing clause*).

Lors de la première notation effectuée par les agences qui suit l'introduction des CAC pour l'échantillon étudié, aucune dégradation n'a été constatée, bien que sept pays sur douze aient leur dette souveraine classée dans la catégorie *spéculative* (l'Argentine, le Belize, le Brésil, la Colombie, le Panama, la Turquie, et le Venezuela). Un seul pays, l'Uruguay, a vu sa note abaissée par les deux agences de notation. Il faut noter, que l'évaluation fait suite à l'offre d'échange. La généralisation des CAC n'a donc pas créée de mouvement de défiance chez les agences, en ce sens les résultats rejoignent les conclusions de Gelpern (*op. cit.*). Cependant, il faut noter que les pays précités ont inclus les CAC entre 2003 et 2004, *i.e.* dans un environnement économique des plus favorables minimisant le risque souverain, par conséquent l'occurrence de crise de dette publique.

### L'Argentine

S&P a procédé à quatre vagues de dégradation pour les périodes suivantes (*Cf.* Annexe 7, Graphique B1) :

- 31 octobre 2000 – 14 novembre 2000. La première phase comprend une dégradation d'un cran ;
- 19 mars 2001 – 8 mai 2001. La seconde phase comprend deux évaluations : chacune d'un cran ;
- 6 juin 2001 – 6 novembre 2001. La troisième phase comprend quatre évaluations : une dégradation d'un cran, une d'un cran, une de trois

---

<sup>82</sup> L'omission de la clause de partage s'explique, comme nous l'avons montré dans le chapitre 3, par la double interprétation de la clause *pari passu*.

crans, enfin une de deux crans, qui aboutit au placement de la dette en défaut ;

- 2 octobre 2006 – 1<sup>er</sup> juillet 2009. La dernière phase comprend deux évaluations : chacune d'un cran.

*Conclusion – L'Argentine aurait pu indexer son seuil de vote à neuf reprises sous les configurations suivantes :*

- à sept reprises à partir d'un cran ;
- à une reprise à partir de deux crans ;
- à une reprise à partir de trois crans.

Fitch a procédé à une vague de dégradation de la note de la dette souveraine entre le 20 mars 2001 et le 3 décembre 2001 (Cf. Annexe 7, Graphique B2). L'agence a évalué la note à sept reprises : une dégradation d'un cran, une de deux crans, une de deux crans, une de deux crans, une de un cran, enfin une de un cran, qui aboutit au placement de la dette en défaut. Il faut noter qu'aujourd'hui l'Argentine est toujours placée dans la catégorie RD (*restriction default*).

*Conclusion – Le Gouvernement argentin aurait pu indexer son seuil de vote à six reprises sous les configurations suivantes :*

- à trois reprises à partir d'un cran ;
- à trois reprises à partir de deux crans.

#### **Configurations possibles du mécanisme d'indexation**

<b>Déclencheur (trigger)</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2006/2009</b>
Une agence / un cran	×	×	×



Deux agences / un cran		×	
Une agence / deux crans		×	
Deux agences / deux crans		×	
Une agence / trois crans		×	

Pour l'Argentine, la correspondance est établie, pour 2001, entre dégradation de la note souveraine et survenue d'une crise.

### Belize

S&P a procédé à trois vagues de dégradation de la note souveraine, pour les périodes suivantes (Cf. Annexe 7, Graphique C1):

- 18 septembre 2000 – 23 octobre 2001. La première phase comprend une évaluation : une dégradation d'un cran ;
- 25 juillet 2002 – 30 décembre 2002. La seconde phase comprend une évaluation : une dégradation d'un cran ;
- 20 juillet 2004 – 7 décembre 2006. La dernière phase comprend six évaluations : une dégradation d'un cran, une de un cran, une de deux crans, une de un cran, une de un cran, une de deux crans, qui aboutit au placement de la dette en défaut.

*Conclusion – Le Belize aurait pu indexer son seuil de vote à huit reprises sous les configurations suivantes :*

- à six reprises à partir d'un cran ;
- à deux reprises à partir de deux crans.

L'analyse pour l'agence Fitch n'est pas possible, car elle ne note pas l'Etat du Belize.

### Configurations possibles du mécanisme d'indexation

Déclencheur (trigger)	2000/2001	2002	2004/2006
Une agence / Un cran	×	×	×
Une agence / Deux crans			×

Depuis la fin des années 1990, le niveau d'endettement a augmenté de manière exponentielle. Suite à une catastrophe naturelle importante (ouragan) en 2006 et des conditions macroéconomiques désastreuses, les Autorités du Belize annonce leur volonté de restructurer leur dette extérieure en août 2006, dans le but d'éliminer le pic de remboursement prévu en 2007. La restructuration s'effectue en décembre 2006<sup>83</sup>. Dans ce cas, les dégradations dès 2000 actent de la détérioration des conditions économiques qui conduisent au défaut de paiement souverain, la correspondance dégradation du rating/crise de dette est établie pour l'année 2006.

#### Brésil

S&P a procédé à deux vagues de dégradation de la note souveraine pour les périodes suivantes (Cf. Annexe 7, Graphique D1) :

- 10 septembre 1998 – 14 janvier 1999. La première phase comprend une évaluation : une dégradation d'un cran.
- 9 août 2001 – 2 juillet 2002. La seconde phase comprend une évaluation : une dégradation d'un cran.

<sup>83</sup> Il faut préciser que lors de la restructuration de la dette extérieure, le Belize a activé les clauses d'actions collectives pour une série d'obligations émises sur la Place de New-York, d'une valeur faciale de 100 millions de dollars et arrivant à échéance en 2015. Une partie des créanciers s'est organisée sous la forme d'un comité, lequel a été reconnu par le gouvernement, ce qui, en retour, a motivé les autres créanciers à en faire de même. En conséquence, et du fait de la faiblesse de la dette multilatérale, le FMI a seulement procuré une assistance technique et joué son rôle d'informateur.

*Conclusion – Les crises de 1999 et 2001 sont bien reflétées par la production de rating de S&P. Les Autorités brésiliennes auraient pu indexer leur seuil de vote à deux reprises sous les configurations suivantes :*

- *à deux reprises à partir d'un cran.*

Fitch a procédé à quatre vagues de dégradation de la note souveraine pour les périodes suivantes (Cf. Annexe 7, Graphique D2):

- 3 décembre 1997 – 26 janvier 1999. La première phase comprend une évaluation : une dégradation d'un cran.
- 17 juillet 2001 – 26 juin 2002. La seconde phase comprend une évaluation : une dégradation d'un cran.
- 1<sup>er</sup> août 2002 – 21 octobre 2002. La troisième phase comprend une évaluation : une dégradation d'un cran.
- 11 mai 2005 – 28 juin 2006. La dernière phase comprend une évaluation : une dégradation d'un cran.

*Conclusion – Le Brésil aurait pu indexer son seuil de vote à quatre reprises sous la configuration suivante :*

- *à quatre reprises à partir d'un cran.*

#### *Configurations possibles du mécanisme d'indexation*

<i>Déclencheur (trigger)</i>	<i>1999</i>	<i>2001/2002</i>	<i>2006</i>
Une agence / Un cran	×	×	×
Deux agences / Un cran	×	×	

Les crises de 1999 et 2002 sont prises en compte par les agences de notation, par contre dans les faits, la dette n'a pas été restructurée et aucun accord avec le Club de Paris n'a été conclu.

### Colombie

S&P a procédé à deux vagues de dégradation de la note souveraine pour les périodes suivantes (Cf. Annexe 7, Graphique F1) :

- 11 juin 1999 – 21 septembre 1999. La première phase comprend une évaluation : une dégradation d'un cran, qui entraîne le déclassement de la dette souveraine de la catégorie *investissement*.
- 10 avril 2000 – 13 mai 2000. La seconde phase comprend une évaluation : une dégradation d'un cran.

*Conclusion – Les Autorités colombiennes pouvaient indexer le seuil de vote à deux reprises sous la configuration suivante :*

- *à deux reprises à partir d'un cran.*

Fitch a procédé à deux vagues de dégradation de la note de la dette souveraine pour les périodes suivantes (Cf. Annexe 7, Graphique F2) :

- 20 mars 1998 – 17 mars 2000. La première phase comprend deux évaluations : une dégradation d'un cran, puis une d'un cran qui engendre le déclassement de la dette souveraine de la catégorie *investissement*.
- 24 octobre 2000 – 10 janvier 2002. La seconde phase comprend une évaluation : une dégradation d'un cran.

*Conclusion – La Colombie aurait pu indexer son seuil de vote à trois reprises sous la configuration suivante :*

- à trois reprises à partir d'un cran.

***Configurations possibles du mécanisme d'indexation***

<b><i>Déclencheur (trigger)</i></b>	<b><i>1999</i></b>	<b><i>2000</i></b>	<b><i>2002</i></b>
Une agence / Un cran	×	×	×
Deux agences / Un cran	×	×	

Les dégradations de la note souveraine colombienne ne correspondent pas à des épisodes de crises, mais de tensions financières associées à un contexte politique singulier.

Corée du Sud

S&P a procédé à deux vagues de dégradation de la note souveraine pour les périodes suivantes (Cf. Annexe 7, Graphique G1):

- 6 août 1999 – 22 décembre 1997. La première phase comprend quatre évaluations : une dégradation d'un cran, une de deux crans, une de trois crans, enfin une de quatre crans.
- 25 janvier 1999 – 11 novembre 1999. La seconde phase comprend une évaluation : une dégradation d'un cran.

*Conclusion – La Corée du Sud aurait pu indexer son seuil de vote à cinq reprises sous les configurations suivantes :*

- à deux reprises à partir d'un cran ;
- à une reprise à partir de deux crans ;

- à une reprise à partir de trois crans ;
- à une reprise à partir de quatre crans.

Fitch a procédé à deux vagues de dégradation de la note de la dette souveraine pour les périodes suivantes (Cf. Annexe 7, Graphique G2) :

- 27 juin 1996 – 11 décembre 1997. La première phase comprend trois évaluations : une dégradation d'un cran, une de un cran, enfin une de quatre crans.
- 12 décembre 1997 – 23 décembre 1997. La seconde phase comprend une évaluation : une dégradation de six crans.

*Conclusion – Les Autorités coréennes auraient pu ajuster le seuil de vote à quatre reprises sous les configurations suivantes :*

- à deux reprises à partir d'un cran ;
- à une reprise à partir de quatre crans ;
- à une reprise à partir de six crans.

#### **Configurations possibles du mécanisme d'indexation**

<b>Déclencheur (trigger)</b>	<b>1997</b>
Une agence / Un cran	×
Deux agences / Un cran	×
Une agence / Deux crans	×
Une agence / Trois crans	×
Une agence / Quatre crans	×
Deux agences / Quatre crans	×
Une agence / Six crans	×

La crise de 1997 a été prise en compte par les agences de notation, en revanche, à l'instar du Brésil, la dette n'a pas été restructurée et les Autorités coréennes n'ont pas conclu d'accord avec le Club de Paris.

#### Mexique

S&P a procédé à une dégradation de la note de la dette souveraine d'un cran entre le 23 décembre 1994 et le 10 février 1995 (Cf. Annexe 7, Graphique H1). En conséquence, les Autorités mexicaines auraient pu indexer leur seuil de vote à une reprise.

Fitch n'a pas dégradé la note de la dette souveraine (Cf. Annexe 7, Graphique H2). Dans ce cas, le pays n'a pas la possibilité d'indexer son seuil.

#### *Configurations possibles du mécanisme d'indexation*

<i>Déclencheur (trigger)</i>	<i>1995</i>
Une agence / Un cran	×

La crise est reflétée par une agence, S&P, et non deux, car l'échantillon dont nous disposons pour Fitch commence après les difficultés rencontrées par le Mexique. Dans la réalité, aucune restructuration de dette n'a été entamée que ce soit avec les créanciers privés ou les membres du Club de Paris, du fait du renflouement par le Trésor américain. Par conséquent, le Mexique était en situation de quasi-défaut.

#### Panama

S&P a procédé à une dégradation de la note souveraine d'un cran entre le 6 juillet 2000 et le 20 novembre 2001 (Cf. Annexe 7, Graphique I1). Le Panama avait donc la possibilité d'indexer son seuil de vote.

Fitch, comme pour le Mexique, n'a pas dégradé la note de la dette panaméenne (Cf. Annexe 7, Graphique I2). Le pays ne peut pas ajuster son seuil de vote.

#### *Configurations possibles du mécanisme d'indexation*

<i>Déclencheur (trigger)</i>	<i>1995</i>
Une agence / Un cran	×

#### Turquie

S&P procède à trois vagues de dégradation de la note souveraine turque pour les périodes suivantes (Cf. Annexe 7, Graphique L1) :

- 3 mai 1993 – 29 avril 1994. La première phase comprend trois évaluations : une dégradation d'un cran, puis une de deux crans, enfin une de deux crans. Cette première phase entraîne le déclassement de la dette souveraine turque de la catégorie *investissement*.
- 17 juillet 1996 – 13 décembre 1996. La deuxième phase comprend une évaluation : une dégradation d'un cran.
- 21 février 2001 – 16 avril 2001. La dernière phase comprend deux évaluations : une dégradation d'un cran, puis une d'un cran.

*Conclusion – Les crises de 1994 et 2001 sont bien reflétées par la production de rating de S&P, par contre celle de 1999 n'est pas prise en compte. Les Autorités turques auraient pu indexer leur seuil de vote à la majorité qualifiée sur la dégradation de la note à cinq reprises sous les configurations suivantes :*

- à trois reprises à partir d'un cran ;
- à deux reprises à partir de deux crans.



Fitch procède également à trois phases de dégradation (Cf. Annexe 7, Graphique L2). Les périodes sont les suivantes :

- 29 juillet 1996 – 20 décembre 1996. La première phase comprend une évaluation : une dégradation d'un cran.
- 22 février 2001 – 2 août 2001. La deuxième phase comprend deux évaluations : une dégradation d'un cran, puis une d'un cran.
- 5 février 2002 – 25 mars 2003. La dernière phase comprend une évaluation : une dégradation d'un cran.

*Conclusion – La Turquie aurait pu indexer son seuil de vote à la majorité qualifiée sur la dégradation du rating à quatre reprises sous la configuration suivante :*

- *à quatre reprises à partir d'un cran.*

#### *Configurations possibles du mécanisme d'indexation*

<i>Déclencheur (trigger)</i>	<i>1994</i>	<i>1996</i>	<i>1999</i>	<i>2001</i>
Une agence / Un cran	×	×		×
Deux agences / Un cran	×	×		×
Une agence / Deux crans	×			

Les crises de 1994 et 2001 sont prises en compte par les agences de notations contrairement à celle de 1999. En 2001, du fait de l'assistance financière du FMI, le Gouvernement turc n'a pas restructuré sa dette, ni fait appel au Club de Paris. A l'instar du Mexique en 1995, la Turquie était en situation de quasi-défaut.

## Russie

S&P a procédé à deux vagues de dégradation de la note souveraine pour les périodes suivantes (Cf. Annexe 7, Graphique K1):

- 27 mai 1998 – 27 janvier 1999. La première phase comprend cinq évaluations : une d'un cran, une de deux crans, une de deux crans, une d'un cran, enfin une de trois crans.
- 15 octobre 2008 – 1<sup>er</sup> juillet 2009. La seconde phase comprend une évaluation : une dégradation d'un cran.

*Conclusion – La Russie aurait pu indexer son seuil de vote à six reprises sous les configurations suivantes :*

- *à trois reprises à partir d'un cran ;*
- *à deux reprises à partir de deux crans ;*
- *à une reprise à partir de trois crans.*

Fitch a procédé à deux vagues de dégradation pour les périodes suivantes (Cf. Annexe 7, Graphique K2) :

- 5 juin 1998 – 27 août 1998. La première phase comprend quatre évaluations : une dégradation d'un cran, une d'un cran, une de trois crans, enfin une de deux crans.
- 9 novembre 2008 – 4 février 2009. La seconde phase comprend une évaluation : une dégradation d'un cran.

*Conclusion – Les Autorités russes auraient pu indexer le seuil de vote à cinq reprises sous les configurations suivantes :*

- *à trois reprises à partir d'un cran ;*

- à une reprise à partir de deux crans ;
- à une reprise à partir de trois crans.

### *Configurations possibles du mécanisme d'indexation*

<i>Déclencheur (trigger)</i>	<i>1998</i>	<i>1999</i>	<i>2008/2009</i>
Une agence / Un cran	×		×
Deux agences / Un cran	×		×
Une agence / Deux crans	×		
Deux agences / Deux crans	×		
Une agence / Trois crans	×	×	

Le défaut de paiement de la Russie est pris en compte par les deux agences de notation. Il s'est accompagné d'une restructuration de la dette domestique et extérieure, d'un accord avec le Club de Paris et d'une assistance financière du Fonds, mais qui a été stoppée par la suite.

#### Uruguay

S&P a procédé à une vague de dégradation de la note de la dette souveraine entre le 11 janvier 2002 et le 16 mai 2003 (Cf. Annexe 7, Graphique M1). Cette phase comprend sept évaluations : une dégradation d'un cran, une de deux crans, une de deux crans, une d'un cran, une de deux crans, une de deux crans, enfin une de deux crans.

*Conclusion – L'Uruguay aurait pu indexer son seuil de vote à sept reprises sous les configurations suivantes :*

- à deux reprises à partir d'un cran ;
- à cinq reprises à partir de deux crans.

Fitch a également procédé à une vague de dégradation entre le 23 juillet 2001 et le 16 mai 2003 (Cf. Annexe 7, Graphique M2). Cette phase comprend sept évaluations : une dégradation d'un cran, une de trois crans, une d'un cran, une d'un cran, une de trois crans, une de deux crans, enfin une d'un cran.

*Conclusion – Les Autorités uruguayennes auraient pu indexer le seuil de vote à sept reprises sous les configurations suivantes :*

- à quatre reprises à partir d'un cran ;
- à une reprise à partir d'un cran ;
- à deux reprises à partir de trois crans.

***Configurations possibles du mécanisme d'indexation***

<b><i>Déclencheur (trigger)</i></b>	<b><i>2002</i></b>	<b><i>2003</i></b>
Une agence / Un cran	×	×
Deux agences / Un cran	×	
Une agence / Deux crans	×	×
Deux agences / Deux crans		×
Une agence / Trois crans	×	×

Les difficultés rencontrées par l'Uruguay en 2002 et qui précipitent le pays vers le défaut sont prises en compte par S&P et Fitch. Il faut noter que le défaut a nécessité une restructuration de la dette souveraine domestique et extérieure, a impliqué l'appui financier du FMI, par contre les Autorités uruguayennes n'ont pas eu besoin de conclure d'accord avec le Club de Paris.

Venezuela

S&P a procédé à six vagues de dégradation de la note souveraine, pour les périodes suivantes (Cf. Annexe 7, Graphique N1):

- 5 octobre 1977 – 17 janvier 1989. La première phase comprend quatre évaluations : une de deux crans, une de quatre crans, une de cinq crans (déclassement de la dette souveraine de la catégorie *investissement*), enfin une de deux crans ;
- 5 avril 1993 – 4 mars 1994. La seconde phase comprend une évaluation : une dégradation d'un cran ;
- 21 novembre 1995 – 23 février 1996. La troisième phase comprend une évaluation : une dégradation d'un cran ;
- 31 août 1998 – 21 décembre 1999. La quatrième phase comprend une dégradation d'un cran ;
- 18 mars 2002 – 13 décembre 2002. La cinquième phase comprend deux évaluations : une dégradation d'un cran, puis une d'un cran ;
- 25 août 2004 – 18 janvier 2005. La dernière phase comprend une dégradation de sept crans, la dette est placée en défaut.

*Conclusion – Le Venezuela avait la possibilité d'indexer son seuil de vote à dix reprises, sous les configurations suivantes :*

- *à cinq reprises à partir d'un cran ;*
- *à deux reprises à partir de deux crans ;*
- *à une reprise à partir de quatre crans ;*
- *à une reprise à partir de cinq crans ;*
- *à une reprise à partir de sept crans.*

Fitch a procédé à deux vagues de deux dégradations pour les périodes suivantes (Cf. Annexe 7, Graphique N2) :

- 18 décembre 2001 – 10 janvier 2001. La première phase comprend trois évaluations : une dégradation d'un cran, puis une d'un cran, enfin une de deux crans ;

- 18 octobre 2007 – 15 décembre 2008. La seconde phase comprend une évaluation : une dégradation d'un cran.

*Conclusion – Les Autorités vénézuéliennes auraient pu indexer le seuil de vote à quatre reprises sous les configurations suivantes :*

- à trois reprises à partir d'un cran ;
- à une reprise à partir de deux crans.

### *Configurations possibles du mécanisme d'indexation*

<i>Déclencheur (trigger)</i>	<i>1987 /1989</i>	<i>1993 /1994</i>	<i>1995 /1996</i>	<i>1998 /1999</i>	<i>2001</i>	<i>2002</i>	<i>2004 /2005</i>	<i>2007 /2008</i>
Une agence / un cran		x	x	x	x	x		x
Une agence / deux crans	x				x			
Une agence / quatre crans	x							
Une agence / cinq crans	x							
Une agence / sept crans							x	

La dégradation du rating entre 1987 et 1989 correspond à la crise de la dette des pays latino-américains et africains.

La dégradation d'un cran de 1998 correspond au défaut de paiement du Venezuela sur ses obligations souveraines domestiques. La première semaine de juillet, le Gouvernement ne paie pas les coupons associés à ses obligations souveraines domestiques, ils n'ont été effectués que la semaine suivante. En l'absence d'une mention faisant état d'une période de grâce, les obligations étaient techniquement en défaut. Jusqu'à 1998, les Autorités vénézuélienne étaient coutumières du fait.

A partir de notre échantillon de travail, l'intégralité des pays qui ont fait face à une crise, quelle qu'en soit la forme, est prise en compte par les agences de notation, laquelle se matérialise par une dégradation au minimum d'un cran du rating, à l'exception de la Turquie en 1999. En conséquence, il n'est pas incohérent de s'appuyer sur la détérioration de la note pour indexer le seuil de vote à la majorité qualifiée.

Néanmoins, nous devons préciser que les baisses de rating pour la Colombie, de 2006-2009 pour l'Argentine, de 2006 pour le Brésil, de 2008-2009 pour la Russie et de 1996 pour la Turquie ne correspondent pas à la survenue d'une crise. Dans le cadre de la Turquie, l'abaissement de la note souveraine sanctionne la politique menée par le Gouvernement de Necmettin Erbakan (Refah Partisi).

Dans l'optique d'une harmonisation des contrats de dette, il est important que le déclencheur de l'indexation soit le même pour tous les Etats, afin d'éviter les biais d'interprétation possibles. De plus, en l'absence d'une agence de notation supranationale, il serait plus prudent d'abaisser le seuil de vote, dès lors que deux agences dégradent la note souveraine, au minimum.

## Conclusion du chapitre 4

Le mécanisme sous-jacent des CAC permet d'accroître le bien-être global des procédures de restructurations des dettes souveraines. Si la littérature théorique retient comme risque principal l'accroissement de l'aléa moral de l'emprunteur souverain, la littérature empirique et les réactions du marché relativisent cet argument.

La modification du seuil de vote non pas lors d'une émission comme cela a toujours été envisagé mais le long de la vie de l'obligation n'est donc pas porteuse de coûts supplémentaires pour le pays emprunteur. Comme nous venons de le démontrer au cours du chapitre 4, *via* un modèle simple de refinancement et de restructuration de dette souveraine, l'indexation du seuil de vote à la majorité qualifiée sur le rating de l'emprunteur réduit l'incertitude quant à l'issue du jeu, par conséquent réduit les coûts globaux supportés par les deux parties, et accroît le bien-être dans son ensemble.

L'indexation n'a pas de caractère obligatoire, elle reste à la discrétion du souverain, elle équivaut donc pour l'emprunteur à utiliser ou non l'option. Cependant, il faut préciser que la présence d'une partie optionnelle dans le contrat obligataire peut complexifier l'appréciation du risque et/ou du prix du titre. En effet, lors de la dégradation de la note, les investisseurs peuvent anticiper d'autant plus le défaut que le souverain peut facilement restructurer sa dette, il s'ensuit une défiance qui peut précipiter le défaut du souverain, alors même que ce dernier n'est pas en position de défaillir. Le bien-être procuré par le mécanisme des CAC doit donc plus que compenser ce risque.



Ce n'est donc pas tant le principe d'indexation qui est à remettre en cause, mais celui de la production actuelle de notation. Premièrement, les notes sont insuffisamment révisées, deuxièmement la configuration oligopolistique du marché, enfin l'opacité des modèles utilisés pour attribuer les ratings. Les notes sont donc un reflet partiel de la santé économique du pays, elles sont nécessaires mais non suffisantes pour attester la soutenabilité de la dette souveraine d'un Etat.

## Conclusion de la partie II

Les procédures et l'issue des restructurations de dette sont depuis longtemps un sujet de controverse. D'un côté, il est prôné de respecter une approche au cas par cas, d'un autre côté il est recommandé d'instaurer un cadre de gestion pérenne dans le temps. Le mot cadre renvoie à une image de rigidité, mais également de sécurité. C'est principalement pour ces deux raisons que les débats relatifs à ce sujet ont accouché d'une solution médiane, les clauses d'actions collectives. Ces provisions recouvrent trois avantages. Déjà existantes, il suffit juste qu'elles deviennent un standard de marché, l'écueil technique inhérent à toute innovation est évité. Puis, le secteur officiel en refusant de les rendre obligatoires satisfait les *desiderata* des emprunteurs et des prêteurs privés. Enfin, elles permettent de répondre aux problèmes de représentation et d'action collectives des créanciers qui émergent à l'annonce d'une restructuration.

Les clauses d'actions collectives sont davantage étudiées par les juristes, soucieux d'évaluer le degré de protection qu'elles garantissent aux créanciers, que par les économistes. Dans cette seconde partie, nous avons montré, notamment à travers une revue de la littérature juridique et économique (restreinte, mais néanmoins existante), que les clauses d'actions collectives, en instaurant des règles de conduites entre emprunteur et prêteurs, étaient à même de produire des restructurations efficaces. Il n'est donc pas absurde de leur conférer un rôle économique.

Pour autant, nous avons regretté la faiblesse du modèle généralement adopté, qui, à notre sens, laisse une trop grande place à la liberté d'action des créanciers, alors même que les clauses d'actions collectives, parties intégrantes

des politiques de *bail-in*, doivent participer à accroître la responsabilisation de leur comportement.

Ce goût d'inachèvement nous a motivé à proposer une amélioration substantielle du mécanisme sous-jacent aux clauses d'actions collectives. En nous appuyant d'une part, sur les résultats de la littérature économique, et d'autre part sur le fonctionnement de la clause d'action à la majorité qualifiée, nous avons introduit la révision du seuil de vote conditionnellement à la dégradation de la note de l'emprunteur souverain. *In fine*, l'emprunteur, ainsi que ses créanciers, réalise un gain net à l'issue de la restructuration. La révision du seuil de vote permet un accroissement du bien-être pour les deux parties par rapport au statu quo. Les clauses d'actions collectives permettent donc une normalisation des relations entre emprunteur souverain et prêteurs privés.

Le déclencheur de l'indexation du seuil de vote est la dégradation du rating de la note de l'émetteur au minimum par une agence. Il nous a semblé nécessaire d'appliquer rétroactivement le modèle pour un échantillon de pays émergents ayant inclus les CAC dans leurs contrats de dette new-yorkais. Nos résultats valident le modèle, à l'exception de la crise turque de 1999 qui n'est pas matérialisée par une détérioration du rating, dans le sens où les dégradations correspondent à des épisodes de crises, à certaines exceptions près. En conclusion, les pays auraient pu indexer leur seuil de vote et s'assurer une restructuration facilitée.

## Conclusion générale

Nos travaux s'inscrivent dans le débat relatif à l'élaboration d'une *Nouvelle architecture financière internationale*, commencée plus de dix années auparavant, et qui semble se renouveler suite aux différents sommets du G20 (Washington, 15 novembre 2008 ; Londres, 2 avril 2009), s'attachant notamment à établir de nouvelles règles de fonctionnement des marchés de capitaux, afin de leur assurer une plus grande stabilité. Nous nous sommes intéressés, plus particulièrement, à la problématique de la gestion des crises de dette souveraine.

Cette démarche est motivée par le contexte prévalant au cours des années 1990 et 2000, caractérisé par la récurrence des défauts de paiement souverains des pays émergents, lesquels ne répondaient plus forcément à un scénario de crise dite de première génération. Notre motivation est confortée par la situation actuelle définie par une aggravation des déficits publics consécutivement à la crise des *subprimes*. Le risque de crise de dette souveraine est dans ce cas précis un dommage collatéral. Une fois de plus, nous constatons que l'occurrence des crises de dette souveraine ne peut être sous-estimée, par conséquent le système monétaire et financier international ne peut faire l'économie d'un cadre de gestion de ce type de crise.

Contrairement aux crises qui naissent dans le système bancaire et de celui-ci, et qui demandent l'action d'un Prêteur en Dernier Ressort International (PDRI), quelle que soit la forme de ce celui-ci, les crises qui reflètent une situation d'insolvabilité ne nécessitent pas ce type d'intervention (Haldane & *al.*, 2004), mais un rétablissement de la soutenabilité à moyen/long terme des finances publiques, qui passe en partie par une restructuration de la dette souveraine. La gestion des crises prises dans leur ensemble débouche sur un paradoxe. D'un côté, il est préconisé une intervention supranationale, ou multilatérale pour régler des crises qui prennent leur source dans la sphère privée. D'un autre côté, les crises de dette souveraine peuvent se gérer *via* l'établissement d'une procédure de faillite souveraine qui s'inspire de celle

activée pour les entités privées. Par conséquent les crises issues du domaine privé impliquent une régulation supranationale (*i.e.* publique), alors que les crises de dette souveraine requièrent une procédure décentralisée.

Afin de proposer un mode opératoire de restructuration des dettes souveraines, nous avons procédé à rebours. En effet, une restructuration de dette souveraine demande de connaître les détenteurs de celle-ci, car selon qu'elle soit détenue par des créanciers publics (*i.e.* multilatéraux et bilatéraux) ou des créanciers privés, sa résolution requiert des modalités différentes. A cette fin, nous nous sommes attachés, dans le premier chapitre, à dresser une cartographie de la structure d'endettement des pays émergents. La dette souveraine des pays émergents est caractérisée, premièrement par sa forme, c'est-à-dire qu'elle est composée pour plus de la moitié par des obligations souveraines internationales, et deuxièmement par ses acquéreurs, qui sont majoritairement des investisseurs privés définis par la poursuite d'intérêts divergents et leur dispersion géographique. Ce premier chapitre nous permet de tirer une première conclusion quant à l'inadéquation entre les anciens modes de gestion des crises de dette souveraine et la nouvelle structure d'endettement des pays, spécialement émergents.

Suite à ce premier chapitre, il était important de montrer que conditionnellement à la structure d'endettement, les coûts et risques induits par un défaut de paiement souverain se transforment et/ou s'amplifient. Ainsi, une crise de dette souveraine, si elle s'avère coûteuse en termes de réputation sur le marché international des capitaux et sur le plan domestique, l'est également en termes d'instabilité financière mondiale, en raison du caractère systémique de certaines crises. L'accélération de la globalisation financière, depuis le début des années 1990, rend les crises, quelle que soit leur forme – de change, bancaire, souveraine – potentiellement systémique et contagieuse. Il s'avère que les coûts associés à ses crises sont d'autant plus importants, que le temps

qui sépare le déclenchement de la crise de dette souveraine de l'obtention d'un accord de restructuration est long.

Face à ce double constat, nous avons montré la nécessité d'établir un cadre prédictible et ordonné de gestion des crises de dette souveraine.

Le constat exige toutefois d'établir les objectifs d'une restructuration de dette. Là encore, nous avons procédé à rebours, en séparant ce qui a fonctionné de ce qui a échoué lors des dernières restructurations de dette souveraine. Bien que ces dernières aient été considérées comme des succès, nous avons mis en lumière les failles. Ces manqués peuvent être réduits par la généralisation des clauses d'actions collectives dans les contrats de dette soumis à la juridiction new-yorkaise (New-York étant la première Place pour les émissions d'obligations souveraines internationales des pays émergents). Le premier avantage de l'utilisation des CAC est qu'en agissant à la base (*i.e.* à l'émission du contrat), une marche à suivre est établie dès le départ, éliminant les questions du mode opératoire au moment de la restructuration. L'essence même du droit, au sens premier du terme, est de produire de l'ordre (Frison-Roche, 2002). En effet, le droit produit de l'obligatoire et normalise par ses prescriptions les comportements. Le deuxième avantage est que leur fonctionnement, qui repose sur une action à la majorité qualifiée, permet *de jure* une plus grande responsabilisation des investisseurs privés, telle que recommandée par le secteur officiel. Le troisième avantage est leur ancienneté. A travers le chapitre 3, nous avons montré en quoi, sur le plan juridique, les CAC répondaient aux objectifs à atteindre lors d'une restructuration de dette.

Néanmoins, le fait qu'elles ne soient pas rendues obligatoires a motivé les émetteurs souverains à adopté une version faible des CAC, en vue de ne pas être discriminés par leurs investisseurs, partant de voir réduire le volume des financements. Dans le but de savoir si la discrimination était avérée, il faut certes étudier les études empiriques reliant le niveau des spreads et la présence

de CAC et les réactions des investisseurs, mais il faut d'abord répondre à une question : pourquoi l'inclusion des CAC serait un facteur de discrimination ? La réponse est assez simple, en procurant *ex ante* la possibilité d'une restructuration facilitée, les investisseurs anticipent davantage l'occurrence d'un défaut, laquelle se matérialise par un coût d'emprunt plus élevé pour les Etats qui les adoptent. En réalité, cet argument a été surestimé. Néanmoins, les CAC peuvent être améliorées, notamment en termes de sécurité de la base de vote. Le cœur du fonctionnement des CAC est la clause d'action à la majorité qualifiée, dont le seuil est traditionnellement fixé à 75%. La révision possible de ce dernier dès lors que la note de la dette souveraine est dégradée, permet l'obtention d'un accord de restructuration, qui accroît le bien-être (*i.e.* une réduction des coûts) pour les deux parties au contrat, à savoir l'emprunteur souverain et ses créanciers. En outre, les CAC sous cette configuration, en étant à la fois un mode opératoire des restructurations, et un vecteur de diminution des asymétries informationnelles, participent à une amélioration de la transparence et deviennent un outil d'aide à la décision.

Néanmoins, cinq raisons nous imposent de prendre du recul quant à nos recherches.

L'indexation telle que nous l'avons définie implique de décomposer l'obligation en deux parties : la première est fixe alors que la seconde est une option que l'emprunteur souverain active s'il le souhaite. L'option est susceptible de complexifier l'appréciation du risque associé à l'obligation, ainsi que la fixation de son prix.

Le déclencheur de l'indexation est la dégradation de la note de la dette souveraine. La production de rating est fortement critiquée à l'heure actuelle du fait de sa faible capacité de prédiction des crises financières. *A contrario*, les méthodes employées par les agences de notation restent assez fiables pour prédire les défauts souverains, du fait de la surpondération des critères



macroéconomiques traditionnels relativement aux variables microéconomiques financières, quelles que soient les agences. Il est donc important d'uniformiser le mode de déclenchement de l'indexation.

La notation renvoie à la question du *leadership*. Dans l'optique d'intégrer la notation à la gestion des crises de dette souveraine, l'hypothèse que nous avons posée lors du chapitre 4 (*Cf. supra*), cela revient à lui accorder, encore un peu plus, un caractère régulateur, dans le sens où elle participe à la stabilité du système monétaire et financier international considéré comme un bien public. Il se pose alors une double question : la production de note peut-elle rester la propriété du secteur privé, lequel est dominé par trois agences, avec tous les biais qui y sont associés ? Si le secteur privé ne peut répondre à cet objectif, quel autre organisme peut remplir cette tâche ? Seul le FMI semble à même de remplir cette fonction du fait de son ancienneté, son degré d'expertise et son caractère supranational.

Les clauses d'actions collectives ne sont incluses que dans les obligations souveraines internationales, or nous avons montré dans le chapitre 1 que la structure d'endettement des Etats était constamment en mutation. De plus, la ligne de démarcation entre dette domestique et dette extérieure est de plus en plus fine, de moins en moins pertinente. En conséquence, un cadre global de gestion des crises de dette souveraine implique de prendre en compte l'ensemble des composantes de la dette souveraine. Partant, l'inclusion des clauses d'actions collectives doit être étendue aux autres types de dettes, ce qui permettrait d'agréger les créances plus facilement.

Le secteur officiel n'est appréhendé que sous l'angle de sa fonction de créancier. D'un côté, la non prise en compte du secteur officiel dans le *jeu* peut se justifier d'un point de vue théorique, puisque les CAC orientent la gestion des crises de dette souveraine vers un cadre décentralisé qui met un terme *au marchandage à trois*, mais d'un autre côté, l'histoire des restructurations nous

montre que le secteur officiel joue un rôle de catalyseur. La prochaine étape est donc d'intégrer le secteur officiel au jeu de refinancement et de restructuration.

Ces diverses préconisations ne doivent pas nous faire perdre de vue, que le modèle proposé dans le chapitre 4, permet de sécuriser la relation emprunteur souverain – prêteur privé. Nous ne devons pas oublier l'objectif de l'emprunt souverain qui est, hormis de financer les dépenses courantes, de participer au développement économique de l'Etat qui le souscrit. L'emprunt doit être une promesse, non un fardeau.

*« A national debt, if it is not excessive, will be to us a national blessing » (A. Hamilton, 1754-1804)*

# Bibliographie

- ADES A., KAUNE F., LEME P., MASIH R. & TENENGAUZER D. (2000), « Introducing GS-ESS : a new Framework for Assessing Fair Value in Emerging Markets Hard-Currency Debt », *Global Economic Paper n° 45*, Goldman Sachs.
- AFONSO A., GOMES P. & ROTHER P. (2007), « What Hides behind Sovereign Debt Ratings ? », *Working Paper Series*, n° 711, European Central Bank, 67p.  
<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwp711.pdf>
- AGCA S. & CELASUN O. (2009) « How Does Public External Debt Affect Corporate Borrowing Costs in Emerging Markets? », *IMF Working Paper*, WP/09/266, IMF, 36p.  
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09266.pdf>
- AGLIETTA M. (2000a), « Comment stabiliser la finance globalisée », *Alternatives économiques*, Hors-Série n°45, *La monnaie*, troisième trimestre.
- AGLIETTA M. (2000b), « La globalisation financière », dans CEPPII, *L'économie mondiale 2000*, Paris, La Découverte, coll. « Repères ».
- ALFARO L., KALEMLI-OZCAN S. & LOLOSOVYCH V. (2005a), « Capital Flow in a Globalized World : the Role of Policies and Institutions », *NBER Working Paper*, n° 11696.
- ALFARO L., KALEMLI-OZCAN S. & LOLOSOVYCH V. (2005b), « Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries ? An Empirical Investigation », *NBER Working Paper*, n° 11901.
- ALLEN F. & GALE D. (1994), *Financial Innovation and Risk Sharing*, Cambridge, MIT Press.
- ARTETA C. & HALE G. (2008), « Sovereign Debt Crises and Credit to Private Sector », *Journal of International Economics*, 74(1), 53-69.
- ARTETA C. & HALE G. (2005), « Are Private Borrowers Hurt by Sovereign's Debt Restructuring ? », Yale University, 36p.

ARTUS P., BETBEZE JP., DE BOISSIEU C. & CAPELLE-BLANCARD G. (2008), *La crise des subprimes*, Rapport du Conseil d'Analyse Economique, n° 78, La Documentation française, 283p.  
<http://www.cae.gouv.fr/rapport/078.htm>.

BACHELLERIE A. et COUILLAUT B. (2005), « Soutenabilité de la dette publique et crises des pays émergents : présentation des concepts et des instruments de diagnostics », *Revue de la stabilité financière*, n° 6, Banque de France, 69-86.  
[http://www.banque-france/archipel/publications/bdf\\_rsf/etudes\\_bdf\\_rsf/bdf\\_rsf\\_06-etu\\_2.pdf](http://www.banque-france/archipel/publications/bdf_rsf/etudes_bdf_rsf/bdf_rsf_06-etu_2.pdf)

BAGEHOT W. (1873), *Lombard Street : A Description of the Money Market*, London, Kegan, Paul & Co, Eds. Online at Econlib.  
<http://www.econlib.org/library/Bagehot/bagLom.html>

BANQUE MONDIALE (2004), « Financing Developing Countries' Trade », in *Global Development Finance : Harnessing Cyclical Gains for Development*.

BARTHOLOMEW E., LIUZZI A. & STERN E. (2004), « Two-step Sovereign Debt Restructuring : A Market-based Approach in a World without International Bankruptcy Law », *Georgetown Journal of International Law*, vol. 35, n° 4, 859-873.

BASTIDON C. (2002), « Financement extérieur des Pays en développement : une revue de la littérature des modèles de dette et de crises financières », *Régions et développement*, n° 15, 147-165.

BASTIDON C., BRASSEUL J. & GILLES PH. (2010), *Histoire de la globalisation financière*, Ed. Armand Colin, 376p.

BASTIDON C., GILLES PH. & HUCHET N. (2009), « Intermédiation bancaire, crises financières et prêt international en dernier ressort », dans GILLES PH. & MOULEY S. (eds.) (2009), 2-37.

BASTIDON C., GILLES PH. & HUCHET N. (2008b), « The International Lender of Last Resort and Selective Bail-out », *Emerging Markets Review*, 9(2), June, 144-152.

BASTIDON C., GILLES PH. & HUCHET N. (2008a), « A Selective Bail-out International Lending of Last Resort Model », *Annals of Economics and Finance*, 9(1), may, 103-114.

- BASTIDON C., GILLES PH. (2001), « Prêteur en dernier ressort et statut de « *too big to fail* » d'un emprunteur souverain : le jeu de « *faux semblants* » appliqué à la crise financière russe », *Economie appliquée*, LIV(2), juin, 129-151.
- BECKER T., RICHARDS A. & THAICHAROEN Y. (2003), « Bond Restructuring and Moral Hazard : are Collective Action Clauses Costly ? », *Journal of International Economics*, Elsevier, vol. 61(1), 127-161.
- BEDFORD P. (2005), « Sovereign Bond Contracts : a Workshop at the Bank of England », *Financial Stability Review*, June, International Financial Division, Bank of England, 101-105.  
[www.bankofengland.co.uk/publications/fsr/2005/fsr18art6.pdf](http://www.bankofengland.co.uk/publications/fsr/2005/fsr18art6.pdf)
- BEDFORD P., PENALVER A. & SALMON C. (2005), « Resolving Sovereign Debt Crises : the market-based Approach and the Role of the IMF », *Financial Stability Review*, juin, International Financial Division, Bank of England, 99-108.  
[www.bankofengland.co.uk/publications/fsr/2005/sovdebt.pdf](http://www.bankofengland.co.uk/publications/fsr/2005/sovdebt.pdf)
- BEIM D.O. & CALOMIRIS C.W. (2000), *Emerging Financial Markets* (New York, McGraw Hill/Irwin), 384p.
- BENJAMIN D. & WRIGHT M.L.J. (2009), « Recovery before Redemption : a Theory of Delays in Sovereign Debt Renegotiations », *CAMA Working Papers*, 73 p.  
[http://cama.anu.edu.au/Working%20Papers/Papers/2009/Benjamin\\_Wright\\_15009.pdf](http://cama.anu.edu.au/Working%20Papers/Papers/2009/Benjamin_Wright_15009.pdf)
- BERGER S. (2003), *Notre première mondialisation : leçons d'un échec oublié*, Seuil, Paris, 95p.
- BOLTON P. & JEANNE O., (2009), « Structuring and Restructuring Sovereign Debt : the Role of Seniority », *Review of Economics Studies*, vol. 76(3), 879-902.
- BORDO M.D. & MEISSNER C.M. (2005), «The Role of Foreign Currency Debt in Financial Crises : 1880 – 1913 vs. 1972 – 1997», *NBER Working Papers*, n° 11897, 45p.
- BORDO M.D., MEISSNER C.M. & REDISH A. (2005), « How Original Sin was overcome : the Evolution of External Debt denominated in

Domestic Currencies in the United States and British Dominions 1800-2000 », dans *Others People's Money : Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*, sous la direction de B. Eichengreen et R. Haussmann, Chicago: University of Chicago Press, 122-153.

BORENSZTEIN E. & PANIZZA U. (2009), « The Costs of Sovereign Default », *IMF Working Paper*, IMF Staff Papers, vol. 56(4), 683-741.

[www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08238.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08238.pdf)

BORENSZTEIN E., EICHENGREEN B. & PANIZZA U. (2006), « Debt Instruments and Policies in the New Millenium : New Markets and New Opportunities », *IADB Working Papers*, n° 558, 36p.

<http://www.iadb.org/res/publications/pubfiles/pubWP-558.pdf>

BOURGUINAT H. (1995), *Finance Internationale*, coll. « Thémis », deuxième édition, Presse Universitaire de France.

BOUTILLIER M. (2007), « L'influence des non-résidents sur la création monétaire dans la zone euro », *Bulletin de la Banque de France*, n° 168, décembre, Banque de France, 69-76.

BOYER R., DEHOVE M. & PLIHON D. (2004), *Les crises financières*, Rapport du Conseil d'Analyse Economique, n° 50, La Documentation française, 414p.

<http://www.cae.gouv.fr/IMG/pdf/050.pdf>

BRADLEY M., COX J.D. & GULATI M. (2008), « The Market Reaction to Legal Shocks and their Antidotes : Lessons from the Sovereign Debt Market », *Working Paper Series*, n° 87, Institute for Law & Finance, 48p.

[http://www.ilf-frankfurt.info/uploads/media/ILF-WP\\_087.pdf](http://www.ilf-frankfurt.info/uploads/media/ILF-WP_087.pdf)

BRATTON W.W. & GULATI M., (2004), « Sovereign Debt Reform and the Best Interest of Creditors », *Vanderbilt Law review*, vol. 57(1), 79p.

BRI (2005), *Rapport trimestriel*, décembre, BRI, 124p.

[http://www.bis.org/publ.qtrpdf/r\\_qt0512fre.pdf](http://www.bis.org/publ.qtrpdf/r_qt0512fre.pdf)

BRI (2009), « Capital Flows and Emerging Market Economies », *CFGs Papers*, n°33, Report, Committee on the Global Financial System, 159p.

<http://www.bis.org/publ/cgfs33.pdf>

BRI (2008), « New Financing Trends in Latin America : a Bumpy Road towards Stability », *BIS Paper*, n° 36, 173p.

<http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap36.htm>

BRYANT R. (1999), « Reforming the International Financial Architecture », Brookings Discussion Papers in *International Economics*, n° 146, 18p.

BUCHHEIT L.C. & GULATI G.M. (2002), « Sovereign Bonds and the Collective will », *Working Papers*, n° 34, Georgetown University Law Center, 42p.

BUCHHEIT L.C. & PAM J.S. (2004), « The Pari Passu Clause in Sovereign Debt Instruments », *Emory Law Journal*, Vol. 53 Issue 3, 869-922

BULOW J. & ROGOFF K. (1989a), « Sovereign Debt : is to forgive to forget? », *American Economic Review*, 79(1), 43-50.

BULOW J. & ROGOFF K. (1989b), « A Constant Recontracting Model of Sovereign Debt », *Journal of Political Economy*, vol. 97(1), 155-178.

BURGER J.D. & WARNOCK F.E. (2006), « Foreign Participation in Local Currency Bond Markets », *NBER Working Papers*, n° 12548, 35p.

BURGER J.D. & WARNOCK F.E. (2003), « Diversification, original sin and international bond portfolios », *International Finance Discussion Papers*, n° 755, The Federal Reserve Board, 35p.

<http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2003/755/ifdp755.pdf>

CABRILLAC B. & ROCHER E. (2009), « Les marchés de titres de la dette publique dans les pays africains en développement : évolutions récentes et principaux défis », *Bulletin de la Banque de France*, n° 176, deuxième trimestre, 33-45.

[www.banque-](http://www.banque-france.fr/publications/telechar/bulletin/etu176_4.pdf)

[france.fr/publications/telechar/bulletin/etu176\\_4.pdf](http://www.banque-france.fr/publications/telechar/bulletin/etu176_4.pdf)

CADY J. (2004), « Does SDDS Subscription Reduce Borrowing Costs for Emerging Market Economies », *IMF Working Paper*, WP/04/58, IMF, 13p.

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp0458.pdf>

- CADY J. & PELLECHIO A.J. (2008), « Sovereign Borrowing Cost and the Data Dissemination Initiative », 92-112, dans *IMF's Data Dissemination after Ten Years*, sous la direction de W.E. ALEXANDER, J. CADY & J. GONZALES-GARCIA, IMF, 130p.  
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/books/2008/datadiss/dissemination.pdf>
- CARREAU D. & JUILLARD P. (2007), *Droit international économique*, Troisième édition, Précis, Dalloz, 744p.
- CARTAPANIS A. (2002), « Crises systémiques et nouvelles régulations financières internationales », dans *Ordre et désordres dans l'économie-monde*, sous la direction de P. DOCKES, 275-302.
- CARTAPANIS A. (2001), « Economie politique de l'architecture financière internationale », *Revue économique*, vol. 52, n° 2, 447-465.
- CHOWDHRY B. (1991), « What Is Different about International Lending », *Review of Financial Studies*, vol. 4, n° 1, 121-148.
- CHRISTOFIDES C., MULDER C. & TIFFIN A. (2003), « The Link between Adherence to International Standards of Good Practice, Foreign Exchange Spreads and Ratings », *IMF Working Paper*, WP/03/74, IMF, 31p.  
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp0374.pdf>
- CHUHAN P. & STURZENEGGER F. (2003), « Default Episodes in the 1980's and 1990's : What have we learned? », miméo, Banque Mondiale et Université di Tella, Novembre, 47p.
- CHOI S.J. & GULATI G.M. (2005), « Evolution of Boilerplate Contracts : Evidence from the Sovereign Debt Market », *Georgetown Law and Economics Research Paper*, n° 800264.
- CLINE W.R. (2002), « Private Sector Involvement : Definition, Measurement and Implementation », Conference on the Role of the Official & Private Sectors in Resolving International Financial Crises, London, 23-24 July, Bank of England.
- COHEN D. & PORTES R. (2003), *Crise de la dette : prévention et résolution*, Rapport du Conseil d'Analyse Economique, n° 43, La Documentation française, 169p.  
<http://www.cae.gouv.fr/IMG/pdf/043-2.pdf>



- COUILLAULT B. & WEBER P.F. (2003), « Vers un Code de bonne conduite volontaire pour restructurer la dette souveraine », *Revue de la stabilité financière*, juin, Banque de France, 162-170.  
[www.banque-france.fr/archipel/publications/bdf.../bdf\\_rsf\\_02\\_etu\\_6.pdf](http://www.banque-france.fr/archipel/publications/bdf.../bdf_rsf_02_etu_6.pdf)
- DAS U.S., PAPAIONNOU M.G. & TREBESCH C. (2010), « Sovereign Default Risk and Private Sector Access to Capital in Emerging Markets », *IMF Working Paper*, WP/10/10, IMF, 38p.  
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp1010.pdf>
- DAS U.S., PAPAIOANNOU M.G. & POLAN M. (2008), « Strategic Consideration for First-time Sovereign Bond Issuers », *IMF Working Paper*, WP/08/261, IMF, 27p.  
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08261.pdf>
- DE BOLLE M., ROTHER B. & HAKOBYAN I. (2006), « The Level and Composition of Public Sector Debt in Emerging Market Crises », *IMF Working Paper*, WP/06/186, IMF, 35p.  
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2006/wp06186.pdf>
- DELL'ARICCIA G., SCHNABEL I. & ZETTELMAYER J. (2002), « Moral Hazard and International Crisis Lending : a Test », *IMF Working Paper*, WP/02/181, IMF, 54p.  
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02181.pdf>
- DELLA PAOLERA G. & TAYLOR A.M. (2001), « Straining at the Anchor : In Search to Monetary Stability, Argentina & the Gold Standard, 1880-1935 », Presses de l'Université de Chicago, 298p.
- DE PAOLI B., HOGGARTH G. & SAPORTA V. (2009), « Output Costs of Sovereign Crises : some Empirical Estimates », *Working Papers*, n° 362, Bank of England, 32p.  
<http://www.bankofengland.co.uk/publications/workingpapers/wp362.pdf>
- DE PAOLI B., HOGGARTH G. & SAPORTA V. (2006), « Costs of Sovereign Default », *Financial Stability Paper*, n° 1, Bank of England, 297-307.
- DANIEL L. (2007), « Implication des investisseurs étrangers sur les marchés obligataires locaux des pays émergents », *Bulletin de la Banque de France*, n° 166, Banque de France, 29-39.

[http://banquedefrance.eu/archipel/publications/bdf\\_bm/etudes\\_bdf\\_bm/bdf\\_bm\\_166\\_etu\\_2.pdf](http://banquedefrance.eu/archipel/publications/bdf_bm/etudes_bdf_bm/bdf_bm_166_etu_2.pdf)

- DIAMOND D. (1991), « Monitoring and Reputation : the Choice between Bank Loans and Directly Placed Debt », *Journal of Political Economy*, vol.(99), n° 4, 688-721.
- DIAMOND D. & DYBVIK P. (1983), « Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity », *Journal of Political Economy*, vol.(91), n° 3, 401-419.
- DIAZ-ALEJANDRO C.F. (1983), « Stories of the 1930s for the 1980s », dans *Financial Policies and the World Capital Market : the Problem of Latin America*, sous la direction de P.A. ARMELLA, R. DORNBUSCH & M. OBSTFELD, 5-40, Chicago : University of Chicago Press.
- DIAZ-CASSOU J., ERCE-DOMINGUEZ A. & VASQUEZ-ZAMORA J.J. (2008a), « The Role of the IMF in Recent Sovereign Debt Restructurings : Implication for the Policy of Lending into Arrears », Banco De España Occasional Papers 0805, Banco De España, 37p.  
<http://www.bde.es/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeriadas/DocumentosOcasiones/08/Fic/do0805e.pdf>
- DIAZ-CASSOU J., ERCE-DOMINGUEZ A. & VASQUEZ-ZAMORA J.J., (2008b), « Recent Episodes of Sovereign Debt Restructurings. A Case Study Approach », Documentos Ocasiones, n°0804, Banco De España, 82p.  
<http://www.bde.es/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeriadas/DocumentosOcasiones/08/Fic/do0804e.pdf>
- DIXON L. & WALL D. (2000), « Collective Action Problems and Collective Action Clauses », *Financial Stability Review*, Bank of England, 142-151.  
<http://www.bankofengland.co.uk/Links/setframe.html>
- DOCKES P. (2002), *Ordre et désordres dans l'économie-monde*, collection Quadrige, Presse Universitaire de France, 551p.
- DOOLEY M., FOLKERS-LANDAU D. & GARBER P. (2005), « Interest Rates, Exchange Rates and International Adjustment », *NBER Working Paper*, n° 11771.

- DOOLEY M., FOLKERS-LANDAU D. & GARBER P. (2004b), « The US Current Account Deficit and Economic Development, Collateral for a Total Return Swap », *NBER Working Paper*, n° 10727.
- DOOLEY M., FOLKERS-LANDAU D. & GARBER P. (2004a), « Direct Investment, Rising Real Wages and the Absorption of Excess Labor in Periphery », *NBER Working Paper*, n° 10626.
- DOOLEY M., FOLKERS-LANDAU D. & GARBER P. (2003), « An Essay on the Revisited Bretton Woods System », *NBER Working Paper*, n° 9971.
- DOOLEY M.P. (2000), « Can Output Losses Following International Financial Crises Be Avoided ? », *NBER Working Paper*, n° 7531.
- DRAGE J. & HOVAGUIMIAN K. (2004), « Collective Action Clauses : an Analysis of Provisions included in Recent Sovereign Bond Issues », *Financial Stability Review*, International Financial Division, Bank of England, 29p.
- EATON J. & GERSOVITZ M. (1981), « Debt with Potential Repudiation : Theoretical and Empirical Analysis », *Review of Economic Studies*, 48(2), 239-309.
- EDELSTEIN M. (1994), « Foreign Investment and Accumulation, 1860-1914, Imperialism Cost and Benefit », dans *The Economic History of Britain since 1700*, sous la direction de R. FLOUD & D.N. MCCLOSKEY, 3 vol., rééd., Cambridge University Press, 173-196.
- EICHENGREEN B. (2003), « Restructuring Sovereign Debt », *Journal of Economic Perspectives*, American Economic Association, 17(4), 75-98.
- EICHENGREEN B. (1999), *Toward a New International Architecture : a Practical Post-Asia Agenda*, Washington D.C., Institute for International Economics, 200p.
- EICHENGREEN B., HAUSMANN R. & PANIZZA U. (2003), « The Pain of Original Sin », mimeo (août), 49p.
- EICHENGREEN B., HAUSMANN R. & PANIZZA U. (2002), « Original Sin : the Pain, the Mystery and the Road to Redemption », préparé pour la conférence « Currency Mismatching : redemption Debt

from the Original Sin », Banque interaméricaine de développement, Washington, 21-22 novembre.

EICHENGREEN B., KLETZER K. & MODY A. (2003), « Crisis Resolution : Next Steps », *IMF Working Paper*, WP/03/196, IMF, 59 p.  
[www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp03196.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp03196.pdf)

EICHENGREEN B. & RUHL C. (2000), « The Bail-in Problem : Systematic Goals, ad hoc Means », *Economic Systems*, Elsevier, vol. 25(1), 3-32.

EICHENGREEN B. & MODY A. (2004), « Do Collective Action Clauses Raise Borrowing Costs? », *Economic Journal*, Royal Economic Society, vol. 114(495), 247-264.

EICHENGREEN B. & MODY A. (2003), « Is Aggregation a Problem for Sovereign Debt Restructuring », *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 93(2), 80-84.

EICHENGREEN B. & MODY A. (2000), « Would Collective Action Clauses raise Borrowing Costs ? An Update and Additional Results », *Policy Research Working Paper Series*, n° 2363, The World Bank, 22p.

EICHENGREEN B. & MODY A. (1999), « Would Collective Action Clauses raise Borrowing Costs? », *CEPR Discussion Papers*, n° 2343.

EICHENGREEN B. & PORTES R. (1995), *Crisis? What Crisis? Orderly Workouts for Sovereign Debtors*, CEPR, 134p.

EICHENGREEN B. & PORTES R. (1989), « Dealing with Debt : the 1930s and the 1980s », *CEPR Discussion Papers*, n° 300.

EICHENGREEN B. & PORTES R. (1986), « Debt and Default in the 1930s : Causes and Consequences », *European Economic Review*, Elsevier, vol. 30(3), 599-640.

EMTA (2001), « Burden Sharing 2001 : Now it's time to Reform the Paris Club »

EMTA & alii. (2003), « Model Covenants for New Sovereign Debt Issues »  
[http://www.emta.org/ndevelop/Final\\_merged.pdf](http://www.emta.org/ndevelop/Final_merged.pdf)

- FARIA A., MAURO P., MINNONI M. & ZAKLAN A. (2006), « The External Financing of Emerging Market Countries : Evidence from Two Waves of Financial Globalization », *IMF Working Paper*, WP/06/205, IMF, 49p.  
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp06205.pdf>
- FISCH J.E. & GENTILE C.M. (2004), « Vultures or Vanguard ? The Role of Litigation in Sovereign Debt Restructuring », *Emory Law Journal*, vol. 53, n° 1043.
- FITCH (2010), « Definitions of Ratings and Other Forms of Opinion », 50p.  
[http://www.fitchratings.com/web\\_content/ratings/fitch\\_ratings-definitions-and-scales.pdf](http://www.fitchratings.com/web_content/ratings/fitch_ratings-definitions-and-scales.pdf).
- FLANDREAU M. & ZUMER F. (2004), « The making of Global Finance, 1880-1913 », OCDE, 144p.
- FRISON-ROCHE M.A. (2002), « Le droit, source et forme de régulation mondiale », dans *Gouvernance mondiale*, sous la direction de P. JACQUET, J. PISANI-FERRY et L. TUBIANA, Rapport du Conseil d'Analyse Economique, n°37, La Documentation française, 313-330.  
<http://www.cae.gouv.fr/IMG/zip/037.zip>
- GALVIS J. & SAAD A.L. (2004), « CAC : Recent Progress and Challenges Ahead », Paper presented at the conference « Sovereign Debt, The View of the Legal Academy », Georgetown University, February 26-27.
- GEITHNER T., GIANVITI F. & HAUSLER G. (2002), « Collective Action Clauses in Sovereign Bond Contracts : Encouraging Greater Use », *The Policy Development and Review, International Capital Markets and Legal Departments*, in Consultation with other Departments, IMF.
- GELOS G., SAHAY R. & SANDLERIS G. (2004), « Sovereign borrowing by Developing Countries : what determines Market Access », *IMF Working Paper*, WP/04/221, IMF, 41p.
- GELPERN A. (2003), « How collective action is changing sovereign debt », *International Financial Law Review* (Mai), 19-23.  
<http://www.iie.com/publicatins/papers/gelpern0804.pdf>

- GELPERN A. & SETSER B. (2004), « Domestic and External Debt : The Doomed Quest for Equal Treatment », *Georgetown Journal of International Law*, vol. 35, n° 4, 795-814.
- GHOSAL S. & THAMPANISHVONG K. (2009), « Does strengthening Collectives Action Clauses help? », *Warwick Economic Research Papers*, n° 895, Department of Economics, The University of Warwick, 22p.  
[http://www2.warwick.ac.uk/fac/soc/economics/research/papers\\_2009/twerp\\_895.pdf](http://www2.warwick.ac.uk/fac/soc/economics/research/papers_2009/twerp_895.pdf)
- GIANVITI F. (2003), « The Restructuring of Sovereign Debt – Assessing the Benefits, Risks, and Feasibility of Aggregating Claims », Legal Department, IMF, 35 p.  
<http://www.imf.org/external/np/pdr/sdrm/2003/090303.pdf>
- GILLES PH. (1992), « Incertitude, risque et asymétrie d'information sur les marchés financiers », *Revue française d'économie*, vol.(7), n° 2, 53-115.
- GILLES PH. & MOULEY S. (2009), *Attractivité, compétitivité et financement de la croissance en Tunisie. Nouveaux enjeux, nouveaux débats*, Tunis, Publications de l'Imprimerie Officielle de la République tunisienne.
- GILLES PH. & MOULEY S. (2009), *Libéralisation du compte de capital et convertibilité intégrale : cadre de gestion macroéconomique en Tunisie et expériences comparées de pays émergents, Rapport Femise*, n° FEM33-03, Union Européenne.
- GLENNERSTER R. & SHIN Y. (2003), « Is Transparency Good for You, and Can the IMF Help », *IMF Working Paper*, WP/03/132, IMF, 46p.  
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp03132.pdf>
- GUGIATTI M. & RICHARDS A. (2003), « Do Collective Action Clauses Influence Bond Yields ? New Evidence from Emerging Markets », *Research Discussion Paper*, Reserve Bank of Australia, 27p.  
<http://www.rba.gov.au/publications/rdp/2003/pdf/rdp2003-02.pdf>
- GROUP OF SEVEN (1999), « Strengthening the International Financial Architecture », Report of the G7 Finance Ministers to Heads of State and Government, Cologne.

GROUP OF TEN (2002), *Report of the G10 Working Group on Contractual Clauses*.

GROUP OF TEN (1996), « The Resolution of Sovereign Liquidity Crises », *Report to the Ministers and Governors prepared under the Auspices of the Deputies*.  
<http://www.bis.org/publ/other.htmGten>

HAESLER S. (2008), « Rights in International Sovereign Bonds », *MPRA Paper*, n° 11518, 27p.  
<http://mrpa.ub.uni-muenchen.de/11518/>

HAESLER S. (2007) « Collective Action Clauses in International Sovereign Bond Contracts – Whence the Opposition », *German Working Papers in Law and Economics*, Vol. 2007, Paper 5, 39p.

HALDANE A.G., IRWIN G. & SAPORTA V. (2004), « Bail out or Work out ? Theoretical Consideration », *Economic Journal*, Royal Economic Society, vol. 114(494), 130-148.  
<http://www.bankofengland.co.uk/publications/workingpaper/wp219.pdf>

HALDANE A.G., PENALVER A., SAPORTA V. & SHIN H.S. (2005), « Analytics of Sovereign Debt Restructuring », *Journal of International Economics*, 65(2), 315-333.

HALDANE A.G., PENALVER A., SAPORTA V. & SHIN H.S. (2004), « Optimal Collective Action Clause Thresholds », *Working Paper*, n°249, Bank of England, 25p.  
<http://www.bankofengland.co.uk/publications/workingpaper/wp249.pdf>

HALDANE A.G., HAYES S., PENALVER A., SAPORTA V. & SHIN H.S. (2004), « Binding-in the Private Sector », Conference « The Role of the Official and Private Sector in Resolving International Financial Crises » , Bank of England, 40p.

HOBSON J.A. (1902), *Imperialism, a Study*, Georges Allen & Unwin, Londres, 386p.

IIF (2002), *IIF Action Plan Proposals and Dialogue with the Private Sector, Appendix D*, « Does Subscription to the IMF's Special Data Dissemination Standard Lower a Country's Credit Spread? », Washington.

- IIF & *alii.* (2004), « Principles for Stable Capital Flows and Fair Debt Restructuring in Emerging Markets », 24 novembre.
- IMF (2008), *Normes du FMI pour la diffusion des données*, Fiche technique, août.  
<http://www.imf.org/external/np/exr/facts/fre/data.htm>
- IMF (2006), *Normes et codes : le rôle du FMI*, Fiche technique, mars.  
<http://www.imf.org/external/np/exr/facts/fre/scf.htm>
- IMF (2002), « Sovereign Debt Restructurings and the Domestic Economy : Experience in Four Recent Cases », prepared by the Policy Development and Review Department (Washington), 33 p.  
<http://www.if.org/external/NP/pdr/sdrm/2002/022102.pdf>
- INTER-AMERICAN DEVELOPMENT BANK (2007), *Living with Debt : How to Limit the Risk of Sovereign Finance*, Rapport coordonné par E. BORENSZTEIN, E. LEVY YEYATI et U. PANIZZA, Economic & Social Progress in Latin America.  
[www.iadb.org/res/ipes/2007](http://www.iadb.org/res/ipes/2007)
- JACQUET P. (2003), « Prêts ou dons, quel financement public du développement ? », *Complément*, 137-152, dans D. COHEN & R. PORTES (2003), *Crise de la dette : prévention et résolution*, Rapport du Conseil d'Analyse Economique, n° 43, La Documentation française, 169p.  
<http://www.cae.gouv.fr/IMG/pdf/043-2.pdf>
- JACQUET P. & NAUDET J-D. (2006), « Les fondements de l'aide », 47-96, dans *La France et l'aide publique au développement*, Rapport du Conseil d'Analyse Economique, n° 62, La Documentation française, 356p.  
<http://www.cae.gouv.fr/IMG/pdf/062.pdf>
- JEANNE O. & GUSCINA A. (2006), « Government Debt in Emerging Market Countries: A New Data Set », *IMF Working Paper*, WP/06/98, IMF, 31p.  
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2006/wp0698.pdf>
- JEANNEAU S. & TOVAR C.E. (2008), « Latin America's Local Currency Bond Markets : an Overview », *BIS Paper*, n° 36, BRI, 46-64.



- JEANNEAU S. & TOVAR C.E. (2006), « Amérique latine : progrès et défis des marchés obligataires domestiques », Rapport trimestriel, juin, BRI, 51-64.  
[http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt0606fre.pdf](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0606fre.pdf)
- JEANNEAU S. & VERDIA C.P. (2005), « Réduction de la vulnérabilité financière : développement du marché intérieur des obligations d'Etat au Mexique », *Rapport trimestriel*, décembre, BRI, 99-109.  
[http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt0512fre\\_h.pdf](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0512fre_h.pdf)
- JORGENSEN E. & SACHS J. (1989), « Default and Debt of Latin American Foreign Bonds in the Interwar Period », dans *The International Debt Crisis in Historical Perspective*, sous la direction de B. EICHENGREEN & P. LINDERT, MIT Press, 48-66.  
[http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt0512fre\\_h.pdf](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0512fre_h.pdf)
- JOUINI E. & PASTRE O. (2008), *Enjeux et opportunités du développement de la finance islamique pour la place de Paris*, Rapport, Paris Europlace, 135p.
- KING M. (1999), Speech on Reforming the International Financial System : the Middle Way, Federal Reserve Bank of New York, 14p.  
<http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/1999/speech52.pdf>
- KLETZER K.M. (2004), « Resolving Sovereign Debt Crises With CAC », *FRBSF Economic Letter*, février, Federal Reserve Bank of San Francisco, 4p.  
<http://www.frbsf.org/publications/economics/letter/2004/el2004-06.pdf>
- KLETZER K.M. (2003), « Sovereign Bond Restructuring : Collective Action Clauses and Official Crisis Intervention », *IMF Working Paper*, WP/03/134, IMF, 24p.  
<http://www.imf.or/external/pubs/ft/wp/2003/wp03134.pdf>
- KLETZER K.M. & WRIGHT B. (2000), « Sovereign Debt As an Intertemporal Barter », *American Economic Review*, Vol. 90 (3), 621-639.
- KLINGEN C., WEDER B. & ZETTELMEYER J. (2004), « How Private Creditors fared in Emerging Debt Markets, 1997 – 2000 », *IMF Working Paper*, WP/04/13, IMF, 59p.  
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp0413.pdf>

- KRASNER S. (1983), « Regimes and Limits of Realism : Regimes as Autonomous Variables », dans *International Regimes*, sous la direction de S. KRASNER, Ithaca (NY), Cornell University Press.
- KRUEGER A. (2002), *A New Approach to Sovereign Debt Restructuring*, IMF, 40p.  
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/exrp/sdrm/eng/sdrm.pdf>
- KRUEGER A. (2001), « International Financial Architecture for 2002 : A New Approach to Sovereign Debt Restructuring », American Enterprise Institute, Washington DC, 26 novembre.
- LEVASSEUR S. & RIFFLART C. (2003), « Crise de dette souveraine : vers une nouvelle résolution », *Chronique de la mondialisation*, Revue de l'OFCE, n° 86, OFCE, 50p.  
<http://spire.sciences-po.fr/hdl:/2441/2443/resources/4-86.pdf>
- LEVY S. (2002), « Le développement des clauses contingentes : état des lieux et implication pour la stabilité financière », *Revue de la stabilité financière*, novembre, Banque de France, 103-116.  
[http://www.banque-france.fr/archipel/publications/bdf\\_rsf/etudes\\_bdf\\_rsf/bdf\\_rsf\\_01\\_et\\_u\\_4.pdf](http://www.banque-france.fr/archipel/publications/bdf_rsf/etudes_bdf_rsf/bdf_rsf_01_et_u_4.pdf)
- LEVY YEYATI E. & PANIZZA U. (2006), « The Elusive Costs of Sovereign Defaults », *RES Working Paper*, n° 581, IADB, 38p.  
<http://www.iadb.org/res/publications/pubfiles/pubWP-581-pdf>
- LINDERT P.H. & MORTON P.J. (1989), « How Sovereign Debt has worked », dans *Developing country debt and economics performance*, sous la direction de J. SACHS, 39-106, Chicago : University of Chicago Press.
- LIU Y. (2002), « Collective Action Clauses in International Sovereign Bonds », *Seminar on Current Development in Monetary & Financial Law*, IMF.  
[www.imf.org/external/np/leg/sem/2002/cdmfl/eng/liu.pdf](http://www.imf.org/external/np/leg/sem/2002/cdmfl/eng/liu.pdf)
- LOVE I. & ZAIDI R. (2004), « Trade Credit and Financing Constraints : Evidence from the East Asian Crisis », Banque Mondiale, unpublished.

- LUBONCHINSKY C. (2002), « Quel crédit accorder aux spreads de crédit ? », *Revue de la stabilité financière*, novembre, Banque de France, 85-102.  
[www.banque-france.fr/fr/publications/telecharg/rsf/2002/et4\\_1102.pdf](http://www.banque-france.fr/fr/publications/telecharg/rsf/2002/et4_1102.pdf)
- MANDENG O.J. (2004), « Intercreditor Distribution in Sovereign Debt Restructuring », *IMF Working Paper*, WP/04/183, IMF, 26p.  
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp04183.pdf>
- MATHIAS P. (1983), *The First Industrial Nation : an Economic History of Britain, 1700-1914*, 2<sup>ème</sup> éd., Routledge, 524p.
- MATHIESON D., ROLDOS J., RAMASWAMY R. & ILYNIA A. (2004), « Emerging Local Securities and Derivatives Markets », *World Economic and Financial Surveys*, IMF, 108p.  
<http://imf.org/external/pubs/ft/wefs/2004/derivmks.pdf>
- MAURO P. & YAFEH Y., (2003), « The Corporation of Foreign Bondholders », *IMF Working Paper*, WP/03/107, IMF, 29p.  
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp03107.pdf>
- MCCAULEY R. & REMOLANA E. (2000), « Dimension et liquidité des marchés d'obligations d'Etat », *Rapport trimestriel*, novembre, BRI, 54-63.  
<http://www.bis.org/publ/r qt0011.pdf>
- MCMILLAN R. (1995a), « The Next Sovereign Debt Crisis », *Stanford Journal of International Law*, Vol. 31, 305-358.
- MCMILLAN R. (1995b), « New Lease of Life for Bondholder Councils », *Financial Times*, 15 août.
- MEHL A. & REYNAUD J. (2008), « Domestic Debt Structures in Emerging Markets : New Empirical Evidence », *CES Working Papers*, n° 08059, Centre d'Economie de la Sorbonne.
- MEDEIROS C., GAPEN M. & ZANFORLIN L. (2005), « Assessing the Determinants and Prospects for the Pace of Market Access by Countries Emerging from Crisis – further Considerations », IMF, SM/05/76, International Capital Markets Development, 32p.  
<http://imf.org/external/np/pp/eng/2005/030105a.pdf>

- MELTZER (2000), *Report of the International Financial Institution Advisory Commission*, US Congress, Washington DC.
- MISHKIN F.S. (1991), « A multicountry study of the information in the shorter maturity term structure about future inflation », *Journal of International Money and Finance*, 10(1), March, 2-22.
- ODONNAT I. & RAHMOUNI I. (2006), « Les pays émergents forment-ils toujours une classe d'actifs homogène? », *Revue de la stabilité financière*, n° 9, Banque de France, 41-50.  
[http://www.banque-france.fr/archipel/publications/bdf\\_rsf/etudes\\_bdf\\_rsf/bdf\\_rsf\\_09\\_et\\_u\\_1.pdf](http://www.banque-france.fr/archipel/publications/bdf_rsf/etudes_bdf_rsf/bdf_rsf_09_et_u_1.pdf)
- OLIVARES-CAMINAL R. (2008), « A Critical Analysis of Argentina's Debt Exchange Offer », *Journal of Banking Regulation*, 28-45.
- ONDO NDONG S. & SCIALOM L. (2008), « La débâcle de Northern Rock : un cas d'école », dans *La crise des subprimes*, sous la direction de P. ARTUS, J.P. BETBEZE, C. DE BOISSIEU & G. CAPELLE-BLANCHARD, Rapport du Conseil d'Analyse Economique, n° 78, La Documentation française, 247-258.
- ÖZLER S. (1993), « Have Commercial Banks ignored History », *American Economic Review*, 83(3), 608-620.
- PACKER. F. (2003), « Ecart de notation entre dette souveraine en monnaie nationale et en devises », Rapport trimestriel BRI, septembre, 58-68.  
[www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt0309fre\\_f.pdf](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0309fre_f.pdf)
- PANIZZA U., STURZENEGGER F. & ZETTELMEYER J. (2009), « The Law and Economics of Sovereign Debt and Default », *Journal of Economic Literature*, vol. 47, n° 3, 651-698.
- PASTRE O. (2008), « La nécessaire refonte de la gouvernance mondiale », dans *Crises financières : analyses et proposition*, Hors série, *Revue d'économie financière*, 439-442.
- PETAS P. & RAHMAN R. (1999), « Sovereign Bonds – Legal Aspects that Affect Default and Recovery », *Deutsch Bank Global Emerging Markets – Debt Strategy*, Mai, 59-78.

- PORTES R. (2003), « Resolution of Sovereign Debt Crises : the New Old Framework », *CEPR Discussion Papers*, n° 4717.
- PORTES R. (2000), « The Role of Institutions for Collective Action », dans *Managing Financial and Corporate Distress : Lessons from Asia*, sous la direction de C. ADAMS, R. LINTON & M. POMERLEANO, Brooking Institution, 47-74.
- RAFFINOT M. (2008), *La dette des tiers mondes*, coll. Repères, La Découverte, 128p.
- REINHART C.M. & ROGOFF K.S. (2004), « Serial Default and the Paradox of Rich-to-Poor Capital Flows », *American Economic Review* , Vol. 94, n°2, 53-59.
- REINHART C.M. (2002), « Default, Currency Crises and Sovereign Credit Ratings », *NBER Working Papers*, n°8738.
- ROCHET J.C. (2008), « La réglementation de la liquidité et le prêteur en dernier ressort », *Revue de la stabilité financière*, n° 11, Banque de France, spécial *Liquidité*, février, 47-55.  
[http://www.banque-france.fr/publications/telechar/rsf/2008/etu7\\_0208.pdf](http://www.banque-france.fr/publications/telechar/rsf/2008/etu7_0208.pdf)
- ROSE A.K. (2005), « One Reason Countries pay their Debts : Renegotiation and International Trade », *Journal of Development Economics*, 77(1), 189-206.
- ROUBINI N. & SETSER B. (2004), *Bailouts or Bail-ins ? Responding to Financial Crises in Emerging Economies*, Institute for International Economics, 427p.
- SGARD J. (2005), « La dette argentine et le déclin du FMI », *La Lettre du CEPII*, CEPII, n° 241.
- SGARD J. (2003), « Crise de la dette souveraine : l'action multilatérale après le rejet de la proposition Krueger », *La Lettre du CEPII*, n° 223, CEPII.
- SINCLAIR D. (2004), *The Land that never Was : Sir Gregor MacGregor and the Most Audacious Fraud in History*, 384p.
- STIGLITZ J. (2002), *La grande désillusion*, Fayard, 324p.

- STURZENEGGER F. (2004), « Tools for the Analysis of Debt Problems », *Journal of Reconstructing Finance*, vol. 1, n°1, 1-23.
- STURZENEGGER F. & ZETTELMAYER J. (2006), « Has the Legal Threat to Sovereign Debt Restructuring become Real ? », *Business School Working Paper*, Universidad Torcuato Di Tella, 58 p.
- STURZENEGGER F. & ZETTELMAYER J. (2005), « Haircuts : Estimating Investor Losses in Sovereign Debt Restructurings, 1998-2005 », *IMF Working Paper*, WP/05/137, IMF, à venir dans *Journal of International Money & Finance*
- SUTER CH. (1992), *Debt Cycles in the World-Economy, Foreign Loans, Financial Crisis and Debt Settlements, 1820-1990*, Westview Press, Boulder, 234p.
- TAYLOR J.B. (2002), « Sovereign Debt Restructuring : a US Perspective, Speech at the Conference Sovereign Debt Workouts : Hope and Hazards », Institute for International Economics, Washington DC, 2 avril.  
<http://www.iie.com/papers/taylor0402.htm>
- THORNTON H. (1802), *An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*, ed. By F.A. Hayek, Fairfield : Augustus M. Kelley.
- TOMZ M. (2007), *Reputation and International Cooperation : Sovereign Debt across Three Centuries*, Princeton, NJ : Princeton University Press, 330p.
- TOVAR C.E. (2005), « Emprunts d'Etats internationaux en monnaie locale : exemple récents en Amérique latine », Rapport trimestriel, décembre, BIS, 111-120.  
[http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt0512fre.pdf](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0512fre.pdf)
- TREBESCH C. (2009), « The Cost of Aggressive Sovereign Debt Policies : how much is the Private Sector Affected? », *IMF Working Paper*, WP/09/129, IMF, 35 p.  
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp0929.pdf>
- TSATSARONIS K. (1999), « The Effect of Collective Action Clauses on Sovereign Bond Yields », *BIS Quarterly Review : Internal Banking and Financial Market Developments*, novembre, 22-23.  
[http://www.bis.org/publ/r\\_qt9911.htm](http://www.bis.org/publ/r_qt9911.htm)

WEBER A.A. (1991), « Reputation and Credibility in the European Monetary System », *Economic Policy*, n° 12, April, 57-102.

WEBER P.F. (2005), « (Re) structuration des dettes souveraines : où en est-on ? », *Revue de la stabilité financière*, n° 7, Banque de France, 115-135.  
[www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/rsf/2005/etud5\\_1105.pdf](http://www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/rsf/2005/etud5_1105.pdf)

WEI S. (2005), « Connecting Two Views on Financial Globalization : Can We Make further Progress ? », IMF, non publié.

WEINSCHLBAUM F. & WYNNE J. (2005), « Renegotiation, Collective Action Clause and the Sovereign Debt Markets », *Journal of International Economics* 67, 47-72.

# Annexes



## *Annexe 1 Les modèles de clauses d'actions collectives par le secteur officiel et le secteur privé*

---

L'annexe 1 comprend les recommandations établies par le G10 (Cf. Tableau A) et le secteur privé (Cf. Tableau B).

Dans l'optique d'une généralisation des CAC, le G10 a publié un rapport dans lequel il donne ses principales recommandations quant au fond et à la forme qu'elles doivent prendre. Les recommandations du G10 visent trois objectifs.

*Le premier objectif vise à favoriser le dialogue, la coordination et la communication entre le débiteur souverain et ses créanciers*

Pour parfaire cet objectif, le G10 propose quatre provisions :

- la représentation des créanciers obligataires grâce à un interlocuteur qui interagit avec le débiteur souverain tout au long de la durée de vie de l'emprunt obligataire (elle n'est généralement pas adoptée) ;
- l'élection d'un représentant spécial mandaté par les créanciers pour engager sans attendre des discussions avec le débiteur souverain à propos de la restructuration (elle n'est généralement pas adoptée) ;
- l'appel d'une réunion des porteurs d'obligations (elle est généralement adoptée) ;
- le partage de l'information (elle n'est généralement pas adoptée).

*Le deuxième objectif vise à fournir aux deux parties des moyens de conclure de nouveaux accords sans qu'une minorité de créanciers ne puisse faire obstruction.*

Cet objectif peut être réalisé au travers de quatre provisions :

- l’instauration d’une majorité qualifiée de créanciers habilitée à modifier les modalités de paiement (elle est généralement adoptée) ;
- l’élimination des titres obligataires détenus directement ou indirectement par le souverain de la restructuration (elle est généralement adoptée) ;
- la majorité qualifiée de créanciers doit être habilitée à accepter l’échange d’obligation contre de nouveaux instruments (elle n’est pas encore adoptée) ;
- la clause d’agrégation (elle n’est généralement pas adoptée).

*Le troisième objectif vise à assurer que des actions en justices intentées par des créanciers à titre individuel ne viennent pas perturber la conclusion d’un accord.*

Pour cet objectif, le G10 propose trois provisions :

- le pourcentage minimum de 25% des créanciers doit être requis pour accélérer les remboursements et une autre majorité (avec un maximum de deux tiers des votes) doit être autorisée à lever la clause d’accélération (elle est généralement adoptée) ;
- la capacité d’intenter une action en justice doit être limitée au représentant des créanciers et toute action individuelle doit être prohibée (elle n’est généralement pas adoptée) ;
- les montants recouverts par tout créancier doivent être répartis au prorata (elle n’est généralement pas adoptée).

**Tableau A. Recommandations du G10**

Clause d'engagement	
Représentant permanent des créanciers (RPC)	Oui - Mandataire
Représentant des négociations	Oui – Elu par 2/3 des porteurs (écrit ou réunion)
Réunion des porteurs	A tout moment, à la demande de : <ul style="list-style-type: none"> <li>- l'émetteur ;</li> <li>- du RPC (ou équivalent) ;</li> <li>- 10% du principal restant dû</li> </ul>
Clause d'action majoritaire	
Les conditions de paiement	Vote représentant : <ul style="list-style-type: none"> <li>- 75% des porteurs</li> <li>- procédure écrite</li> </ul>
Les autres	Vote représentant : <ul style="list-style-type: none"> <li>- 66 2/3% des porteurs</li> <li>- à l'écrit ou en réunion</li> </ul>
Clause d'exécution majoritaire	
<i>Accélération</i>	
Accélération	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Cas de défaut</li> <li>- RPC ou porteurs représentant au minimum 25% des porteurs</li> </ul>
Annulation de l'accélération	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Le défaut est levé</li> <li>- Porteurs représentant au minimum 66 2/3% des porteurs</li> </ul>
<i>Contentieux</i>	
Déclenchement du litige	Uniquement par le RPC : <ul style="list-style-type: none"> <li>- A sa discrétion</li> <li>- Ou sur instruction d'un minimum de 25% des porteurs</li> <li>- Dans les 90 jours, au-delà de cette date, les poursuites individuelles sont autorisées</li> </ul>
Poursuite et issue du litige	Au minimum 50% des porteurs qui sont concernés par le litige
Distribution au prorata	Oui
Clause de privation des droits	Obligations exclues : les obligations détenues ou contrôlées, directement ou indirectement, par ou au nom de l'émetteur ou une de ses institutions.
Clause d'information	Au cas par cas
	Fournir des informations si 10% des créanciers en font la demande.

tel-00598652, version 1 - 7 Jun 2011

*Tableau B. Recommandations du secteur privé*

Clause d'engagement	
Représentant permanent des créanciers	Non – Agent fiscal, il représente l'émetteur
Représentant des négociations	La clause d'engagement permet, en cas de défaut ou de restructuration, d'élire un comité ou une personne (plus de 50% des voix et moins de 25% d'objecteurs). L'émetteur paiera les frais et dépenses du Comité et de ses conseillers juridiques et financiers.
Réunion des porteurs	A tout moment, à la demande de : <ul style="list-style-type: none"> <li>- l'émetteur ;</li> <li>- du RPC (ou équivalent) ;</li> <li>- 5% des créanciers demandent à l'agent fiscal de convoquer une assemblée en cas de défaut de paiement ou de restructuration.</li> </ul>
Clause d'action majoritaire	
Les conditions de paiement	Seuil minimum : 85% (en revanche tout changement est interdit si 10% d'objecteurs). Certains sujets, tel que la modification de la loi de gouvernance, demandent 100%
Les autres	Seuil minimum de 75%.
Clause d'exécution majoritaire	
<i>Accélération</i>	
Accélération	Seuil minimum : 25% du principal
Annulation de l'accélération	Seuil minimum : 75% du principal
<i>Contentieux</i>	
Déclenchement du litige	Tout porteur d'obligations
Poursuite et issue du litige	Idem
Distribution au prorata	Non
Clause de privation des droits	Obligations exclues : les obligations détenues ou contrôlées, directement ou indirectement, par ou au nom de l'émetteur ou une de ses institutions.
Clause d'information	Souscrire au SDDS ;
	Publier les prévisions du budget et de l'inflation à 12 mois ;
	Préciser les conditions de tout autre accord de restructuration ;
	Préciser les relations avec le FMI ;
	Communiquer les minutes du Club de Paris, ainsi que les détails de l'accord ;
	Fournir des informations à l'agent fiscal si 5% des créanciers en font la demande.

## Annexe 2 Approche de restructuration des dettes souveraines dans un univers sans loi de faillite internationale

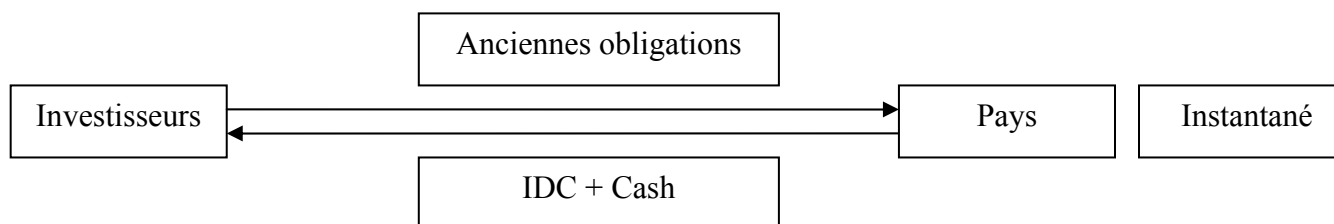
---

L'étude de restructuration des dettes souveraines réalisée par Bartholomew & al. (*op. cit.*) est intéressante car elle contient un mécanisme d'agrégation des créances.

Le mécanisme d'échange se déroule en deux temps. Dans un premier temps, les investisseurs échangent leurs obligations contre une obligation intermédiaire assortie de liquidité, dans un second temps, le pays échange les obligations intermédiaires contre de nouvelles obligations assorties également de liquidité.

L'instrument de restructuration intermédiaire (*Interim Debt Claim, IDC*) sert à convertir les obligations existantes (donc différentes) en une obligation commune. Les liquidités servent d'incitation à rallier les investisseurs potentiellement dissidents.

### Etape n°1



La première étape doit se mettre en place aussi vite que possible après la prononciation du défaut. Le souverain offre la possibilité à ses investisseurs d'échanger leurs obligations contre un instrument de restructuration intermédiaire assorti de liquidités si nécessaires.

L'objectif principal de la première étape est d'obtenir le taux le plus élevé de participation, afin de rendre la seconde étape plus facile.

Les liquidités octroyées peuvent être financées par le pays et/ou les instances multilatérales.

La valeur nominale des instruments de restructuration intermédiaires offerte est égale à la différence entre la valeur au pair plus les intérêts courus des anciennes obligations moins les liquidités.

L'instrument de restructuration intermédiaire doit être libellé dans une devise majeure, avoir une maturité courte (pas plus de 6 mois)

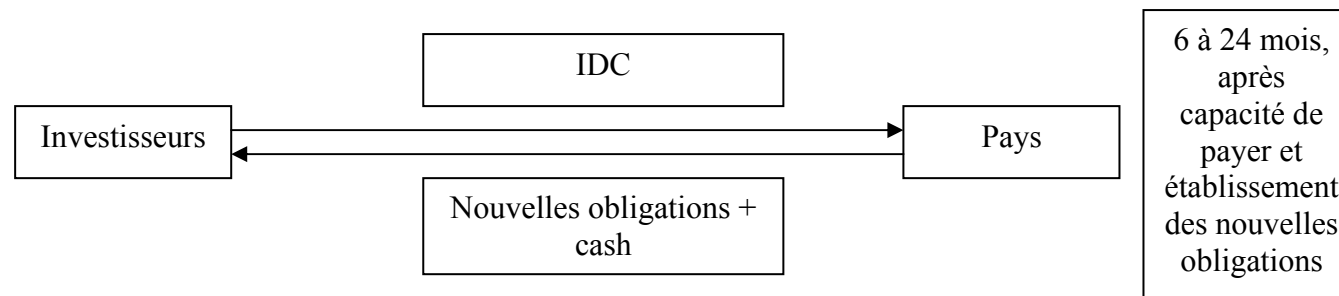
Les instruments de restructuration intermédiaires comportent des clauses d'actions collectives :

- une clause de partage : toute monnaie recouverte par tout porteur d'IDC doit être partagée avec les autres sur une base proportionnelle.
- Une clause de majorité qualifiée : seuil de 85% (seuls les détenteurs d'IDC participent au vote).
- Une clause de représentation : un comité de créanciers reconnu par les porteurs d'IDC doit avoir le pouvoir de négocier avec le souverain.

## Etape n°2

La seconde étape commence quand la soutenabilité de la dette a été déterminée et que les termes des nouveaux instruments ont été agréés par l'émetteur et le comité des créanciers (et ratifiés par la majorité qualifiée).

Les créanciers qui ont refusé de participer à la première étape peuvent néanmoins participer à la seconde étape, sans pour autant bénéficier des mêmes avantages.



L'approche développée par Bartholomew & al. (*op. cit.*) exige qu'un accord soit conclu entre l'emprunteur souverain et le FMI. Cet accord est nécessaire pour obtenir une assistance financière du Fonds mais également des banques de développement. Les projections économiques doivent faire part d'un profil soutenable de la dette.

Le programme du FMI n'est pas nécessairement complété et agréé à la première étape. Le gouvernement doit cependant commencer les discussions avec le FMI.

Le mécanisme développé par Bartholomew & al. (*op. cit.*) est donc bénéfique pour les deux parties.

Dans le cas où le souverain défaille sur sa dette, il doit faire face à un processus de négociation avec ses créanciers long et coûteux. En effet, il est peu probable qu'il obtienne l'accord de la totalité de ses créanciers, hormis s'il décide de satisfaire autant que faire se peut les différentes catégories d'investisseurs détenteurs de sa dette, ce qui est financièrement impossible. En l'absence d'un cadre clair de restructuration, les créanciers sont tentés de vendre leurs obligations, ce qui fait chuter leurs prix et rend les obligations très attractives pour les fonds vautours. Les bénéfices pour l'emprunteur souverain sont au nombre de deux :

- En unifiant les investisseurs à la première étape, l'emprunteur souverain négocie avec un groupe unique.
- Les investisseurs élaborent une stratégie constructive dès la première étape, réduisant ainsi les risques de dissidence.

Les investisseurs bénéficient à leur tour d'un processus plus ordonné, qui réduit les coûts de *free riding*, dès lors que le mécanisme rend les stratégies de dissidence moins attractives. Trois bénéfices sont dégagés :

- Les investisseurs participant à la première étape échangent non seulement leurs anciennes obligations contre un nouvel instrument, mais ils obtiennent également des liquidités.
- La participation à l'échange dès le départ réduit la volonté de l'emprunteur souverain de leur appliquer un traitement défavorable à la seconde étape.
- Si la première étape est un succès, la liquidité adossée aux anciennes obligations décroît rapidement



*Annexe 3 Typologie des clauses d'actions collectives incluses dans les  
contrats de dette souveraine émis entre 2003 et 2004*

---

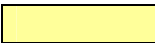



-  Le contenu diffère des recommandations du G10
-  Le contenu est comparable aux recommandations du G10
-  Aménagement partiel des recommandations du G10
-  Variante

Tableau A. Marchés émergents d'Amérique latine

<i>Recommandations du G10</i>	<i>Mexique</i>	<i>Uruguay</i>
Juridiction	NY	NY
Représentant permanent des créanciers (RPC)	Non – Agent fiscal	Oui – Mandataire
RPC agit à la demande de 2/3 des votes	Non	Non
Réunion des créanciers sur demande de 10% des créanciers	Oui	Oui
Majorité qualifiée (75%) pour les questions réservées	Oui – quorum identique au seuil de vote	Oui – quorum identique au seuil de vote
Liste des questions réservées	*	*
Majorité qualifiée (2/3) pour les questions non réservées	Oui	Oui – inclusion d'une clause d'agrégation *
L'accélération exige 25% des créanciers	Oui	Oui – action individuelle autorisée si le mandataire n'agit pas dans les 60 jours qui suivent le début de l'instruction *
L'annulation de l'accélération exige entre 1/2 et 2/3 des créanciers	Oui – 1/2, si le défaut est terminé *	Oui – 2/3, spécifier les conditions nécessaires à la fin du défaut
Litige institué uniquement par le RPC	Non	Oui – mais les actions individuelles sont possibles si le mandataire n'agit pas dans les 60 jours qui suivent le début de l'instruction
Majorité qualifiée pour continuer et arrêter les poursuites	Non	Non
Distribution des bénéfices au pro rata	Non	Oui
Privation du droit de vote	Oui	Oui – l'Uruguay s'engage à certifier et spécifier ses avoirs *
Provision d'information – au cas par cas	Non	Oui – lors d'une modification *

Tableau A. (suite)

<i>Recommandations du G10</i>	<i>Belize</i>	<i>Brésil</i>	<i>Colombie</i>
Juridiction	NY	NY	NY
Représentant permanent des créanciers	Non – fiscal agent	Non – fiscal agent	Non – fiscal agent
RPC agit à partir de 2/3 des votes	Non	Non	Non
Réunion des créanciers sur demande de 10% des créanciers	Mix – 10% des créanciers peuvent demander une réunion si un défaut se produit	Mix – 10% des créanciers peuvent demander une réunion si un défaut se produit	Oui
Majorité qualifiée (75%) pour les questions réservées	Non – demande 85%	Non – demande 85%	Oui – tenir compte d'une réunion avec un quorum identique au seuil de vote
Liste des questions réservées	*	*	*
Majorité qualifiée (2/3) pour les questions non réservées	Oui	Oui	Oui
L'accélération exige 25% des créanciers	Oui	Oui	Oui
L'annulation de l'accélération exige entre 1/2 et 2/3 des créanciers	Non	Oui – 2/3, si le défaut est terminé	Oui – 1/2 si le défaut est terminé *
Litige institué uniquement par le RPC	Non	Non	Non
Majorité qualifiée pour continuer et arrêter les poursuites	Non	Non	Non
Distribution des bénéfices au pro rata	Non	Non	Non
Privation du droit de vote	Non	Oui	Oui
Provision d'information – au cas par cas	Non	Non	Non

Tableau A. (suite)

<i>Recommandations du G10</i>	<i>Panama</i>	<i>Chili</i>	<i>Venezuela</i>
Juridiction	NY	NY	NY
Représentant permanent des créanciers	Non – fiscal agent	Non – fiscal agent	Non – fiscal agent
RPC agit à partir de 2/3 des votes	Non	Non	Non
Réunion des créanciers sur demande de 10% des créanciers	Mix – 10% des créanciers peuvent demander une réunion si un défaut se produit	Oui	Mix – 10% des créanciers peuvent demander une réunion si un défaut se produit
Majorité qualifiée (75%) pour les questions réservées	Oui	Oui – tenir compte d'une réunion avec un quorum identique au seuil de vote	Non – demande 85%
Liste des questions réservées	*	*	*
Majorité qualifiée (2/3) pour les questions non réservées	Oui	Mix – demande 50% pour les amender	Oui
L'accélération exige 25% des créanciers	Oui	Oui	Oui
L'annulation de l'accélération exige entre 1/2 et 2/3 des créanciers	Oui – 2/3, si le défaut est terminé	Oui – 1/2, si le défaut est terminé *	Oui – 1/2, si le défaut est terminé *
Litige institué uniquement par le RPC	Non	Non	Non
Majorité qualifiée pour continuer et arrêter les poursuites	Non	Non	Non
Distribution des bénéfices au pro rata	Non	Non	Non
Privation du droit de vote	Oui	Oui	Oui
Provision d'information – au cas par cas	Non	Non	Non

tel-00598652, version 1 - 7 Jun 2011

*Tableau B. Autres marchés émergents*

<i>Recommandations du G10</i>	<i>Afrique du Sud</i>	<i>Turquie</i>
Juridiction	NY	NY
Représentant permanent des créanciers	Non – Agent fiscal	Non – Agent fiscal
RPC agit à partir de 2/3 des votes	Non	Non
Réunion des créanciers sur demande de 10% des créanciers	Oui	Oui
Majorité qualifiée (75%) pour les questions réservées	Oui – tenir compte d’une réunion avec un quorum identique au seuil de vote	Oui
Liste des questions réservées	*	*
Majorité qualifiée (2/3) pour les questions non réservées	Oui	Oui
L’accélération exige 25% des créanciers	Oui	Oui
L’annulation de l’accélération exige entre ½ et 2/3 des créanciers	Oui – ½, si le défaut est terminé *	Oui – 2/3, si le défaut est terminé
Litige institué uniquement par le RPC	Non	Non
Majorité qualifiée pour continuer et arrêter les poursuites	Non	Non
Distribution des bénéfices au pro rata	Non	Non
Privation du droit de vote	Oui	Oui
Provision d’information – au cas par cas	Non	Non

Tableau B. (suite)

<i>Recommandations du G10</i>	<i>Pologne</i>	<i>Corée du Sud</i>
Juridiction	NY	NY
Représentant permanent des créanciers (RPC)	Non – Agent fiscal	Non – Agent fiscal
RPC agit à partir de 2/3 des votes	Non	Non
Réunion des créanciers sur demande de 10% des créanciers	Oui	Oui
Majorité qualifiée (75%) pour les questions réservées	Oui	Oui – tenir compte d’une réunion avec un quorum identique au seuil de vote
Liste des questions réservées	*	*
Majorité qualifiée (2/3) pour les questions non réservées	Oui	Oui
L’accélération exige 25% des créanciers	Mix – individu peut accélérer si le non-paiement ou le moratoire nécessite un seuil de 25% pour les autres défauts	Oui
L’annulation de l’accélération exige entre ½ et 2/3 des créanciers	Mix – aucune provision pour le non-paiement ou le moratoire, mais 1/2 pour les autres défauts et si le défaut est terminé	Oui – ½, si le défaut est terminé *
Litige institué uniquement par le RPC	Non	Non
Majorité qualifiée pour continuer et arrêter les poursuites	Non	Non
Distribution des bénéfices au pro rata	Non	Non
Privation du droit de vote	Oui	Oui
Provision d’information – au cas par cas	Non	Non

tel-00598652, version 1 - 7 Jun 2011

Tableau C. Marchés européens non émergents

<i>Recommandations du G10</i>	<i>Italie</i>	<i>Royaume-Uni</i>
Juridiction	NY	Britannique
Représentant permanent des créanciers	Non – Agent fiscal	
RPC agit à partir de 2/3 des votes	Non	
Réunion des créanciers sur demande de 10% des créanciers	Oui	
Majorité qualifiée (75%) pour les questions réservées	Oui – tenir compte d’une réunion avec un quorum identique au seuil de vote	
Liste des questions réservées	*	*
Majorité qualifiée (2/3) pour les questions non réservées	Oui	
L’accélération exige 25% des créanciers	Oui	*
L’annulation de l’accélération exige entre ½ et 2/3 des créanciers	Oui – 2/3, si le défaut est terminé	*
Litige institué uniquement par le RPC	Non	
Majorité qualifiée pour continuer et arrêter les poursuites	Non	*
Distribution des bénéfices au pro rata	Non	
Privation du droit de vote	Oui – mais les obligations sécurisées détenues par la Banque d’Italie ou les régions italiennes peuvent voter *	
Provision d’information – au cas par cas	Non	

tel-00598652, version 1 - 7 Jun 2011

*Annexe 4 Historique des notes de la dette souveraine, à moyen/long terme, en devises, pour un ensemble de pays émergents (S&P)*

<b>Dates</b>	<b>Rating</b>	<b>Conversion</b>	<b>Perspective</b>	<b>Conversion</b>
<b><i>Afrique du Sud</i></b>				
03/10/1994	BB	11	Positive	1
20/11/1995	BB+	12	Positive	1
06/03/1998	BB+	12	Stable	0
25/02/2000	BBB-	13	Stable	0
12/11/2002	BBB-	13	Positive	1
07/05/2003	BBB	14	Stable	0
01/09/2005	BBB+	15	Stable	0
15/10/2008	BBB+	15	Stable	0
01/07/2009	BBB+	15	Négative	-1
<b><i>Argentine</i></b>				
25/08/1993	BB-	10	Stable	0
04/02/1994	BB-	10	Positive	1
22/08/1994	BB-	10	Positive	1
01/09/1994	BB-	10	Positive	1
08/03/1995	BB-	10	Stable	0
02/04/1997	BB	11	Stable	0
22/07/1999	BB	11	Négative	-1
10/02/2000	BB	11	Stable	0
31/10/2000	BB	11	Négative	-1
14/11/2000	BB-	10	Stable	0
19/03/2001	BB-	10	Négative	-1
26/03/2001	B+	09	Négative	-1
08/05/2001	B	08	Négative	-1
06/06/2001	B	08	Négative	-1
12/07/2001	B-	07	Négative	-1
09/10/2001	CCC+	06	Négative	-1
30/10/2001	CC	03	Négative	-1
06/11/2001	SD	01		
12/02/2002	SD	01		
01/06/2005	B-	07	Stable	0
23/03/2006	B	08	Stable	0
02/10/2006	B+	09	Stable	0
15/10/2008	B	08	Stable	0
01/07/2009	B-	07	Stable	0
<b><i>Bélize</i></b>				
18/09/2000	BB	11	Stable	0
23/10/2001	BB-	10	Stable	0



25/07/2002	BB-	10	Négative	-1
30/12/2002	B+	09	Stable	0
20/07/2004	B+	09	Négative	-1
23/08/2004	B	08	Négative	-1
31/08/2004	B-	07	Négative	-1
05/04/2005	CCC	05	Négative	-1
01/06/2005	CCC-	04	Négative	-1
04/08/2006	CC	03	Négative	-1
07/12/2006	D	01		
15/10/2008	B	08	Stable	0
01/07/2009	B	08	Stable	0
<b>Brésil</b>				
01/12/1994	B	08	Positive	1
18/07/1995	B+	09	Stable	0
20/12/1995	B+	09	Positive	1
19/06/1996	B+	09	Positive	1
02/04/1997	BB-	10	Stable	0
10/09/1998	BB-	10	Négative	-1
14/01/1999	B+	09	Négative	-1
09/11/1999	B+	09	Négative	-1
29/02/2000	B+	09	Positive	1
03/01/2001	BB-	10	Stable	0
09/08/2001	BB-	10	Négative	-1
02/07/2002	B+	09	Négative	-1
29/04/2003	B+	09	Stable	0
11/12/2003	B+	09	Positive	1
17/09/2004	BB-	10	Stable	0
08/11/2005	BB-	10	Positive	1
28/02/2006	BB	11	Stable	0
22/11/2006	BB	11	Positive	1
15/10/2008	BBB-	13	Stable	0
01/07/2009	BBB-	13	Stable	0
<b>Chili</b>				
17/08/1992	BBB	14	Stable	0
30/11/1992	BBB	14	Stable	0
21/12/1993	BBB+	15	Stable	0
11/07/1995	A-	16	Stable	0
16/04/2002	A-	16	Positive	1
14/01/2004	A	17	Stable	0
14/12/2006	A	17	Positive	1
15/10/2008	A+	18	Stable	0
01/07/2009	A+	18	Stable	0
<b>Colombie</b>				
22/06/1993	BBB-	13	Stable	0
21/09/1994	BBB-	13	Positive	1
24/08/1995	BBB-	13	Positive	1
07/10/1997	BBB-	13	Stable	0
05/05/1998	BBB-	13	Stable	0

11/06/1999	BBB-	13	Négative	-1
21/09/1999	BB+	12	Stable	0
10/04/2000	BB+	12	Négative	-1
23/05/2000	BB	11	Négative	-1
14/07/2003	BB	11	Stable	0
22/02/2006	BB	11	Positive	1
15/10/2008	BB+	12	Stable	0
01/07/2009	BB+	12	Stable	0
<b>Corée du Sud</b>				
01/10/1988	A+	18		
26/06/1989	A+	18	Positive	1
09/06/1994	A+	18	Négative	-1
09/11/1994	A+	18	Positive	1
03/05/1995	AA-	19	Stable	0
06/08/1997	AA-	19	Négative	-1
24/10/1997	A+	18	Négative	-1
25/11/1997	A-	16	Négative	-1
11/12/1997	BBB-	13	Négative	-1
22/12/1997	B+	09	Négative	-1
16/01/1998	B+	09	Stable	0
18/02/1998	BB+	12	Stable	0
04/01/1999	BB+	12	Positive	1
25/01/1999	BBB-	13	Positive	1
11/11/1999	BBB	14	Positive	1
13/11/2001	BBB+	15	Stable	0
24/07/2002	A-	16	Stable	0
27/07/2005	A	17	Stable	0
15/10/2008	A	17	Stable	0
01/07/2009	A	17	Stable	0
<b>Mexique</b>				
14/11/1991	Adequate			
30/07/1992	BB+	12	Stable	0
03/11/1992	BB+	12	Stable	0
18/11/1993	BB+	12	Positive	1
23/12/1994	BB+	12	Négative	-1
10/02/1995	BB	11	Stable	0
23/03/1995	BB	11	Négative	-1
03/09/1996	BB	11	Négative	-1
02/09/1997	BB	11	Positive	1
02/10/1998	BB	11	Stable	0
02/09/1999	BB	11	Positive	1
10/03/2000	BB+	12	Positive	1
07/02/2002	BBB-	13	Stable	0
31/12/2005	BBB	14	Stable	0

15/07/2008	BBB+	15	Stable	0
01/10/2009	BBB+	15	Négative	-1
<b><i>Panama</i></b>				
22/01/1997	BB+	12	Stable	0
22/04/1997	BB+	12	Stable	0
10/12/1999	BB+	12	Négative	-1
06/07/2000	BB+	12	Stable	0
20/11/2001	BB	11	Stable	0
10/03/2003	BB	11	Négative	-1
18/02/2005	BB	11	Stable	0
15/10/2008	BB+	12	Stable	0
01/07/2009	BB+	12	Stable	0
<b><i>Pologne</i></b>				
01/06/1995	BB	11	Positive	1
10/04/1996	BBB-	13	Stable	0
03/06/1997	BBB-	13	Positive	1
10/06/1999	BBB	14	Positive	1
15/05/2000	BBB+	15	Stable	0
12/04/2001	BBB+	15	Positive	1
22/08/2001	BBB+	15	Stable	0
31/07/2002	BBB+	15	Stable	0
23/06/2003	BBB+	15	Négative	-1
05/11/2003	BBB+	15	Négative	-1
07/10/2004	BBB+	15	Stable	0
22/03/2005	BBB+	15	Positive	1
24/04/2006	BBB+	15	Stable	0
15/10/2008	A-	16	Positive	1
01/07/2009	A-	16	Stable	0
<b><i>Russie</i></b>				
04/10/1996	BB-	10	Stable	0
19/12/1997	BB-	10	Négative	-1
27/05/1998	BB-	10	Négative	-1
09/06/1998	B+	09	Stable	0
13/08/1998	B-	07	Négative	-1
17/08/1998	CCC	05	Négative	-1
16/09/1998	CCC-	04	Négative	-1
27/01/1999	SD	01		
07/05/1999	SD	01		
15/02/2000	SD	01		
27/07/2000	SD	01		
08/12/2000	B-	07	Stable	0
27/06/2001	B	08	Stable	0
04/10/2001	B	08	Positive	1
19/12/2001	B+	09	Stable	0

26/07/2002	BB-	10	Stable	0
05/12/2002	BB	11	Stable	0
27/01/2004	BB+	12	Stable	0
31/01/2005	BBB-	13	Stable	0
15/12/2005	BBB	14	Stable	0
04/09/2006	BBB+	15	Stable	0
15/10/2008	BBB+	15	Stable	0
01/07/2009	BBB	14	Négative	-1
<b>Turquie</b>				
18/12/1989	Satisfactory			
04/05/1992	BBB	14	Stable	0
03/05/1993	BBB	14	Négative	-1
14/01/1994	BBB-	13	Négative	-1
22/03/1994	BB	11	Négative	-1
29/04/1994	B+	09	Négative	-1
16/08/1994	B+	09	Stable	0
24/07/1995	B+	09	Positive	1
18/10/1995	B+	09	Stable	0
17/07/1996	B+	09	Positive	1
13/12/1996	B	08	Stable	0
10/08/1998	B	08	Positive	1
21/01/1999	B	08	Stable	0
10/12/1999	B	08	Positive	1
25/12/2000	B+	09	Positive	1
05/12/2000	B+	09	Stable	0
21/02/2001	B+	09	Négative	-1
23/02/2001	B	08	Négative	-1
16/04/2001	B-	07	Négative	-1
27/04/2001	B-	07	Stable	0
11/07/2001	B-	07	Négative	-1
30/11/2001	B-	07	Stable	0
29/01/2002	B-	07	Positive	1
26/06/2002	B-	07	Stable	0
09/07/2002	B-	07	Négative	-1
07/11/2002	B-	07	Stable	0
28/07/2003	B	08	Stable	0
16/10/2003	B+	09	Stable	0
08/03/2004	B+	09	Positive	1
17/08/2004	BB-	10	Stable	0
23/01/2006	BB-	10	Positive	1
27/06/2006	BB-	10	Stable	0
04/10/2007	BB-	10	Stable	0
15/10/2008	BB-	10	Stable	0
01/07/2009	BB-	10	Négative	-1

<i>Uruguay</i>				
14/02/1994	BB+	12	Stable	0
22/11/1995	BB+	12	Stable	0
18/06/1997	BBB-	13	Stable	0
11/01/2002	BBB-	13	Négative	-1
14/02/2002	BB+	12	Négative	-1
14/05/2002	BB-	10	Négative	-1
26/07/2002	B	08	Négative	-1
21/11/2002	B-	07	Négative	-1
11/02/2003	CCC	05	Négative	-1
10/04/2003	CC	03	Négative	-1
16/05/2003	D	01		
02/06/2003	B-	07	Stable	0
21/07/2004	B	08	Stable	0
09/01/2006	B	08	Positive	1
28/09/2006	B+	09	Stable	0
15/10/2008	BB-	10	Stable	0
01/07/2009	BB-	10	Stable	0
<i>Venezuela</i>				
05/10/1977	AAA	22		
13/08/1982	AA	20		
11/02/1983	A-	16		
28/03/1983	BB	11		
17/01/1989	B+	09		
26/06/1989	B+	09	Négative	-1
01/11/1990	B+	09	Positive	1
24/07/1991	BB	11	Positive	1
04/11/1992	BB	11	Stable	0
05/04/1993	BB	11	Négative	-1
04/03/1994	BB-	10	Stable	0
16/06/1994	BB-	10	Stable	0
27/07/1994	B+	09	Négative	-1
21/11/1995	B+	09	Négative	-1
23/02/1996	B	08	Négative	-1
26/06/1996	B	08	Stable	0
24/01/1997	B	08	Positive	1
05/06/1997	B+	09	Stable	0
31/08/1998	B+	09	Négative	-1
21/12/1999	B	08	Stable	0
11/02/2002	B	08	Négative	-1
18/03/2002	B	08	Négative	-1
23/09/2002	B-	07	Négative	-1
13/12/2002	CCC+	06	Négative	-1
16/04/2003	CCC+	06	Stable	0

30/07/2003	B-	07	Stable	0
25/08/2004	B	08	Stable	0
18/01/2005	D	01		
03/03/2005	B	08	Stable	0
12/08/2005	B+	09	Stable	0
03/02/2006	BB-	10	Stable	0
04/10/2006	BB-	10	Positive	1
15/10/2008	BB-	10	Stable	0
01/07/2009	BB-	10	Négative	-1

*Annexe 5 Historique des notes de la dette souveraine, à moyen/long terme, en devises, pour un ensemble de pays émergents (Fitch)*

Dates	Rating	Conversion	Perspective	Conversion
<b><i>Afrique du Sud</i></b>				
22/09/1994	BB	11		
26/10/1995	BB	11		
05/06/1996	BB	11		
17/02/1998	BB	11	Positive	1
28/05/1998	BB	11	Positive	1
19/05/2000	BB+	12	Positive	1
27/06/2000	BBB-	13	Positive	1
21/09/2000	BBB-	13	Stable	0
20/08/2002	BBB-	13	Positive	1
11/03/2003	BBB-	13	Positive	1
02/05/2003	BBB	14	Stable	0
21/10/2004	BBB	14	Positive	1
25/08/2005	BBB+	15	Stable	0
25/07/2007	BBB+	15	Positive	1
17/06/2008	BBB+	15	Stable	0
09/11/2008	BBB+	15	Négative	-1
<b><i>Argentine</i></b>				
28/05/1997	BB	11		
03/12/1997	BB	11		
21/09/2000	BB	11	Négative	-1
20/03/2001	BB-	10	Négative	-1
28/03/2001	B+	09	Négative	-1
11/07/2001	B-	07	Négative	-1
12/10/2001	CCC-	05	Négative	-1
02/11/2001	CC	03	Négative	-1
06/11/2001	C	02	Négative	-1
03/12/2001	DDD	01	Négative	-1
04/01/2002	DDD	01	Négative	-1
26/04/2004	DDD	01	Négative	-1
17/06/2004	DDD	01	Négative	-1
14/01/2005	D	01	Négative	-1
03/06/2005	DDD	01	Négative	-1
14/12/2005	RD		Négative	-1
01/08/2006	RD		Négative	-1
18/12/2008	RD		Négative	-1
<b><i>Brésil</i></b>				
01/12/1994	B+	09		

26/10/1995	B+	09		
03/12/1997	B+	09		
26/01/1999	B	08		
22/02/2000	B+	09		
19/05/2000	BB-	10		
21/09/2000	BB-	10	Stable	0
17/07/2001	BB-	10	Négative	-1
20/06/2002	B+	09	Négative	-1
01/08/2002	B+	09	Négative	-1
21/10/2002	B	08	Négative	-1
10/03/2003	B	08	Stable	0
03/06/2003	B	08	Positive	1
06/11/2003	B+	09	Stable	0
28/09/2004	BB-	10	Stable	0
11/05/2005	BB-	10	Positive	1
28/06/2006	BB	11	Stable	0
05/02/2007	BB	11	Positive	1
09/05/2007	BB+	12	Stable	0
29/05/2008	BBB-	13	Stable	0
<b>Chili</b>				
10/11/1994	BBB+	15		
30/08/1995	A-	16		
26/10/1995	A-	16		
25/11/1996	A-	16		
03/12/1997	A-	16		
21/09/2000	A-	16	Stable	0
24/02/2003	A-	16	Stable	0
02/02/2004	A-	16	Positive	1
28/03/2005	A	17	Stable	0
15/05/2007	A	17	Positive	1
10/11/2008	A	17	Stable	0
<b>Colombie</b>				
10/08/1994	BBB	14		
20/03/1998	BBB	14		
01/09/1999	BBB-	13		
17/03/2000	BB+	12		
21/09/2000	BB+	12	Stable	0
24/10/2000	BB+	12	Négative	-1
10/01/2002	BB	11	Stable	0
29/08/2002	BB	11	Négative	-1
03/05/2004	BB	11	Stable	0
05/06/2006	BB	11	Positive	1
21/06/2007	BB+	12	Stable	0
<b>Corée du Sud</b>				
27/06/1996	AA-	19		
18/11/1997	A+	18		
26/11/1997	A	17		
11/12/1997	BBB-	13	Négative	-1



12/12/1997	BBB-	13	Négative	-1
23/12/1997	B-	07	Négative	-1
21/01/1998	B-	07	Positive	1
03/02/1998	BB+	12	Positive	1
19/06/1998	BB+	12	Positive	1
22/12/1998	BB+	12	Positive	1
19/01/1999	BBB-	13	Positive	1
26/04/1999	BBB-	13	Positive	1
24/06/1999	BBB	14	Positive	1
29/03/2000	BBB+	15	Positive	1
21/09/2000	BBB+	15	Stable	0
13/05/2002	BBB+	15	Positive	1
27/06/2002	A	17	Stable	0
19/09/2005	A	17	Positive	1
23/10/2005	A+	18	Stable	0
09/11/2008	A+	18	Négative	-1
01/09/2009	A+	18	Stable	0
<b>Mexique</b>				
30/08/1995	BB	11		
26/10/1995	BB	11		
15/09/1997	BB	11		
11/04/2000	BB	11	Positive	1
03/05/2000	BB+	12	Positive	1
21/09/2000	BB+	12	Positive	1
15/01/2002	BBB-	13	Stable	0
07/12/2005	BBB	14	Stable	0
29/03/2007	BBB	14	Positive	1
19/09/2007	BBB+	15	Stable	0
10/11/2008	BBB+	15	Négative	-1
<b>Panama</b>				
08/09/1998	BB+	12		
14/02/2000	BB+	12	Positive	1
20/07/2000	BB+	12	Positive	1
21/09/2000	BB+	12	Stable	0
04/09/2002	BB+	12	Négative	-1
24/10/2002	BB+	12	Négative	-1
03/12/2003	BB+	12	Stable	0
29/01/2008	BB+	12	Positive	1
<b>Pologne</b>				
26/10/1994	BB+	12		
29/04/1996	BB+	12	Positive	1
07/06/1996	BBB	14	Positive	1
19/11/1998	BBB+	15	Positive	1
21/09/2000	BBB+	15	Stable	0
04/11/2003	BBB+	15	Positive	1
06/05/2004	BBB+	15	Stable	0
23/03/2005	BBB+	15	Positive	1
18/01/2007	A-	16	Stable	0

<i>Russie</i>				
07/10/1996	BB+	12		
12/02/1998	BB+	12	Négative	-1
10/03/1998	BB+	13	Négative	-1
05/06/1998	BB+	12	Négative	-1
07/06/1998	BB	11	Négative	-1
30/07/1998	BB-	10	Négative	-1
17/08/1998	B-	07	Négative	-1
27/08/1998	CCC	05	Négative	-1
14/02/2000	CCC	05	Positive	1
08/05/2000	B-	07	Positive	1
29/08/2000	B	08	Positive	1
21/09/2000	B	08	Stable	0
17/07/2001	B	08	Positive	1
04/10/2001	B+	09	Stable	0
02/05/2002	BB-	10	Positive	1
13/05/2003	BB+	12	Stable	0
18/11/2004	BBB-	13	Stable	0
03/08/2005	BBB	14	Stable	0
25/07/2006	BBB+	15	Stable	0
09/11/2008	BBB+	15	Négative	-1
04/02/2009	BBB	14	Négative	-1
<i>Turquie</i>				
10/08/1994	B	08		
26/09/1995	BB-	10		
26/10/1995	BB-	10		
29/07/1996	BB-	10	Négative	-1
20/12/1996	B+	09	Négative	-1
10/04/2000	B+	09	Positive	1
27/04/2000	BB-	10	Positive	1
21/09/2000	BB-	10	Stable	0
22/02/2001	BB-	10	Négative	-1
02/04/2001	B+	09	Négative	-1
02/08/2001	B	08	Négative	-1
05/02/2002	B	08	Stable	0
26/03/2003	B-	07	Négative	-1
06/08/2003	B-	07	Positive	1
25/09/2003	B	08	Positive	1
09/02/2004	B+	09	Stable	0
25/08/2004	B+	09	Positive	1
13/01/2005	BB-	10	Stable	0
06/12/2005	BB-	10	Positive	1
09/05/2007	BB-	10	Stable	0
12/12/2007	BB-	10	Stable	0
27/10/2009	BB-	10	Positive	1
<i>Uruguay</i>				
18/01/1995	BB+	12		
26/10/1995	BB+	12		

14/01/1997	BB+	12	Positive	1
23/01/1997	BBB-	13	Positive	1
19/05/2000	BBB-	13	Positive	1
21/09/2000	BBB-	13	Stable	0
23/07/2001	BBB-	13	Négative	-1
13/03/2002	BB+	12	Négative	-1
28/05/2002	B+	09	Négative	-1
30/07/2002	B	08	Négative	-1
07/01/2003	B-	07	Négative	-1
12/03/2003	CCC-	04	Négative	-1
10/04/2003	C	02	Négative	-1
16/05/2003	DDD	01	Négative	-1
17/06/2003	B-	07	Stable	0
29/03/2004	B	08	Stable	0
07/03/2005	B+	09	Stable	0
24/05/2006	B+	09	Positive	1
27/07/2007	BB-	10	Stable	0
13/07/2009	BB-	10	Positive	1
<b>Venezuela</b>				
15/09/1997	BB-	10		
02/09/1999	BB-	10	Négative	-1
15/05/2000	BB-	10	Négative	-1
21/09/2000	BB-	10	Stable	0
18/12/2001	BB-	10	Négative	-1
06/02/2002	B+	09	Négative	-1
28/06/2002	B	08	Négative	-1
10/01/2003	CCC+	06	Négative	-1
23/06/2003	B-	07	Stable	0
20/09/2004	B+	09	Stable	0
14/11/2005	BB-	10	Stable	0
18/10/2007	BB-	10	Négative	-1
15/12/2008	B+	09	Stable	0

## *Annexe 6 Construction des graphiques*

---

Les graphiques traduisent l'évolution de la note de la dette souveraine, à moyen/long terme, en devises des pays sélectionnés, ainsi que celle de la perspective. En effet, les agences de notations associent la note à une perspective.

Chaque graphique comporte trois informations :

- L'évolution de la note (rating) de la dette souveraine.
- L'évolution de la perspective de la note de la dette souveraine.
- Les deux classes d'actifs : « investissement » et « spéculative ».

Les données et définitions utilisées proviennent de l'agence de notation S&P.

### *Construction de la courbe « perspective »*

Les perspectives sont au nombre de 4 : positive, négative, évolutive et stable (Cf. Tableau A). Nous procédons de la même manière que pour la construction de la courbe « rating ». Nous associons chaque perspective à une note, ainsi la perspective positive correspond au nombre 1, la perspective stable au nombre 0, et ainsi de suite (Cf. Tableau A).

### *Construction de la courbe « rating »*

La note la plus haute délivrée par S&P est AAA, cette note traduit une probabilité de défaut minimale. La note la plus faible est D, elle correspond à un défaut. Au total, l'agence utilise un éventail de 22 notes (Cf. tableau B).

Nous associons chaque note à un nombre. AAA est associé au nombre le plus élevé, 22 et D est associé au nombre le plus faible 01. (Cf. Tableau B).

*Construction de la courbe « investissement »*

La dette souveraine d'un pays appartient à la catégorie « investissement », à partir du moment où elle est notée BBB-, au minimum. Selon notre échelle de conversion des notes, BBB- est associé au nombre 13. La catégorie « investissement » est matérialisée sur chaque graphique par une ligne horizontale verte.

**Tableau A. Définition et conversion des perspectives employées par S&P**

<i>Perspectives*</i>	<i>Définition des perspectives*</i>	<i>Conversion</i>
Positive	Hausse possible de la note	1
Négative	Baisse possible de la note	-1
Evolutive	Hausse ou baisse possible de la note	
Stable	Stabilité de la note	0

*\*Sources : S&P (consultation en ligne), Fitch (2010)*

**Tableau B. Définition et conversion des ratings  
employées par Standard and Poors et Fitch**

<i>S&amp;P</i>	<i>Fitch</i>	<i>Interprétation des ratings*</i>	<i>Conversion</i>
Catégorie investissement	Niveau d'investissement de sécurité	Première catégorie	
AAA	AAA	Qualité maximale (probabilité de risque minimale)	22
AA+	AA+	Qualité élevée (probabilité de risque faible)	21
AA	AA		20
AA-	AA-		19
A+	A+	Qualité favorable (probabilité de risque faible)	18
A	A		17
A-	A-		16
BBB+	BBB+	Qualité correcte (probabilité de risque normalement faible)	15
BBB	BBB		14
BBB-	BBB-		13
Catégorie spéculative	Niveau d'investissement spéculatif	Seconde catégorie	
BB+	BB+	Faible protection contre les éléments spéculatifs (probabilité d'évolution du risque)	12
BB	BB		11
BB-	BB-		10
B+	B+	Faible probabilité de respect des engagements (risque significatif avec marge de sécurité)	09
B	B		08
B-	B-		07
CCC+	CCC+	Eventualité d'un défaut proche (risque considérable)	06
CCC	CCC		05
CCC-	CCC-		04
CC	CC	Eventualité d'un défaut imminent (risque élevé)	03
C	C		02
D	D/ DD/ DDD	En défaut (risque excessif)	01

*Sources : S&P (consultation en ligne), Fitch (op. cit.)*

## Annexe 7 Evolution des notes et perspectives pour les pays ayant adopté les CAC

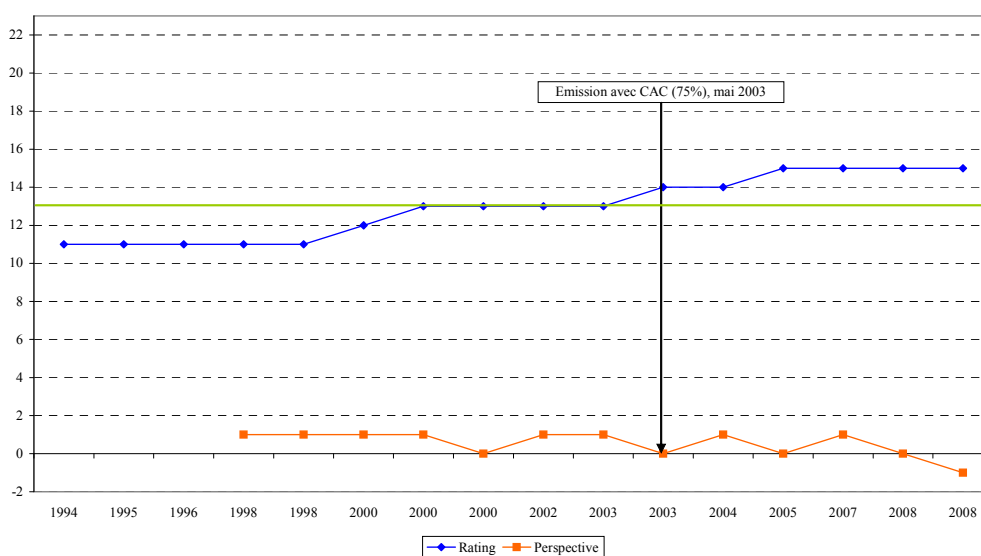
### Graphique A1. Afrique du Sud

Evolution de la note de la dette souveraine sud-africaine, à moyen long terme, en devises (S&P)



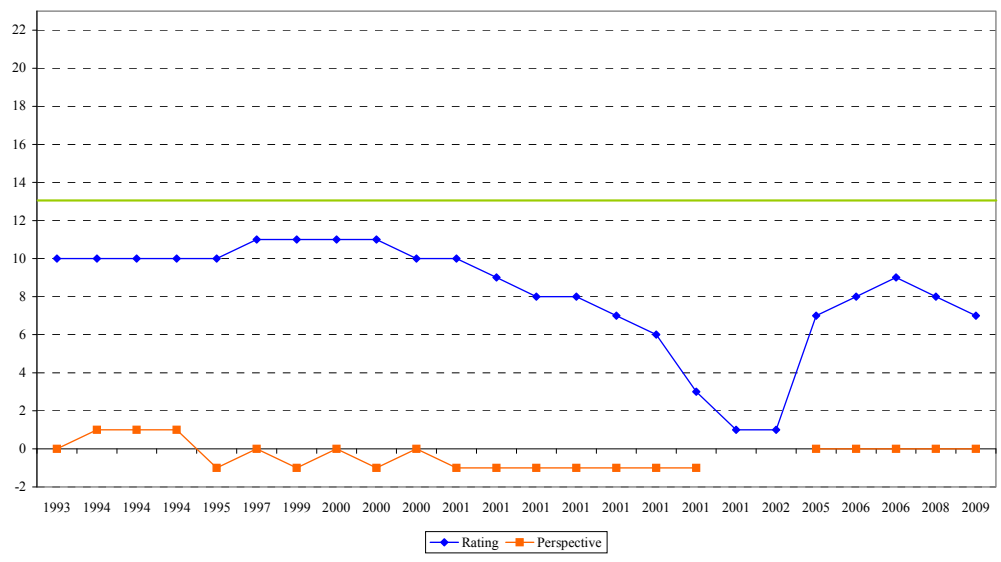
### Graphique A2. Afrique du Sud

Evolution de la note de la dette souveraine sud-africaine, à moyen long terme, en devises (Fitch)



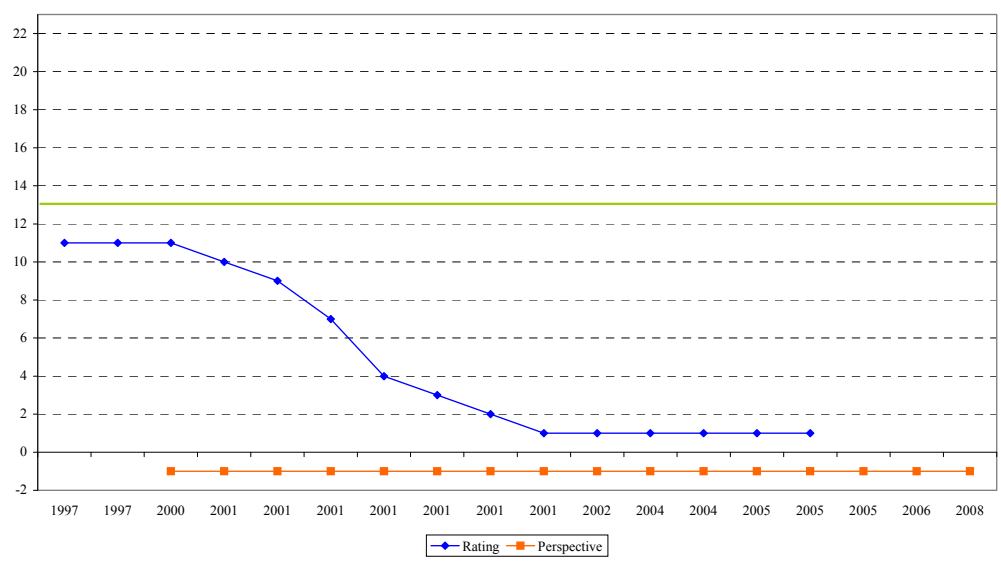
### Graphique B1. Argentine

Evolution de la note de la dette souveraine argentine, à moyen long terme, en devises (S&P)



### Graphique B2. Argentine

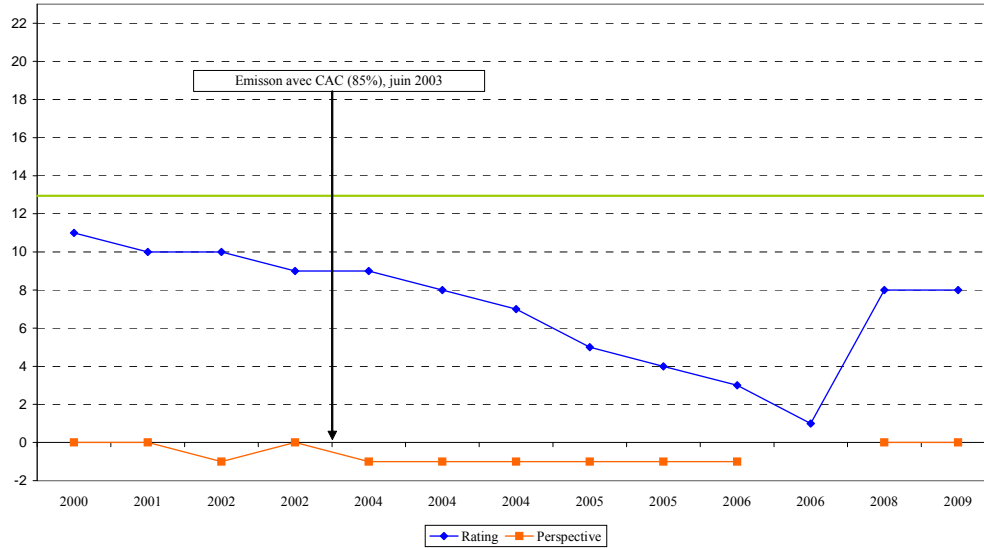
Evolution de la note de la dette souveraine argentine, à moyen long terme, en devises (Fitch)





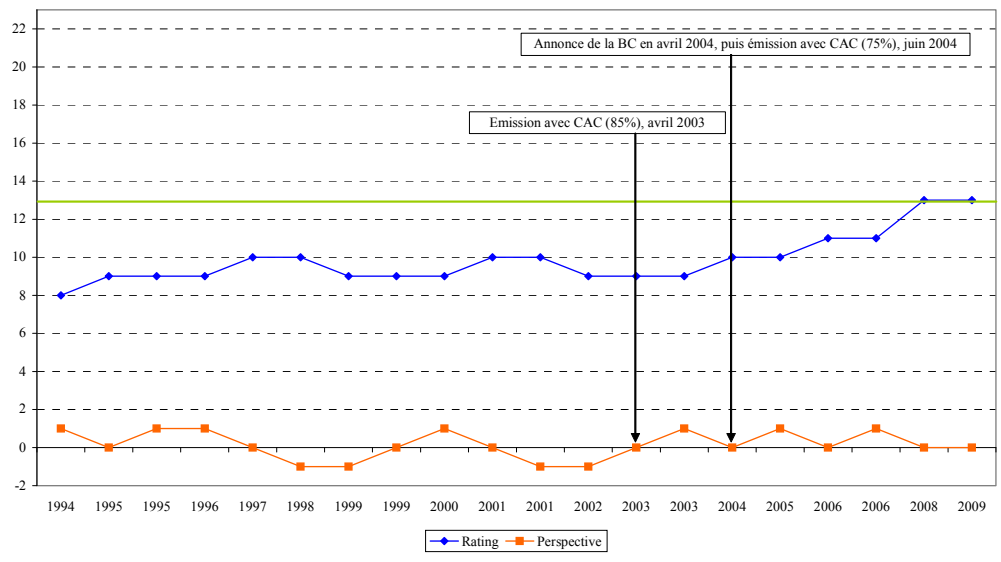
### Graphique C1. Bêlize

Evolution de la note de la dette souveraine du Bêlize, à moyen long terme, en devises (S&P)



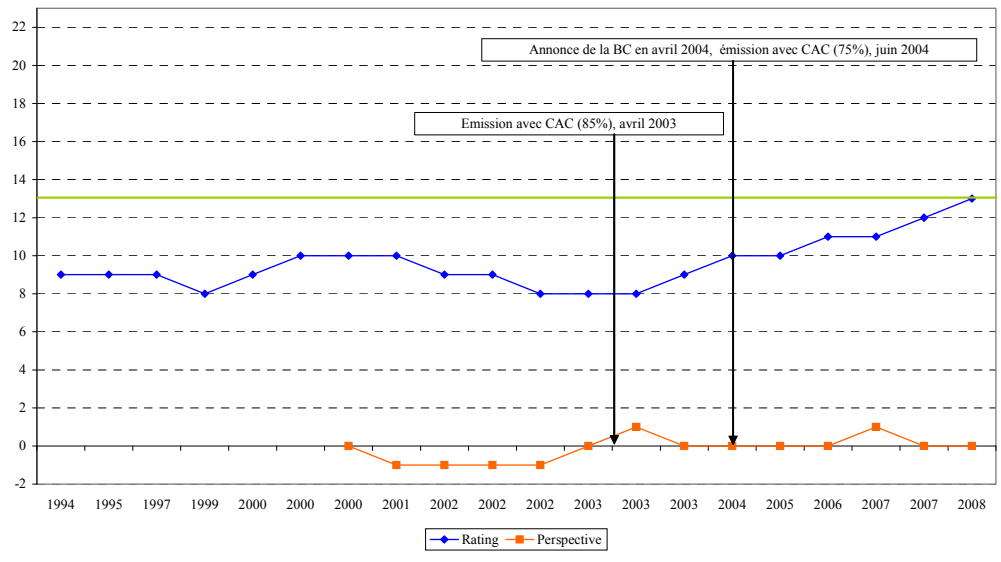
### Graphique D1. Brésil

Evolution de la dette souveraine brésilienne, à moyen long terme, en devises (S&P)



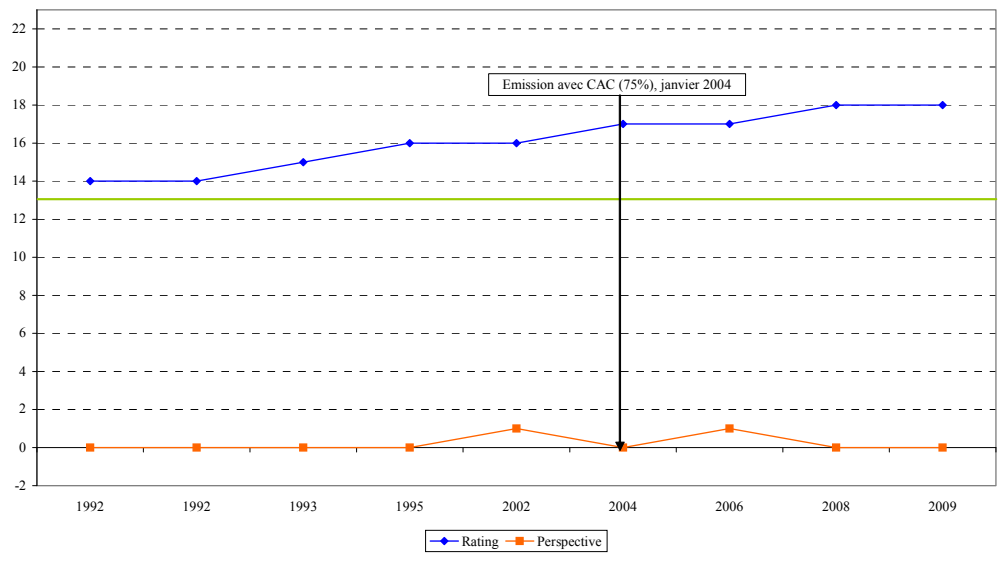
### Graphique D2. Brésil

Evolution de la note de la dette souveraine brésilienne, à moyen long terme, en devises (Fitch)



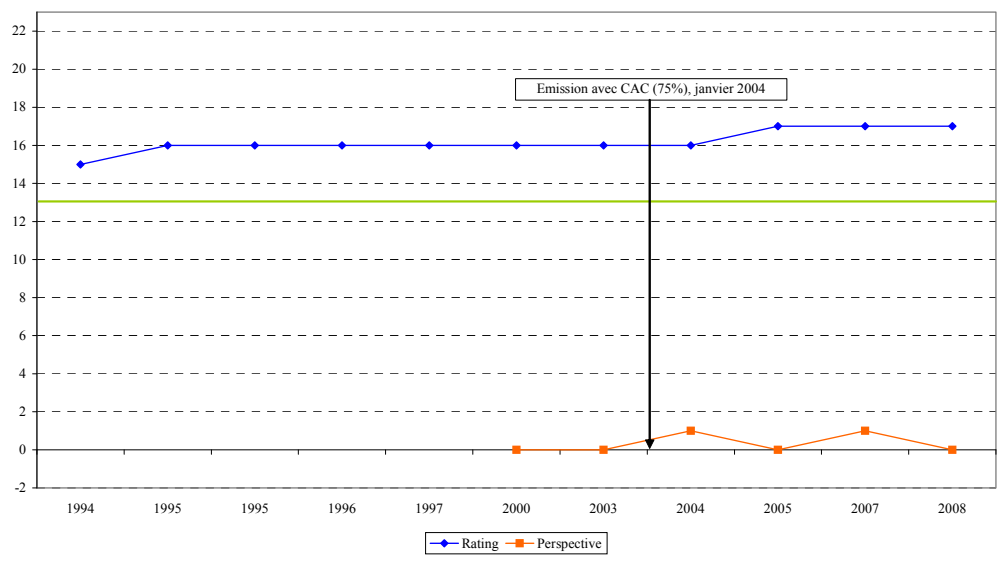
### Graphique E1. Chili

Evolution de la note de la dette souveraine chilienne, à moyen long terme, en devises (S&P)



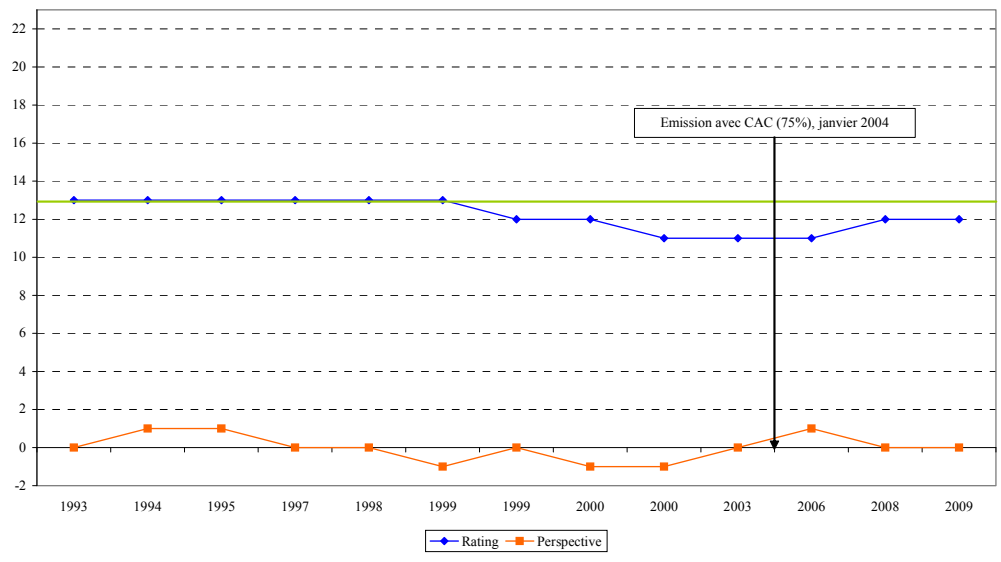
### Graphique E2. Chili

Evolution de la note de la dette souveraine chilienne, à moyen long terme, en devises (Fitch)



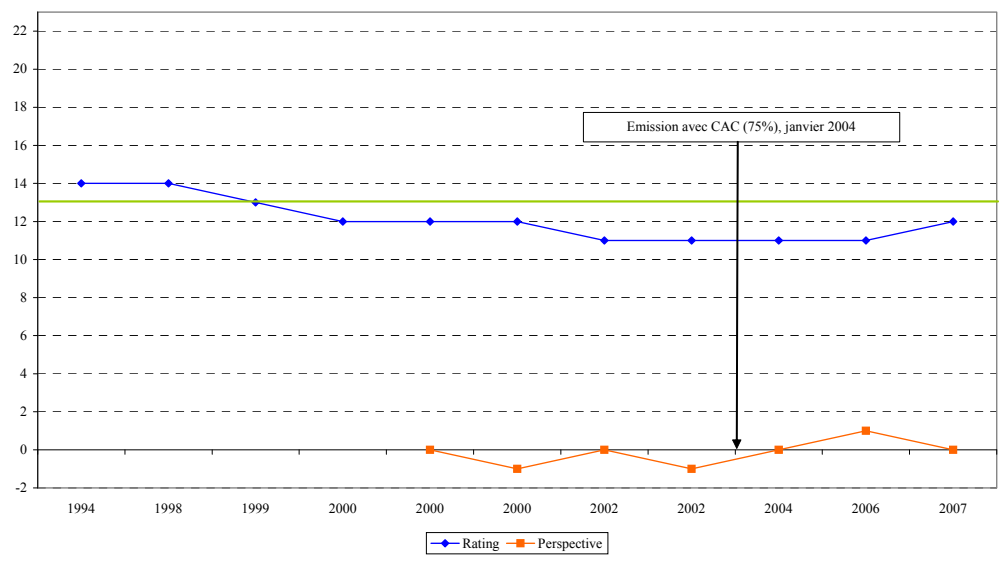
### Graphique F1. Colombie

Evolution de la note de la dette souveraine colombienne, à moyen long terme, en devises (S&P)



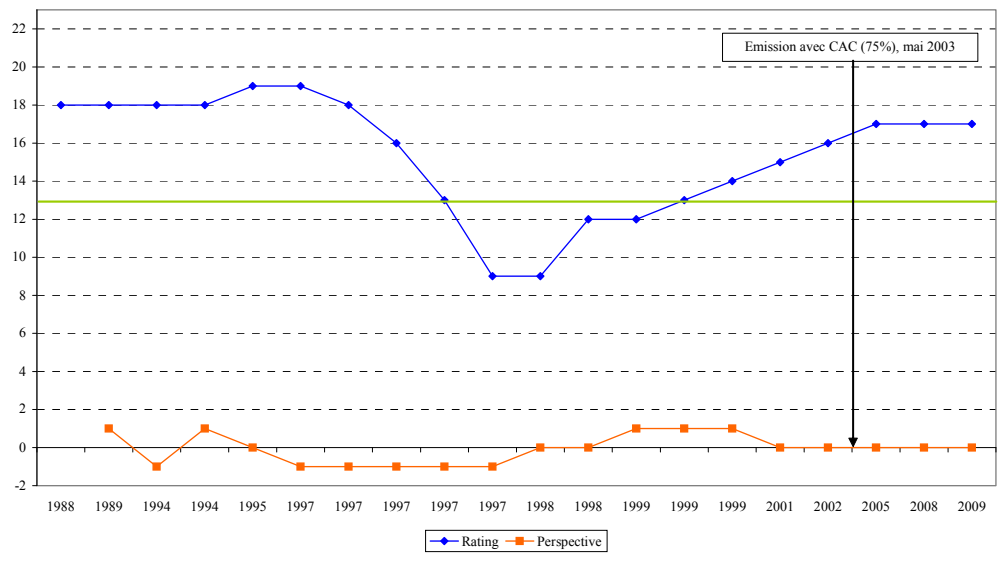
### Graphique F2. Colombie

Evolution de la note de la dette souveraine colombienne, à moyen long terme, en devises (Fitch)



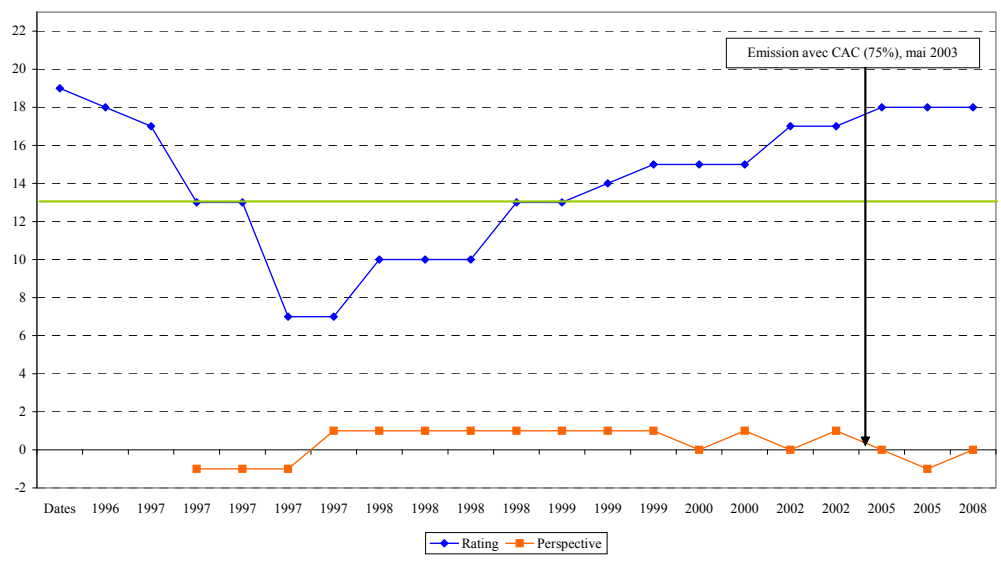
### Graphique G1. Corée du Sud

Evolution de la note de la dette souveraine coréenne, à moyen long terme, en devises (S&P)



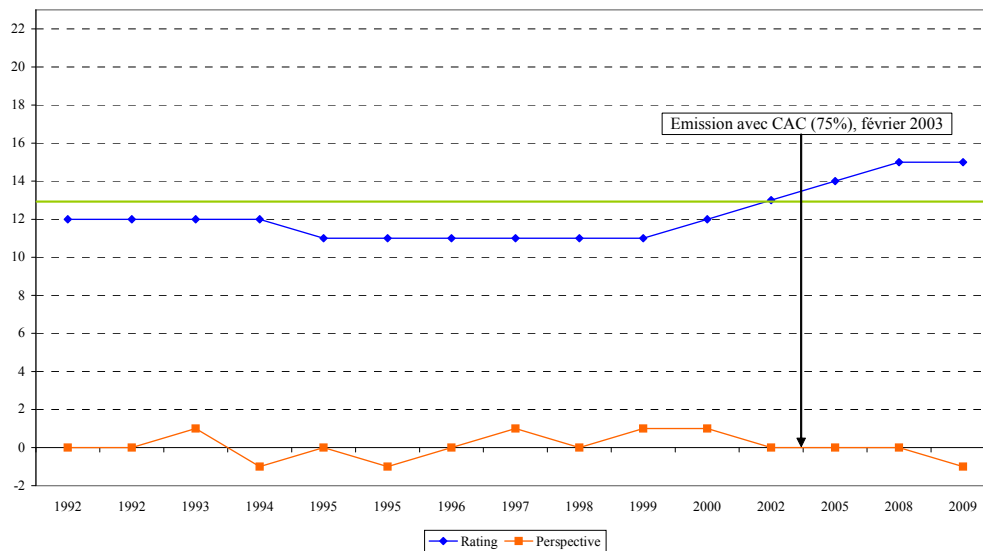
### Graphique G2. Corée du Sud

Evolution de la note de la dette souveraine sud-coréenne, à moyen long terme, en devises (Fitch)



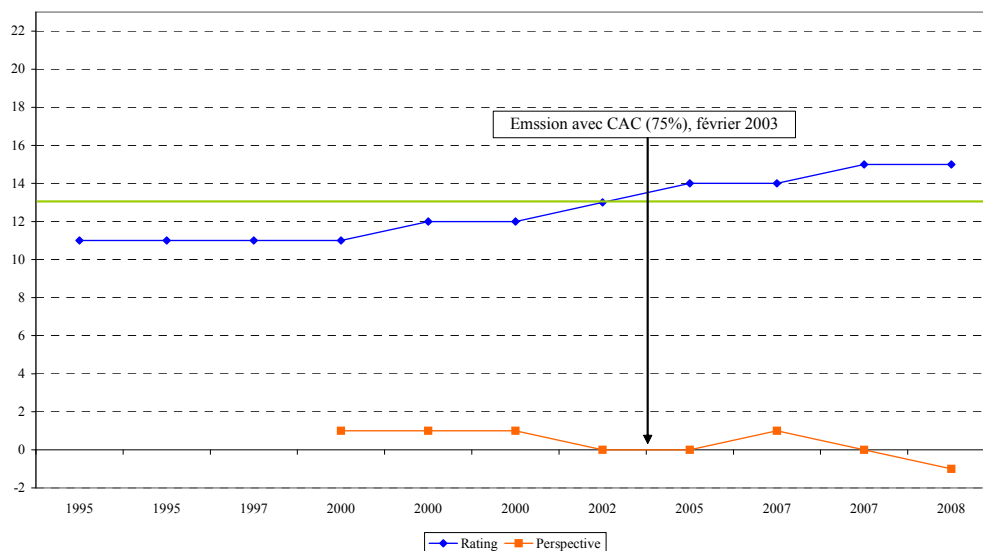
### Graphique H1. Mexique

Evolution de la note de la dette souveraine mexicaine, à moyen long terme, en devises (S&P)



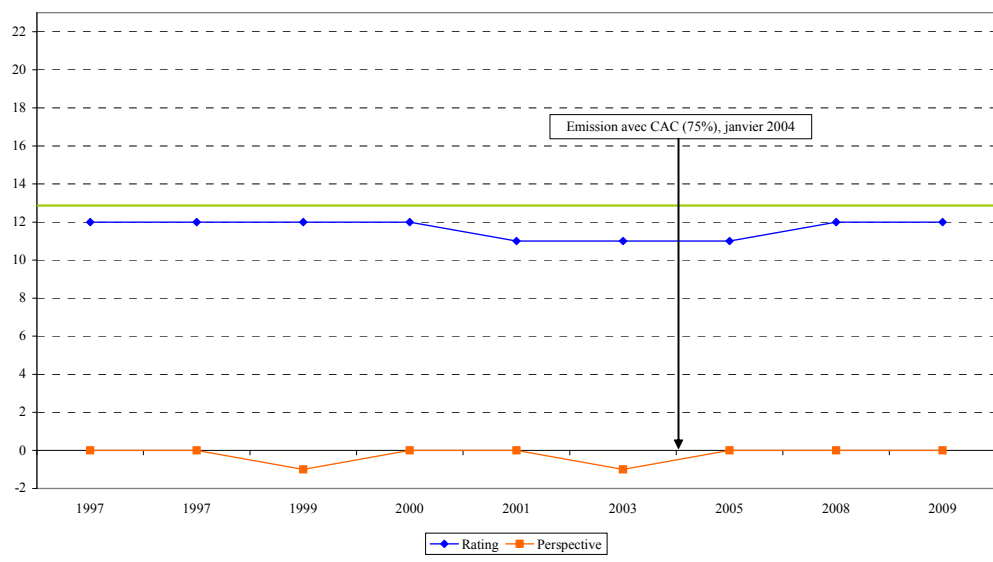
### Graphique H2. Mexique

Evolution de la note de la dette souveraine mexicaine, à moyen long terme, en devises (Fitch)



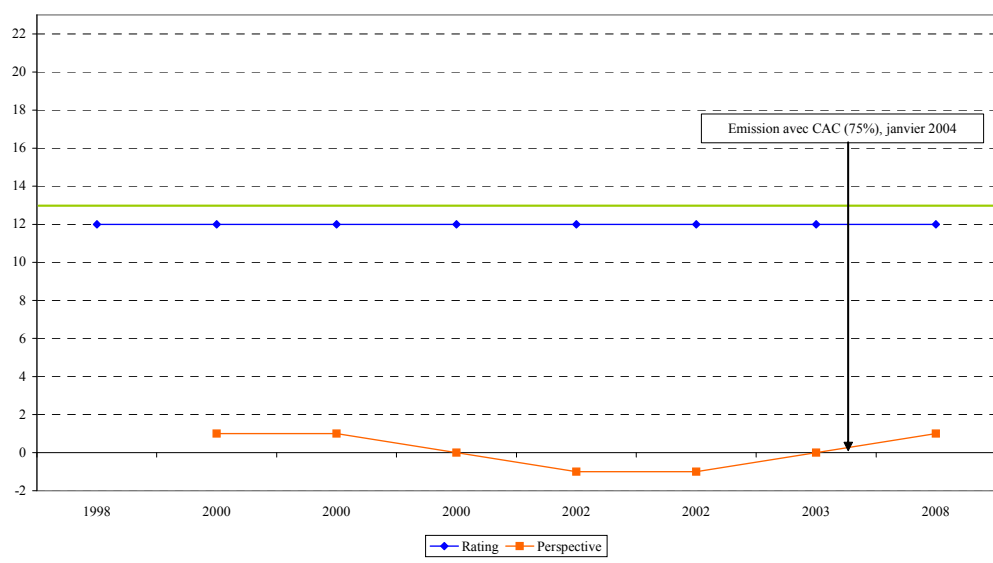
### Graphique I1. Panama

Evolution de la note de la dette souveraine panaméenne, à moyen long terme, en devises (S&P)



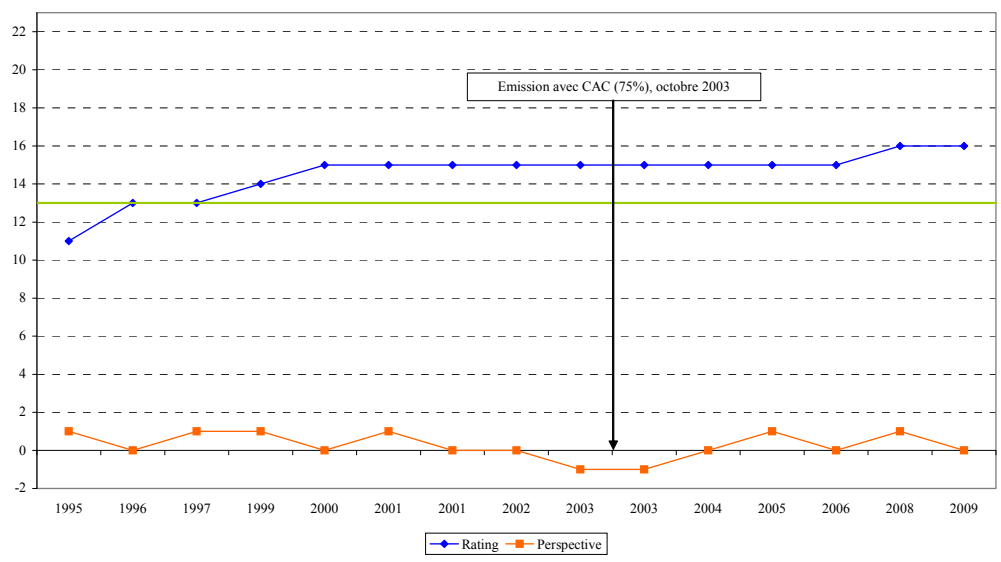
### Graphique I2. Panama

Evolution de la note de la dette souveraine panaméenne, à moyen long terme, en devises (Fitch)



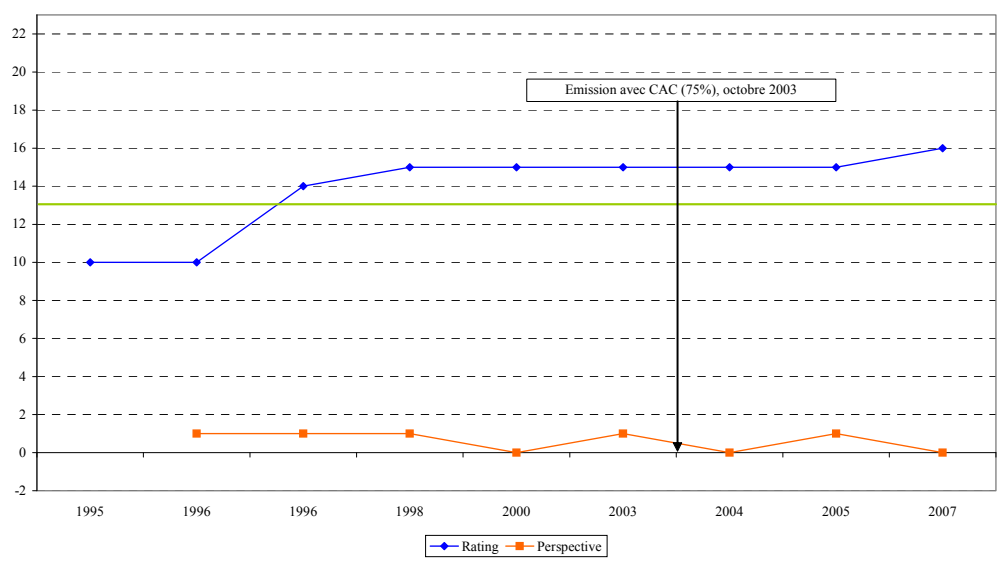
### Graphique J1. Pologne

Evolution de la note de la dette souveraine polonaise, à moyen long terme, en devises (S&P)



### Graphique J2. Pologne

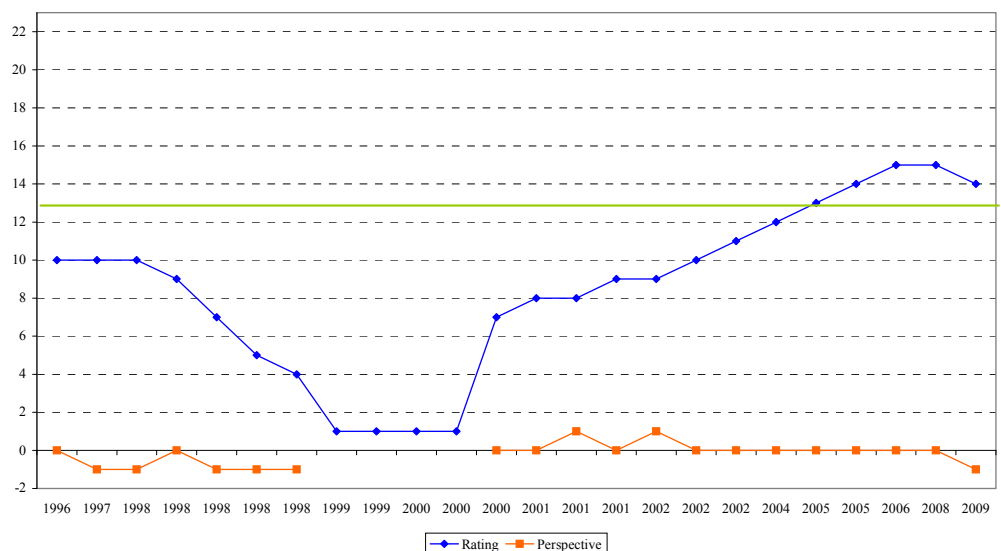
Evolution de la note de la dette souveraine polonaise, à moyen long terme, en devises (Fitch)





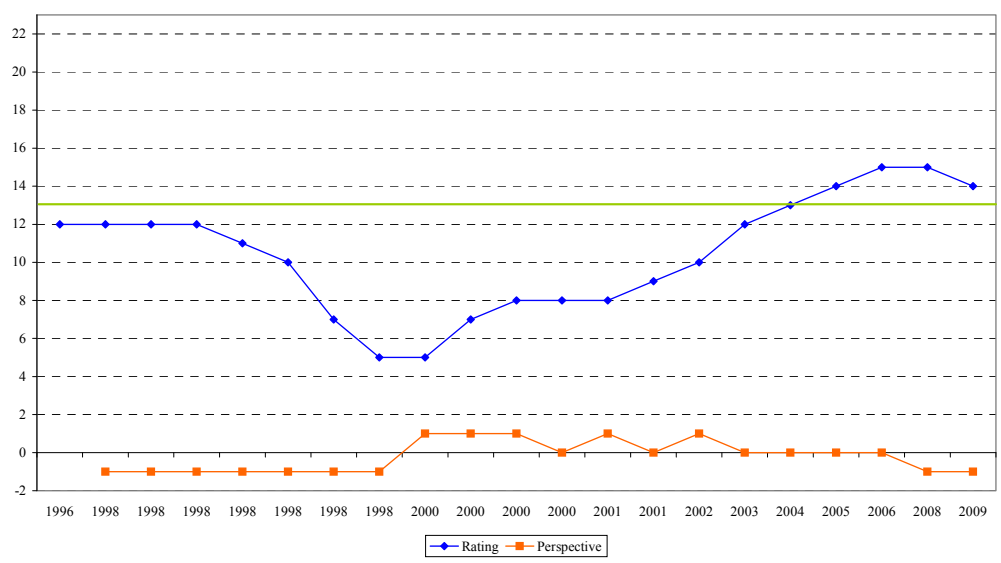
### Graphique K1. Russie

Evolution de la note de la dette souveraine russe, à moyen long terme, en devises (S&P)



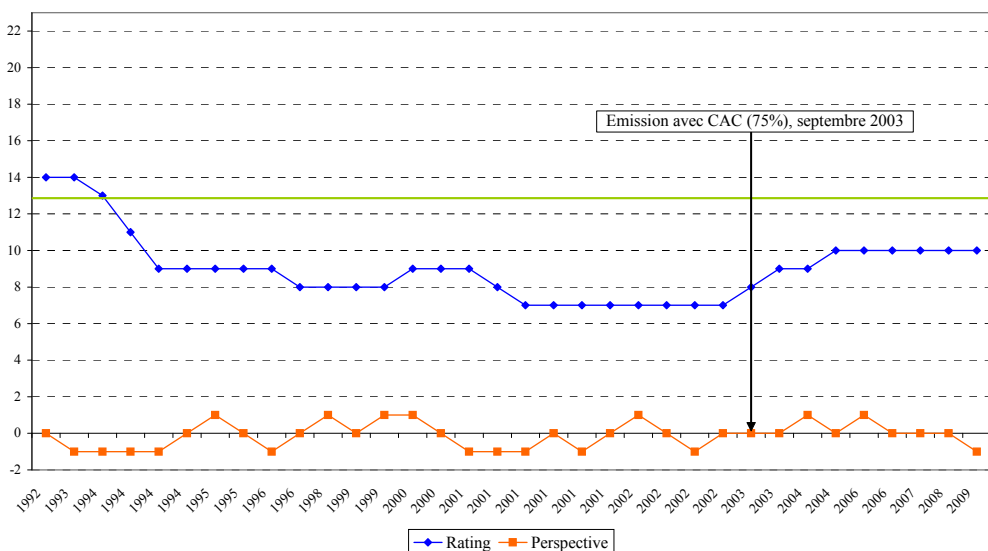
### Graphique K2. Russie

Evolution de la note de la dette souveraine russe, à moyen long terme, en devises (Fitch)



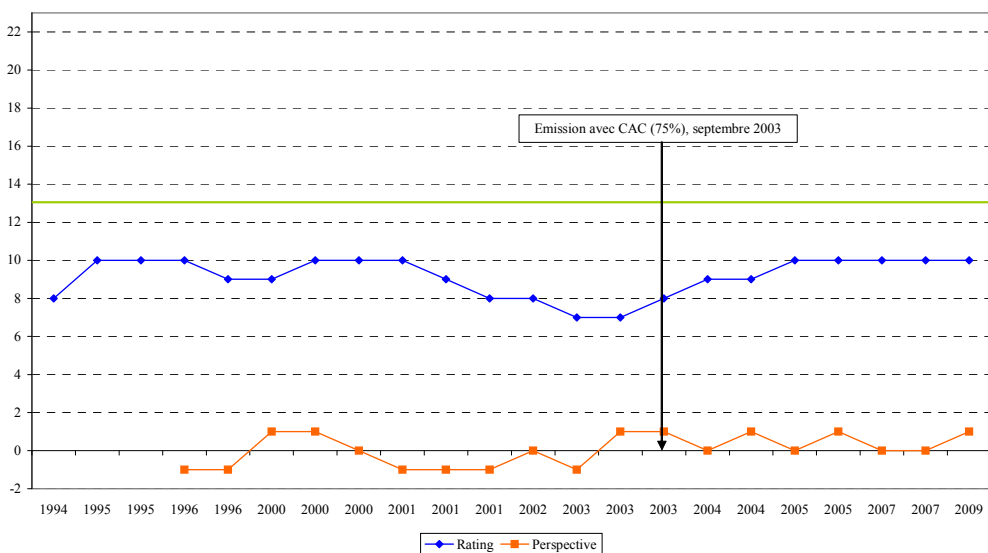
### Graphique L1. Turquie

Evolution de la note de la dette souveraine turque, à moyen long terme, en devises (S&P)



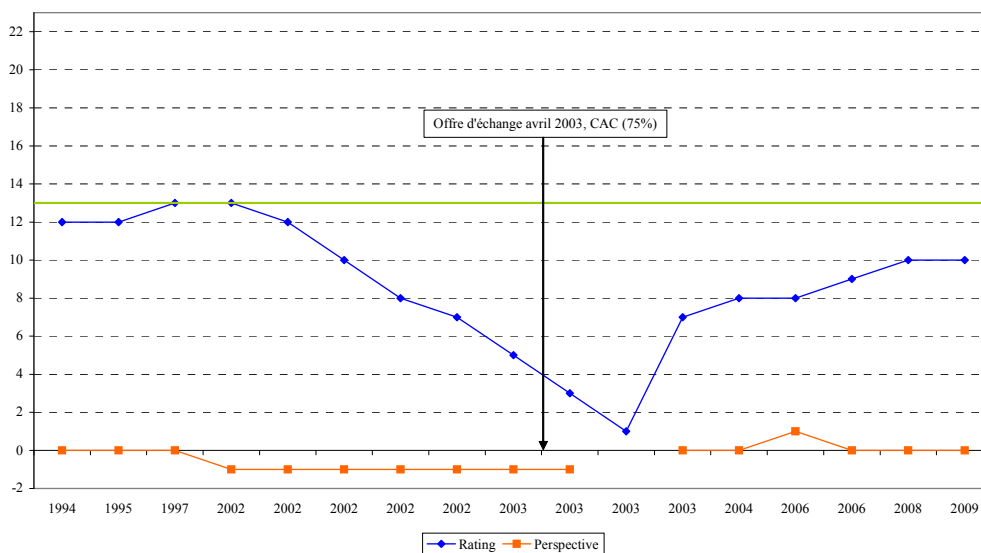
### Graphique L2. Turquie

Evolution de la note de la dette souveraine turque, à moyen long terme, en devises (Fitch)



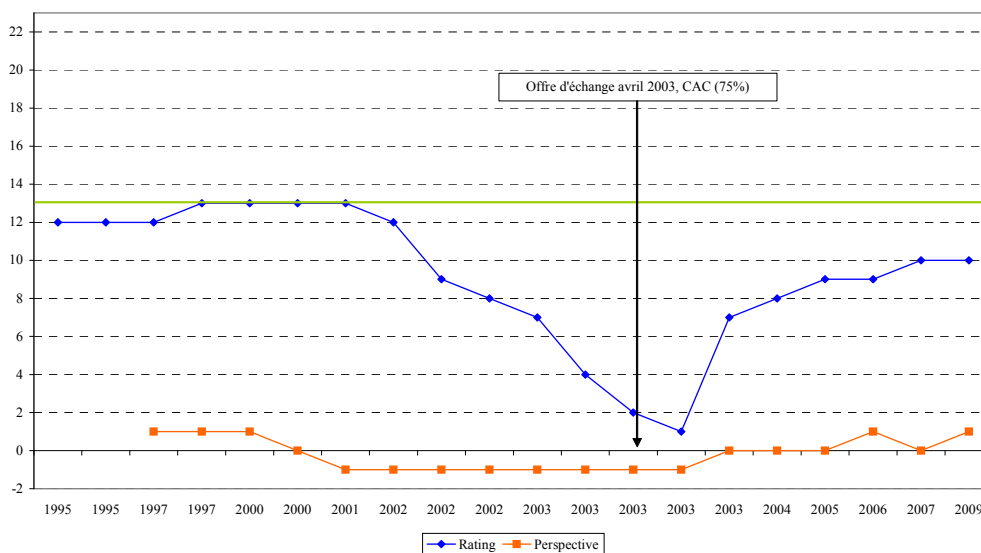
### Graphique M1. Uruguay

Evolution de la note de la dette souveraine uruguayenne, à moyen long terme, en devises (S&P)



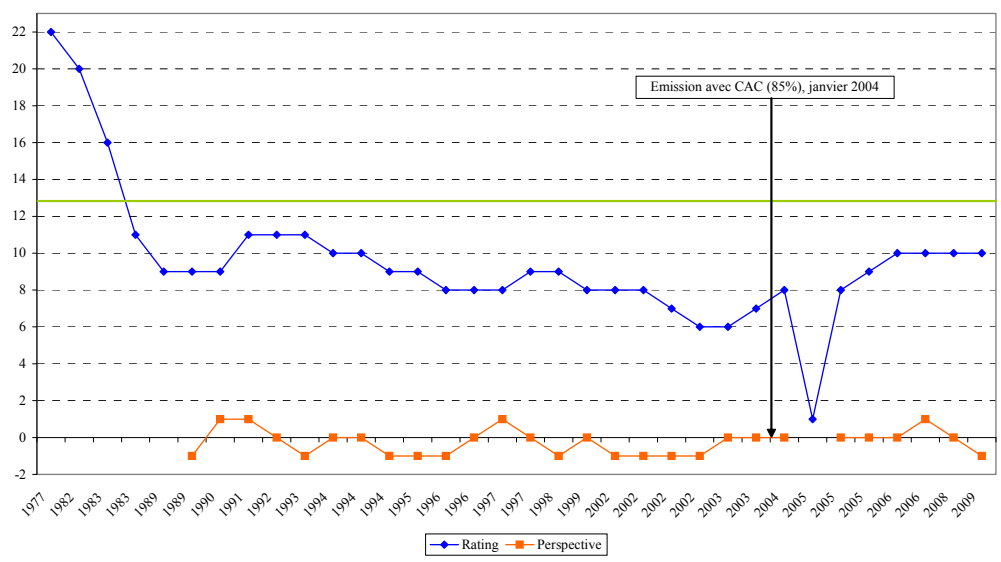
### Graphique M2. Uruguay

Evolution de la note de la dette souveraine uruguayenne, à moyen long terme, en devises (Fitch)



### Graphique N1. Venezuela

Evolution de la note de la dette souveraine vénézuélienne, à moyen long terme, en devises (S&P)



### Graphique N2. Venezuela

Evolution de la note de la dette souveraine vénézuélienne, à moyen long terme, en devises (Fitch)



*Annexe 8 Liste des variables du modèle*

---

$t_0, t_1, t_2, t_3$	Sous-périodes
$T$	Période
$D$	Montant emprunté auprès des investisseurs internationaux
$N$	Investisseurs internationaux, $N = 1, \dots, n$
$x$	Part des investisseurs internationaux qui ne refinance pas la dette en $t_1$
$(1-x)$	Part des investisseurs internationaux qui refinance la dette en $t_1$
$r_i$	Taux d'intérêt touché par les investisseurs internationaux en $t_2$
$R$	Rendement du projet domestique
$xD$	Montant des crédits non renouvelés en $t_1$
$K$	Coût de liquidation en $t_1$
$\gamma$	Décote de la dette
$\alpha$	Décote du taux d'intérêt
$\Delta B_{t-1}$	Coût en termes de réputation pour l'emprunteur souverain
$\theta$	Coût en termes de croissance pour l'emprunteur souverain
$d$	Coût de délai supporté par l'emprunteur souverain en cas de refus de restructurer
$c$	Coût global supporté par les investisseurs internationaux en cas de refus de restructurer
$\theta(1+\psi)$	Pénalité de croissance supportée par l'emprunteur souverain en cas de refus de restructurer, avec $\theta(1+\psi) > \theta$

## Annexe 9 Liste des abréviations

---

ABRA	[ <i>Argentine Bond Restructuring Agency</i> ]
ASS	Afrique Sub-Saharienne
BRI [BIS]	Banque des Règlements Internationaux [ <i>Bank for International Settlements</i> ]
CAC	Clauses d'Actions Collectives
CAU	Clauses d'Actions Unanimes
CFB	[ <i>Corporation of Foreign Bondholders</i> ]
FMI [IMF]	Fonds Monétaire International [ <i>International Monetary Fund</i> ]
FSIA	[ <i>Foreign Sovereign Immunities Act</i> ]
GEMLOC	[ <i>Global Emerging Markets Local and Currency Bond Program</i> ]
SGDD	Système Général de Diffusion des Données
IFI	Institution Financière Internationale
IIF	Institut International de Finance [ <i>International Institut of Finance</i> ]
MRDS [SDRM]	Mécanisme de Restructuration de la Dette Souveraine [ <i>Sovereign Debt Restructuring Mechanism</i> ]
NSDD	Norme Spéciale de Diffusion des Données
OCDE	Organisation de Coopération et de Développement Economique
OPEP	Organisation des Pays Exportateurs de Pétrole
PDI	[ <i>Past Due Interest</i> ]
PDRI	Prêteur en Dernier Ressort International
PECO	Pays d'Europe Centrale et Orientale
PED	Pays En Développement
PFR	Pays à Faible Revenu

PIB	Produit Intérieur Brut
PPTE	Pays Pauvres Très Endettés
PSI	[ <i>Private Sector Involvement</i> ]
SEC	[ <i>Securities Exchange Commission</i> ]
SIA	[ <i>State Immunity Act</i> ]
UE	Union Européenne
VAN	Valeur Actuelle Nette

# Table des matières

<b>INTRODUCTION GENERALE .....</b>	<b>9</b>
<b>PARTIE I – LA NECESSITE D’UN CADRE DE GESTION DES CRISES DE DETTE SOUVERAINE.....</b>	<b>20</b>
<b>INTRODUCTION A LA PARTIE I.....</b>	<b>21</b>
<i>Chapitre 1 – Une « nouvelle » structure d’endettement des pays émergents, prédominance de la dette obligataire et des créanciers privés .....</i>	<i>24</i>
Introduction du chapitre 1.....	25
1. L’emprunt extérieur, source de financement des pays émergents, continuité et rupture à travers l’histoire.....	27
1.1. La dette souveraine extérieure : un choix contraint, reflet de la vulnérabilité des pays émergents .....	27
(i) <i>Les obligations souveraines internationales, la règle plutôt que l’exception .....</i>	<i>27</i>
(ii) <i>Les fondements de l’endettement extérieur.....</i>	<i>41</i>
1.2. La dette domestique, une alternative difficile à la dette extérieure .....	45
(i) <i>Le développement des marchés obligataires domestiques .....</i>	<i>45</i>
(ii) <i>Une résilience en trompe l’oeil.....</i>	<i>59</i>
2. La prédominance des créanciers privés dans la détention de la dette obligataire internationale.....	65
2.1. Mythes et incohérence.....	70
(i) <i>La supériorité supposée des obligations souveraines .....</i>	<i>70</i>
(ii) <i>L’incohérence des réponses du secteur officiel .....</i>	<i>71</i>
2.2. La difficile compréhension des pays émergents.....	74
(i) <i>Les marchés émergents vus comme une classe d’actif homogène .....</i>	<i>74</i>
(ii) <i>Le rôle des agences de notation.....</i>	<i>78</i>
Conclusion du chapitre 1 .....	81
<i>Chapitre 2 – Les coûts et risques engendrés par la « nouvelle » structure d’endettement suite à un défaut souverain.....</i>	<i>83</i>
Introduction du chapitre 2.....	84
1. Les coûts du point de vue de l’emprunteur souverain .....	86
1.1. La détérioration de la réputation de l’emprunteur souverain.....	88
(i) <i>La perte d’accès aux marchés financiers et le risque de répudiation .....</i>	<i>89</i>
(ii) <i>L’augmentation des coûts d’emprunt du financement extérieur .....</i>	<i>90</i>
1.2. Les sanctions directes appliquées à l’emprunteur souverain .....	92
(i) <i>Les pressions militaires et politiques.....</i>	<i>92</i>
(ii) <i>Les sanctions légales .....</i>	<i>94</i>
(iii) <i>La réduction des échanges commerciaux .....</i>	<i>96</i>
1.3. Les coûts en termes de croissance économique.....	99
1.4. Les coûts en termes d’instabilité politique .....	100
2. Les coûts du point de vue des créanciers.....	102
2.1. Les méthodologies employées .....	102
2.2. Les résultats .....	105
3. Les coûts du point de vue du système monétaire et financier international .....	112
3.1. La centralité du système bancaire.....	112
3.2. Les canaux de propagation d’une crise bancaire.....	115
Conclusion du chapitre 2.....	119
<b>CONCLUSION DE LA PARTIE I.....</b>	<b>121</b>



**PARTIE II - VERS L'INSTAURATION D'UN CADRE DE GESTION  
CONTRACTUEL ET DECENTRALISE DES CRISES DE DETTE SOUVERAINE 123**

INTRODUCTION A LA PARTIE II.....	124
<i>Chapitre 3 Le choix des Clauses d'Actions Collectives</i> .....	126
Introduction du chapitre 3.....	127
1. Les enjeux des restructurations de dette souveraine.....	129
1.1. L'étude des dernières restructurations .....	129
1.2. Les futurs enjeux d'une procédure de restructuration de dette souveraine .....	135
(i) <i>La nécessité de faire face aux obstacles inhérents aux opérations de restructurations de dette</i> .....	135
(ii) <i>Le respect de l'équité entre les créanciers</i> .....	137
2. L'implication du secteur privé dans les procédures de restructuration <i>via</i> l'adoption des clauses d'actions collectives.....	142
2.1. De la responsabilisation du comportement des investisseurs .....	142
(i) <i>La déclaration de Cologne, les préceptes de la théorie du bail-in</i> .....	142
(ii) <i>Le bail-in en pratique</i> .....	149
2.2. ... à l'adoption des clauses d'actions collectives.....	152
(i) <i>La réhabilitation d'une vieille idée</i> .....	152
(ii) <i>Les clauses d'actions collectives : définition et limites</i> .....	155
(iii) <i>Une adoption lente et difficile</i> .....	159
(iv) <i>Les voies possibles pour un renforcement des CAC</i> .....	166
Conclusion du chapitre 3 .....	176
<i>Chapitre 4 Modalités opératoires d'une restructuration de dette sous Clauses d'Actions Collectives</i> .....	178
Introduction du chapitre 4.....	179
1. Les Clauses d'Actions Collectives : une revue de la littérature économique.....	181
1.1. Une analyse en termes de bien être.....	181
1.2. Une analyse en termes de coût d'emprunt.....	185
1.3. Une analyse en termes de seuil.....	193
2. Présentation du modèle : vers une révision des seuils de vote à la majorité qualifiée .....	202
2.1. Cadre analytique.....	202
(i) <i>Présentation du jeu</i> .....	202
(ii) <i>Première partie du jeu : le refinancement de la dette</i> .....	204
(iii) <i>Seconde partie du jeu : la restructuration de la dette</i> .....	207
(iv) <i>Les résultats</i> .....	213
2.2. L'application du modèle.....	220
(i) <i>Sources des données et méthodologie</i> .....	220
(ii) <i>Résultats</i> .....	222
L'Argentine.....	223
Belize .....	225
Brésil .....	226
Colombie.....	228
Corée du Sud .....	229
Mexique .....	231
Panama.....	231
Turquie.....	232
Russie.....	234
Uruguay.....	235
Venezuela.....	236
Conclusion du chapitre 4 .....	240
CONCLUSION DE LA PARTIE II .....	242
<b>CONCLUSION GENERALE.....</b>	<b>244</b>
<b>BIBLIOGRAPHIE .....</b>	<b>251</b>
<b>ANNEXES.....</b>	<b>272</b>

<b>TABLE DES MATIERES.....</b>	<b>320</b>
<b>TABLES DES ILLUSTRATIONS ET DES ANNEXES .....</b>	<b>323</b>
ENCADRES .....	323
GRAPHIQUES .....	323
TABLEAUX .....	324
ANNEXES .....	324

# Tables des illustrations et des annexes

## Encadrés

Encadré 1. Les plans Baker et Brady .....	34
Encadré 2. L'émission de titres de dette extérieure en monnaie locale .....	37
Encadré 3. Le développement des marchés obligataires domestiques : l'exemple du Mexique .....	49
Encadré 4. Des marchés obligataires domestiques performants durant la crise des subprimes : le cas de l'Amérique latine .....	64
Encadré 5. L'adoption de normes et standards : quel impact pour les pays ? .....	75
Encadré 6. Les rendements ex post des obligations émergentes .....	77
Encadré 7. La diplomatie de la canonnière .....	92
Encadré 8. La déclaration de Cologne .....	143
Encadré 9. Le mécanisme de restructuration de la dette souveraine .....	153
Encadré 10. Les différentes configurations d'agrégation dans le cas de la restructuration de la dette uruguayenne en avril 2003 .....	167
Encadré 11. L'expérience des comités de créanciers : l'exemple de la CFB .....	172
Encadré 12. Remarques méthodologiques .....	189
Encadré 13. La détermination des seuils de vote de la clause d'action à la majorité qualifiée : la démarche d'Haldane et al. (op. cit.) .....	194
Encadré 14. Les clauses contingentes dans les obligations corporate .....	199
Encadré 15. Les deux approches déterminant la base d'investisseurs à laquelle s'applique le vote .....	208

## Graphiques

Graphique 1. Evolution de la répartition des créanciers publics et privés (milliards de dollars courants) .....	66
Graphique 2. Part des créanciers publics et privés (en %) .....	66
Graphique 3. Evolution de la répartition des créanciers privés (milliards de dollars courants) .....	67
Graphique 4. Part des créanciers obligataires (en %) .....	68
Graphique 5. Evolution des créanciers multilatéraux, bilatéraux et privés (milliards de dollars courants) .....	68
Graphique 6. Part des créanciers multilatéraux, bilatéraux et privés (%) .....	69

Graphique 7. Comparaison des flux entrants privés et publics lors de la crise russe .....	150
Graphique 8. Répartition des flux publics lors de la crise russe .....	151
Graphique 9. Répartition des flux privés lors de la crise russe.....	151
Graphique 10. Evolution des émissions avec et sans CAC.....	165

## Tableaux

Tableau 1. Emissions obligataires des pays d'Amérique latine dans les années 1820.....	29
Tableau 2. Les emprunts d'Etats internationaux en monnaie locale des pays latino-américains .....	40
Tableau 3. Encours de titres de la dette publique pour les pays émergents d'Afrique depuis 1980 (en moyenne par sous-période, en % du PIB) ....	52
Tableau 4. Répartition des encours des titres publics par détenteur (en %, fin 2007) .....	53
Tableau 5. Maturité moyenne de la dette publique (en mois et en variation)..	54
Tableau 6. Réserves de change (position en fin d'année).....	59
Tableau 7. Répartition de la dette publique extérieure à long terme des pays émergents et en développement (milliards de dollars courants).....	65
Tableau 8. Répartition des créanciers privés (milliards de dollars courants) ..	67
Tableau 9. Les travaux de Suter .....	105
Tableau 10. Les travaux de Jorgensen & Sachs.....	106
Tableau 11. Les travaux de Sturzenegger & Zettelmeyer.....	108
Tableau 12. Caractéristiques des crises de 1998 à 2005 .....	130
Tableau 14. Résultats des restructurations de dette souveraine de 1998 à 2005 .....	134
Tableau 15. Evolution des émissions d'obligations souveraines internationales sous la loi new-yorkaise .....	165
Tableau 16. Matrice des paiements pour le cas standard.....	205
Tableau 17. Répartition du poids des créanciers dans la détention de la dette .....	212
Tableau 18. Matrice des paiements pour le cas dégradation de la note .....	218
Tableau 19. Matrice des espérances de gain .....	219

## Annexes

Annexe 1 Les modèles de clauses d'actions collectives par le secteur officiel et le secteur privé .....	273
Annexe 2 Approche de restructuration des dettes souveraines dans un univers sans loi de faillite internationale .....	277
Annexe 3 Typologie des clauses d'actions collectives incluses dans les contrats de dette souveraine émis entre 2003 et 2004.....	281

Annexe 4 Historique des notes de la dette souveraine, à moyen/long terme, en devises, pour un ensemble de pays émergents (S&P).....	288
Annexe 5 Historique des notes de la dette souveraine, à moyen/long terme, en devises, pour un ensemble de pays émergents (Fitch).....	295
Annexe 6 Construction des graphiques.....	300
Annexe 7 Evolution des notes et perspectives pour les pays ayant adopté les CAC .....	303
Annexe 8 Liste des variables du modèle.....	317
Annexe 9 Liste des abréviations .....	318