



HAL
open science

Prévention et résolution des crises de la dette souveraine : la décentralisation en question.

Claire Barraud

► **To cite this version:**

Claire Barraud. Prévention et résolution des crises de la dette souveraine : la décentralisation en question.. Economies et finances. Université de Grenoble, 2012. Français. NNT : 2012GRENE007 . tel-00838599

HAL Id: tel-00838599

<https://theses.hal.science/tel-00838599>

Submitted on 26 Jun 2013

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

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

THÈSE

Pour obtenir le grade de

DOCTEUR DE L'UNIVERSITÉ DE GRENOBLE

Spécialité : **Sciences Économiques**

Présentée par

Claire BARRAUD

Thèse dirigée par **Faruk ÜLGEN**

Préparée au sein du **Centre de Recherche en Économie de Grenoble**,
dans l'**École Doctorale de Sciences Économiques**

Prévention et Résolution des Crises de la Dette Souveraine : La Décentralisation en Question

Thèse soutenue publiquement le 10 décembre 2012
devant le jury composé de :

Monsieur Eric BERR,

Maître de conférences HDR, Université Montesquieu-Bordeaux IV
(Rapporteur)

Monsieur Jérôme SGARD,

Directeur de recherche, Sciences-Po Paris (Rapporteur)

Monsieur Ramon TORTAJADA,

Professeur émérite, Université Pierre-Mendès France, Grenoble II
(Président)

Monsieur Faruk ÜLGEN,

Maître de conférences HDR, Université Pierre-Mendès France, Grenoble II
(Directeur de thèse)



**PRÉVENTION
ET RÉOLUTION DES CRISES
DE LA DETTE SOUVERAINE :**

**LA DÉCENTRALISATION
EN QUESTION**

Claire Barraud

Thèse de doctorat réalisée sous la direction de
Faruk Ülgen

Remerciements

Je tiens en premier lieu à remercier Faruk Ülgen, qui a accepté de prendre la direction de ce travail à un moment charnière de mon parcours de thèse. Sans lui, c'est certain, je n'aurais pas pu terminer.

J'ai également pu, par chance, compter sur quelques rencontres décisives dans le cadre universitaire. Ce sont ces personnes également qui m'ont poussée à mener ce travail à bien. Je pense en particulier à Anne Leroy, Chantal Euzéby, Emmanuelle Puissant, Eric Berr, ainsi qu'à mes collègues du « couloir de la mort ». Alors merci à vous, Julien, Vincent et Juan.

On dit qu'une thèse s'accouche dans la douleur, et la solidité de mon assise personnelle m'a permis de traverser certains épisodes critiques. Je remercie infiniment Anne-So, mon amie et âme sœur à qui je ne pourrai jamais exprimer correctement ce que je ressens, Guillaume, mon graphiste, ainsi que Mèl, Périne, Fanny, Thierry, Ben et Yo pour leur soutien sans faille. En cours de route, j'ai également rencontré des coloc exceptionnels. Tous m'ont supportée au quotidien, et ce n'était pas une mince affaire. Alors je suis également reconnaissante à l'égard d'Emy, Aurélie, Solenn, Nadège, Véro, Emilie, Franck, Angel, Caroline et Hubert. Ma thèse vous doit le maintien de sa touche humaine, envers et contre tout, assurément.

Ma famille, enfin, a joué un rôle fondamental, tant au niveau de la thèse que durant tout mon parcours universitaire. Je ne pourrai donc jamais assez remercier mes parents, et mes deux grands-mères, de m'avoir soutenue psychologiquement et financièrement. Sans ma mère et ses acolytes, cette thèse comporterait plus de fautes d'orthographe que ce qui est acceptable en tant que fille d'enseignante. Sans mon père, cette thèse aurait été moins claire et, pour de nombreuses raisons, plus difficile à soutenir. De manière générale, sans vous, je n'aurais tout simplement pas pu aller à l'université.

Il y a finalement de nombreuses personnes que je dois remercier, et je n'en oublie aucune par la pensée. C'est juste qu'il me faudrait une autre thèse pour leur exprimer ce que je ressens...

■ Pour autant, cette thèse ne reflète que le point de vue de l'auteur. Toute omission ou erreur éventuelle ne peut être attribuée qu'à lui.

1

Sommaire

Introduction générale

Partie 1

Les processus actuels d'endettement et de restructuration de la dette souveraine : Le dogme de la décentralisation

Chapitre 1

Les crises de la dette souveraine : entre vieux problèmes et pérennité des solutions inadaptées

Section 1 : Déclenchement et enlisement dans la crise :
Entre surendettement et surfinancement

Section 2 : L'échec des mécanismes de gestion décentralisée :
Un partage inéquitable du fardeau de la dette

Chapitre 2

La décentralisation des négociations : le résultat de l'opinion des marchés

Section 1 : Une décentralisation légitimée par la théorie économique

Section 2 : Le maintien d'une approche décentralisée :
Le résultat de l'opinion des marchés

Partie 2

La nécessité d'un revirement au profit de l'approche statutaire

Chapitre 3

L'inefficacite de la décentralisation en termes de prévention et de résolution des crises

Section 1 : Une résolution partielle de la crise :
L'incomplétude de l'approche contractuelle

Section 2 : La décentralisation :
Une résolution et une prévention partiales

Chapitre 4

Prévention et résolution des crises de la dette souveraine : Entre concertation internationale et actions unilatérales

Section 1: Prévenir les crises :
Vers une plus grande autonomisation de l'Amérique Latine

Section 2 : L'approche statutaire :
Une garantie de l'efficacité de la procédure de restructuration

Conclusion générale

Table des matières

Remerciements	5
Sommaire	9
Liste des figures	29
Introduction générale	33
Partie 1 : Les processus actuels d'endettement et de restructuration de la dette souveraine : Le dogme de la décentralisation	67
Chapitre 1 : Les crises de la dette souveraine : Entre vieux problèmes et pérennité des solutions inadaptées	71
Section 1 : Déclenchement et enlisement dans la crise : Entre surendettement et surfinancement	73
1 • La dépendance économique de l'Amérique latine comme élément explicatif du surendettement	73
1.1 • Absence de souveraineté économique : Du colonialisme au néo-colonialisme	75
1.1.1 • Concepts et méthodes nécessaires à la compréhension de l'évolution des économies latino-américaines	75
1.1.1.1 • L'apport de l'Ecole historique allemande dans l'appréhension des phénomènes économiques historiques	75
1.1.1.2 • Les théories de l'impérialisme et de la dépendance nécessaires à la compréhension de l'évolution économique latino-américaine	79
1.1.2 • Les expériences historiques accréditant la conception théorique	83
1.1.2.1 • La dépendance à l'égard de la Grande-Bretagne: L'empire informel du néo-colonialisme	83
1.1.2.2 • La dépendance latino-américaine au XX ^e siècle Le reflet de l'hégémonie nord-américaine	87
1.1.2.3 • La dépendance vis-à-vis du FMI et des marchés après la crise de 1982 : Le résultat d'un pouvoir routinisé	95
1.2 • L'aspect exogène des racines de crise : Une traduction des dépendances en temps de crise	101
1.2.1 • Le phénomène de contagion verticale directe à l'œuvre dans l'ancien système	101
1.2.1.1 • Le phénomène de contagion verticale directe	101
1.2.1.2 • La contagion depuis les pays développés jusqu'à la crise de 1929 : Une contamination directe	105

1.2.2 • La contagion verticale indirecte depuis l'enclenchement de la globalisation	109
1.2.2.1 • La crise de 1982 comme symbole du passage d'une contagion directe à une contagion indirecte	111
1.2.2.2 • Les crises sporadiques des années 1990 : Une contagion indirecte sous le joug des effets d'annonce	115
2 • La spéculation sur les titres souverains :	
Un facteur originellement déclencheur de crises	119
2.1 • Les premières crises : Une reconnaissance croissante des effets pervers de la dérégulation financière	119
2.1.1 • De l'euphorie spéculative à la détresse financière : Une explication empirique des crises	121
2.1.2 • Les crises correspondantes	127
2.1.2.1 • La crise de 1825 : Entre absence d'information et désinformation	127
2.1.2.2 • Les crises de 1873 et 1929 : La révélation ex post des malversations financières	131
2.2 • La spéculation à la fin du XX ^e siècle comme source de la courte mémoire des marchés et du législateur	137
2.2.1 • Le marché des eurodollars et la crise de 1982 : Le contournement des lois par les créanciers	139
2.2.2 • La libéralisation financière des années 1990 et la consécration des prises de risques excessifs	141
Section 2 : L'échec des mécanismes de gestion décentralisée : Un partage inéquitable du fardeau de la dette	149
1 • Une décentralisation impraticable :	
L'intervention systématique d'une tierce-partie	149
1.1 • De l'intervention directe à une immixtion indirecte de l'Etat de résidence des créanciers	151
1.1.1 • La politique de la canonnière sous la domination européenne	151
1.1.1.1 • La dette comme motif de conquête territoriale : L'exemple de l'expédition française au Mexique	151
1.1.1.2 • Des interventions conditionnées par des intérêts géostratégiques : Une baisse des interventions directes après la crise de 1873	155
1.1.2 • Une intervention plus subreptice sous la domination états-unienne	157
1.2 • La légitimation d'une tierce partie sous l'ère du FMI	
Une certaine la dépolitisation de l'ingérence	161
1.2.1 • La crise de 1982 : L'échec de la décentralisation malgré la présence du Club de Londres	161
1.2.2 • L'intervention systématique du FMI dans les années 1990	167

2 • L'inefficacité de la décentralisation :	
L'iniquité du partage du fardeau de la dette	171
2.1 • Entre récurrence des décennies perdues pour les débiteurs...	173
2.1.1 • Un phénomène à l'œuvre dès la première crise de 1825	173
2.1.1.1 • Les coûts du défaut et la notion d'équité	175
2.1.1.2 • La décennie perdue : Une résultante récurrente de la crise	181
2.1.2 La décennie perdue des années 1980 :	
La conséquence d'une mauvaise gestion de la crise	185
2.2 • ... Et montée ponctuelle de l'unilatéralisme comme réaction souveraine	195
2.2.1 • La répudiation <i>de facto</i> : Un unilatéralisme de dernier ressort	
face à l'iniquité du partage du fardeau	195
2.2.1.1 • Le rachat unilatéral de dette comme conséquence	
de l'abandon des débiteurs : Le cas de la crise de 1929	197
2.2.1.2 • L'offre d'échange unilatérale comme issue	
à des négociations interminables : Le cas argentin de 2005	201
2.2.2 • La répudiation de jure : L'expression d'un retour	
à la souveraineté face aux relations de dépendance	205
2.2.2.1 • Un premier cas officiel de dette odieuse :	
La répudiation de la dette franco-mexicaine	207
2.2.2.2 • L'utilisation de la doctrine de la dette illégitime :	
Le cas de l'Equateur en 2008	209
 Conclusion du chapitre 1	 217
 Chapitre 2 : La décentralisation des négociations :	
le résultat de l'opinion des marchés	219
 Section 1 : Une décentralisation légitimée	
par la théorie économique	221
 1 • Les soubassements théoriques	
de la gestion décentralisée	221
1.1 • La théorie de l'efficacité des marchés :	
Des crises <i>a priori</i> autorégulées	221
1.1.1 • L'hypothèse de l'efficacité des marchés	223
1.1.2 • Un aléa moral consécutivement créé par l'intervention extérieure	225
1.1.2.1 • Un aléa moral et une anti-sélection	
théoriquement exogènes aux marchés	227
1.1.2.2 • Les critiques consécutives liées	
au renflouement extérieur	231
1.2 • La théorie de l'immunité souveraine : La nécessité symétrique	
de renforcer les pouvoirs de négociation des créanciers	239
1.2.1 • L'incitation à payer du débiteur souverain conditionnée	
aux pouvoirs de sanction des créanciers	241
1.2.2 • L'érosion de l'immunité souveraine	
répondant à la nécessité de renforcer les pouvoirs	
de sanction des créanciers	243

2 • Le débat sur la mise à l'épreuve de la théorie par les faits	251
2.1 • Une approche statutaire pour combler les failles de l'architecture financière internationale	251
2.1.1 • Le problème d'action collective et l'absence de protection du débiteur	253
2.1.2 • La nécessité consécutive d'une approche statutaire : Le Mécanisme de restructuration de la dette souveraine (MRDS)	259
2.2 • L'approche contractuelle : La relativité des problèmes inhérents à la restructuration	263
2.2.1 • Entre le « laissez-faire » : Le <i>statu quo</i> et le code de bonne conduite	263
2.2.1.1 • Le <i>statu quo</i> pur et simple	265
2.2.1.2 • Le Code de bonne conduite : Un <i>statu quo</i> encadré	269
2.2.2 • A une régulation <i>a minima</i> : Les clauses d'action collective (CAC)	275
 Section 2 : Le maintien d'une approche décentralisée : Le résultat de l'opinion des marchés	 287
1 • L'abandon du MRDS : Entre raisons techniques et refus de toute régulation extérieure	287
1.1 • MRDS et CAC : Des critiques similaires mais à la portée différente	287
1.1.1 • Les limites techniques du MRDS a priori insurmontables	289
1.1.2 • Les limites des CAC : Des écueils parfois similaires mais passés outre	293
1.2 • Une souplesse d'adaptation différente	297
1.2.1 • L'amendement du MRDS : L'élimination de la contrainte posée par le juge	297
1.2.2 L'amendement des CAC : Une redéfinition des clauses par les marchés	301
2 • Le choix des CAC comme seul moyen de conjurer un MRDS trop ambitieux	309
2.1 • Les CAC : le projet d'un Congrès américain favorable aux marchés	311
2.1.1 • L'hostilité des Etats-Unis face à tout mécanisme renforçant le pouvoir des débiteurs	311
2.1.2 • Le rôle des Etats-Unis dans l'abandon du MRDS : Entre cohérence des convictions et lobbying de la finance	315
2.2 • Le problème d'action collective des pays débiteurs : Le résultat des relations de dépendance	319
2.2.1 • Les inquiétudes des pays débiteurs directement liées aux menaces des créanciers	319
2.2.2 • L'insertion de CAC dans les émissions latino-américaines : Un acte dicté par les Etats-Unis	323



Conclusion du chapitre 2	335
--------------------------------	-----

Partie 2 :	
La nécessité d'un revirement	
au profit de l'approche statutaire	337

Chapitre 3 : L'inefficacité de la décentralisation	
en termes de prévention et de résolution des crises	343

Section 1 : Une résolution partielle de la crise :	
L'incomplétude de l'approche contractuelle	345

1 • Une analyse tronquée de la viabilité de la dette	345
---	------------

1.1 • L'absence de comparabilité de traitement entre créanciers	345
--	------------

1.1.1 • L'absence d'agrégation des créances internationales	347
--	------------

1.1.1.1 • L'exclusion des créances officielles	347
--	-----

1.1.1.2 • L'omission de certaines créances privées	351
--	-----

1.1.2 • La question de l'inclusion de la dette domestique	357
--	------------

1.1.2.1 • Une part croissante dans l'encours total de la dette non dénuée de risques	357
---	-----

1.1.2.2 • L'étroitesse des relations entre dette intérieure et dette extérieure	365
--	-----

1.2 • L'omission des dettes illégitimes	373
--	------------

1.2.1 • La nécessaire reconnaissance des dettes illégitimes	373
--	------------

1.2.2 • L'absence de considération par les mécanismes actuels	377
--	------------

2 • Le non respect de certaines règles	
inhérentes à la procédure de faillite	385

2.1 • Un problème d'action collective des créanciers irrésolu	385
--	------------

2.1.1 • L'absence de coordination entre différentes classes de créances	385
--	------------

2.1.2 • Une coordination non assurée au sein	
d'une même classe de titres	391

2.2 • A l'échelle du débiteur : Une protection inexistante	397
---	------------

Section 2 : La décentralisation :	
Une résolution et une prévention partiales	405

1 • Un fonctionnement du marché secondaire	
de la dette souveraine non appréhendé	405

1.1 • Le marché secondaire de la dette souveraine des pays émergents :	
Un marché spéculatif	405

1.1.1 • Une nature spéculative révélée par les agences de notation	407
---	------------

1.1.1.1 • Des agences critiquées en temps de crise	407
--	-----

1.1.1.2 • Un classement souverain tout de même fiable	413
---	-----



1.1.2 • Les fondamentaux économiques :	
Un rôle mineur dans la formation de l'opinion des marchés	419
1.1.2.1 • Les fondamentaux : Un facteur secondaire	
de l'évolution des spreads	419
1.1.2.2 • Un exemple de spéculation sur les titres	
de dette souveraine : <i>Les credit default swap (CDS)</i>	427
1.2 • Un fonctionnement appréhendable en termes psychosociaux	433
1.2.1 • L'hypothèse d'efficacité infirmée par les diverses formes	
de rationalité en interaction	433
1.2.2 • L'aléa moral : Un facteur endogène	
aux marchés financiers autorégulés	443
2 • L'échec de la décentralisation en termes de prévention	
et de résolution de la crise	449
2.1 • L'émergence d'un conflit d'intérêts :	
L'iniquité <i>ex post</i> du partage du fardeau	449
2.1.1 • La nature de la crise en question :	
Une propension à l'illiquidité	451
2.1.2 • Le renforcement consécutif	
de l'iniquité du partage du fardeau	455
2.2 • Le renforcement de l'aléa moral du côté des créanciers :	
L'échec de la prévention	463
2.2.1 • Une prise de risques excessifs non sanctionnée	463
2.2.2 • Une décentralisation consécutivement incapable	
d'enrayer le phénomène de panique	469
Conclusion du chapitre 3	475
Chapitre 4 :	
Prévention et résolution des crises de la dette souveraine :	
Entre concertation internationale et actions unilatérales	477
Section 1 : Prévenir les crises :	
Vers une plus grande autonomisation de l'Amérique Latine	479
1 • La poursuite du processus de régionalisation commerciale	
axé sur la coopération régionale	479
1.1 • La justification des bienfaits	
de la diversification commerciale	481
1.1.1 • Spécialisation commerciale et instabilité de la croissance	481
1.1.2 • La nécessité d'une stratégie commerciale préalable	485
1.2 • Une voie possible : L'approfondissement du MERCOSUR	
et de la coopération Sud-Sud	489
1.2.1 • La poursuite du projet MERCOSUR :	
Le renforcement de la coopération	491
1.2.2 • Un exemple de stratégie commerciale extérieure :	
Faire jouer la concurrence internationale	497

2 • La nécessité de grains de sable dans les rouages de la finance dérégulée	501
2.1 • La régulation du secteur financier domestique : Un préalable indispensable	501
2.1.1 • Les coûts d'une crise bancaire compte du rôle des banques dans l'économie	503
2.1.2 • La nécessité consécutive d'une meilleure régulation	507
2.1.2.1 • Les écueils de la régulation actuelle : Des postulats biaisés	507
2.1.2.2 • Le régionalisme : Une voie éventuelle pour améliorer la réglementation bancaire dans les pays émergents	515
2.2 • Le contrôle préventif sur les entrées de capitaux	523
2.2.1 • Un contrôle nécessaire	523
2.2.2 • Les modalités d'application : Un contrôle temporaire	527
 Section 2 : L'approche statutaire : Une garantie de l'efficacité de la procédure de restructuration	 537
1 • Les mesures stabilisatrices des premières tensions	537
1.1 • L'intervention d'un prêteur international en premier ressort	539
1.1.1 • Le concept du PIPR selon Cohen et Portes	539
1.1.2 • Les modalités pratiques d'intervention	541
1.2 • La légitimation du moratoire et du contrôle sur les sorties de capitaux	545
1.2.1 • L'erreur de la persistance des flux de remboursement	547
1.2.2 • Les bénéfices multilatéraux du moratoire	551
 2 • La résolution de la crise : La nécessité d'une tierce partie aux négociations	 555
2.1 • Le critère essentiel d'une restructuration efficace : L'équité du partage du fardeau	555
2.1.1 La redéfinition de la conditionnalité	557
2.1.1.1 Une analyse de la viabilité de la dette en termes de soutenabilité sociale	557
2.1.1.2 Des politiques conjoncturelles contracycliques et à visage humain	563
2.1.2 • Le financement du débiteur en possession de ses actifs	573
2.1.2.1 • La garantie des financements intermédiaires et la contribution du FMI	573
2.1.2.2 • L'éventualité d'une chambre de compensation internationale	577
2.2 • Une procédure statutaire incontournable	581
2.2.1 • Le rôle essentiel de la tierce partie aux négociations	583
2.2.1.1 • Les principes fondamentaux	583
2.2.1.2 • Les caractéristiques essentielles de forme	589
2.2.2 • Une voie possible : L'action unilatérale des débiteurs	597
2.2.2.1 • L'audit et la répudiation : Les cas de légitimité	597
2.2.2.2 • Des conséquences néfastes à relativiser	603

Conclusion du chapitre 4	613
Conclusion générale	615
Glossaire	631
Bibliographie	645
Annexes	
Annexe 1 : Carte politique de l'Amérique Latine	693
Annexe 2 : Variation des cours de titres souverains sur la bourse de Londres, 1820-1846	695
Annexe 3 : Termes de l'échanges et taux d'intérêt sur la dette de l'Amérique Latine avant et pendant la crise de la dette de 1982	697
Annexe 4 : Défauts et renégociations après la crise des années 1820	699
Annexe 5 : Prêts étrangers à destination des gouvernements latino-américains :1850-1875	701
Annexe 6 : Prêts étrangers à destination des gouvernements latino-américains : 1920-1930	703
Annexe 7 : Les propositions d'élaboration des CAC	705
Annexe 8 : Le coût des crises bancaires en Amérique Latine	709

Liste des figures

Tableau 1 : Exposition des banques américaines en Amérique Latine et capital total, 1980-1988	165
Tableau 2 : Transferts nets des pays débiteurs d'Amérique Latine, 1981-1985	187
Tableau 3 : Bénéfices nets des neuf plus grandes banques américaines, 1980-1987	187
Tableau 4 : Encours de la dette de quelques pays latino-américains (1989)	189
Tableau 5 : Dette publique extérieure des plus grands débiteurs d'Amérique Latine, 1980-1989	189
Tableau 6 : Comparaison entre les différentes approches de résolution de crises	283
Tableau 7 : Stock de la dette extérieure publique de l'Amérique Latine, 2010	355
Tableau 8 : Notation des économies émergentes d'Amérique Latine par deux agences majeures, 2011	415
Tableau 9 : Les rationalités en interaction sur le marché de la dette souveraine	441
.....	
Graphique 1 : Gouvernements listés et cotés sur la bourse de Londres, 1820-1830	129
Graphique 2 : Encours de la dette domestique de l'Amérique Latine, 2000-2009	361
.....	
Schéma 1 : Les postulats de la conditionnalité du FMI	565
Schéma 2 : Proposition d'un mécanisme statutaire de restructuration de la dette souveraine	595
.....	
Encadré 1 : L'exemple de la libéralisation financière au Mexique	117
Encadré 2 : L'échec des propositions de la Communauté officielle internationale	150
Encadré 3 : Les caractéristiques du prêteur en dernier ressort	233
Encadré 4 : L'ambition initiale du MERCOSUR	491
Encadré 5 : Les accords de Bâle	509
Encadré 6 : Le traitement de la dette grecque	599

Introduction générale

John Maynard Keynes considérait déjà en 1924 que « les défauts de paiement des gouvernements étrangers sont si nombreux et tellement universels qu'il est plus facile de traiter individuellement les rares cas où les États débiteurs ont rempli leurs obligations que les autres » (*in Alternative Sud*, p.90). De manière générale, cette incapacité récurrente à assurer le remboursement du principal ou des intérêts à la date convenue est intrinsèquement lié à la notion même de dette.

1 • Propos liminaires

Les propos préliminaires ont pour objet de présenter le sujet relatif à la restructuration de la dette souveraine, afin d'expliquer les raisons qui nous ont conduits à travailler sur cette problématique dans le cadre de la thèse.

1.1 • Une histoire de la dette

Avant l'apparition de la monnaie, dans les sociétés traditionnelles, la dette revêtait un sens moral, et l'endetté était redevable à l'égard du prêteur dans un sens unilatéral. Les relations d'endettement s'inscrivaient surtout dans le cadre solidaire de la famille, ou plus généralement du clan. Lorsque la dette a commencé à revêtir un sens financier, notamment avec l'évolution des sociétés vers le capitalisme, l'apparition de la contrepartie des intérêts et la professionnalisation du prêteur, elle est également devenue une source de gains. Les conséquences potentiellement dangereuses de l'endettement sont alors apparues avec une acuité nouvelle. Graeber (2011, in Pilkington, 2011) note alors que plus de 2000 ans avant Jésus-Christ, le surendettement rendait les débiteurs « esclaves de la dette », de sorte que les rébellions consécutives pouvaient menacer l'ordre social. Ainsi, les gouvernements pouvaient répudier la dette des débiteurs surendettés pour éviter la rupture sociale. L'endettement a précocement été critiqué par la religion¹ et les conventions sociales,

lesquelles s'accordaient à en contrecarrer ses pires effets en interdisant l'usure, voire même les intérêts, et pouvaient aller jusqu'à les annuler automatiquement dans le cadre du principe jubilaire (Adda, 2011). L'application trop rigoureuse des contrats a été critiquée dès l'Antiquité car elle avantageait indéniablement le créancier (Barrientos-Parra, 2005). L'obligation morale est alors progressivement devenue réciproque. Et compte tenu du caractère incertain de son exécution, il a été établi qu'un contrat de dette doit émaner de deux parties consentantes ayant des obligations l'une envers l'autre. Si le débiteur s'engage à employer les fonds de manière à être en mesure de les rembourser à terme, le créancier a lui un devoir de diligence le contraignant à étudier minutieusement la solvabilité du débiteur avant de lui accorder sa « confiance ».

1.2 • La particularité de la dette souveraine

L'endettement souverain ne fait, normalement, aucune exception à cette règle. Si la dette souveraine ne trouve pas de réelle définition consensuelle, il reste possible de la définir, globalement, comme la dette publique due à des créanciers privés. Un contrat de dette souveraine est un contrat particulier car la relation qu'il engage entre les parties est elle-même particulière. Un tel contrat met en effet en relation des personnes relevant du droit privé avec un gouvernement souverain. Or, à l'origine, le souverain était protégé par ce que l'on appelle l'immunité souveraine, laquelle le préservait de tout recours en justice par des personnes, morales ou physiques, privées. Par conséquent, l'application rigoureuse dont parle Barrientos-Barra (2005) n'était pas assurée, puisque aucun juge ne pouvait contraindre l'Etat au remboursement. En cas de non remboursement, la renégociation de la dette ne pouvait donc impliquer que le souverain et ses créanciers, de sorte que la probabilité que les créanciers soient lésés était très élevée. Il était donc fondamental de rééquilibrer les pouvoirs en présence. Deux voies étaient alors empruntables. Il fallait en effet soit renforcer le pouvoir de négociation des créanciers, soit affaiblir l'immunité souveraine. Les deux voies ont été empruntées, de sorte que le déséquilibre s'est modifié en faveur des créanciers. Le premier économiste, Adam Smith (1776), a alors appelé à régir la renégociation de la dette souveraine dans un cadre formel et réglementé, afin de ne pas bafouer la dignité de l'Etat. Néanmoins, les négociations sont demeurées improvisées, et le déséquilibre dans le partage du fardeau de la dette est toujours défavorable au débiteur.

Ainsi, le constat initial, duquel émane notre travail de thèse, est que l'on semble être revenu aux prémices des relations d'endettement ; lorsque l'obligation était unilatérale. Selon Barrientos-Parra (2005, p.1), « sur le plan contractuel, le créancier de l'ère de l'informatique comme le créancier des temps bibliques considère que le meilleur contrat est celui qui assure un maximum de profits avec un minimum d'obligations, c'est-à-dire un contrat qui met les coûts et les risques à la charge du débiteur, qui lui accorde un accès privilégié aux biens du débiteur donnés en garantie, et dont les termes seront appliqués avec rigueur par le juge ». Cet avantage est aujourd'hui traduit par la décentralisation des négociations, laquelle se base sur l'intégrité des contrats. Dans ces conditions, le débiteur est, *in fine*, l'unique responsable de sa défaillance financière.

1.3 • Les termes du débat : Approche statutaire Vs. Approche contractuelle

Adam Smith (1776) a donc été le premier économiste à proposer une approche statutaire de la restructuration de la dette souveraine, précisément afin de pallier les écueils de l'approche contractuelle jusqu'ici appliquée. L'approche contractuelle a néanmoins demeuré sous différentes formes improvisées, tandis que les relations entre les deux parties au contrat se complexifiaient. En effet, plus la mondialisation financière progressait, plus l'Etat avait de créanciers, parallèlement à une immunité souveraine érodée. Or, l'augmentation conséquente du nombre de créanciers a également accru les divergences d'intérêts et l'anonymat entre eux, de sorte que, malgré un pouvoir renforcé, leur coordination n'était pas assurée. La globalisation avait également tissé des relations très étroites entre les systèmes financiers nationaux, de sorte qu'une crise de la dette touchant une entité telle qu'un souverain pouvait aisément se propager à d'autres souverains, puis au système financier international. Dans ces conditions, les effets d'une telle crise, dite systémique, dépassaient largement le simple cadre des relations bilatérales entre l'Etat et ses créanciers. Ainsi, à chaque épisode de crise systémique de la dette souveraine, lorsque l'Etat était en défaut de paiement et dans l'incapacité de négocier avec ses créanciers, le débat lancé par Smith est revenu sur le devant de la scène. Les discussions au sein de la communauté financière internationale portaient sur l'abolition de l'improvisation de la résolution de la crise. Aussi, les deux approches perpétuellement en lice visent à rendre la restructuration plus ordonnée, plus prévisible et plus rapide. L'approche statutaire se

concrétise par un mécanisme formel, institutionnalisé, et centralisé autour d'une tierce partie arbitrale. Celle-ci a pour vocation de solutionner les désaccords non seulement entre créanciers, mais également entre les créanciers et leur débiteur. Elle vise à équilibrer les pouvoirs en présence et à répartir équitablement le poids du fardeau de la dette. L'approche contractuelle se base, quant à elle, sur le principe d'intégrité des contrats. Elle préconise donc un mécanisme de restructuration informel (« à l'ombre de la loi ») et décentralisé autour des deux parties au contrat. Les règles sont définies à l'avance en tant que simples lignes directrices et visent plus particulièrement à mieux coordonner les créanciers.

Le dernier débat en date remonte à 2002. Il faisait suite à une série de crises de la dette survenue dans les années 1990, et dont la gestion décentralisée avait été critiquée. En effet, malgré un discours officiel prônant la décentralisation de la résolution de crise, la complexité des relations entre les deux parties au contrat compromettait inexorablement l'avancée des négociations. Dans ces conditions, le Fonds monétaire international (FMI), créé au milieu du XX^e siècle pour préserver les systèmes monétaire et financier internationaux, a dû intervenir de manière récurrente, puis automatique, pour accélérer la procédure de restructuration. L'intervention du FMI s'est traduite à la fois en termes qualitatifs d'arbitrage des négociations, et en termes quantitatifs de renflouements des créanciers par l'intermédiaire du débiteur. L'efficacité limitée de ces deux types d'intervention a alors questionné à nouveau la pertinence d'officialiser et d'encadrer l'intervention extérieure. Le débat alors relancé en 2002 a opposé le mécanisme de restructuration de la dette souveraine (MRDS) du côté de l'approche statutaire, aux clauses d'action collective (CAC), lesquelles représentaient l'approche contractuelle. Le MRDS, proposé par Anne Krueger, la directrice générale adjointe du FMI, partait du postulat de l'échec de l'approche décentralisée. Dans ces conditions, le but était d'officialiser l'intervention du FMI en lui octroyant le pouvoir de sanctionner l'accord de restructuration. Les CAC, proposées par John Taylor, alors sous-secrétaire aux affaires internationales au sein du Département du Trésor des États-Unis, émanaient d'un constat différent. Pour Taylor en effet, la décentralisation serait praticable et efficace si certaines règles la régissant étaient préalablement définies et inscrites dans le contrat de dette dès l'émission de l'obligation du souverain. Aussi, l'intégrité des contrats devait être rigoureusement respectée. Finalement, en 2003, le choix s'est porté en faveur des CAC comme cadre réglementaire de la décentralisation. Pourtant, certains auteurs considèrent toujours qu'il n'existe pas de processus de résolution des crises qui soit prévisible, ordonné et efficace (Kaiser, 2011).

1 • Dix-sept pays sont concernés par cette appellation : l'Argentine, la Bolivie, le Brésil, la Colombie, le Costa Rica, le Chili, Cuba, l'Équateur, le Guatemala, le Honduras, le Mexique, le Nicaragua, le Panama, le Pérou, la République dominicaine, l'Uruguay et le Venezuela. Nous utiliserons indistinctement, tout au long de ce travail, les appellations d'Amérique du Sud, de cône Sud ou encore d'Amérique ibérique pour définir l'Amérique Latine.

2 • Problématique de la thèse : Causes et conséquences

La problématique centrale de la thèse est ici posée puis expliquée selon les hypothèses sous-jacentes tenant à chaque approche de la restructuration.

2.1 • La question centrale de la thèse

Dans la mesure où de nombreux doutes subsistent, notre travail de thèse repose deux questions interdépendantes. Il s'agit en effet de savoir si la décentralisation des négociations est praticable dans le cas souverain et, le cas échéant, si elle est efficace.

Par décentralisation, nous entendons finalement le maintien à tout prix de l'intégrité des contrats, quel que soit le mécanisme qui l'assure. Nous proposons alors une analyse nouvelle et pluridisciplinaire des différentes formes de la décentralisation, tant passées qu'actuelles, et répondons par la négative.

Dès lors, nous soutenons la thèse que la décentralisation de la restructuration de la dette souveraine est non seulement irréalisable, mais également contre-productive.

Notre hypothèse de départ, et qui demeure centrale tout au long de ce travail, est que tous les postulats sur lesquels est basée la volonté de décentraliser sont erronés. Ces postulats ont trait à la fois à la définition globale des rapports entre le débiteur souverain et ses créanciers, et plus spécifiquement à la définition communément donnée à un processus de restructuration dit efficace. Notre terrain d'analyse porte tout particulièrement sur la région latino-américaine, dont les débiteurs sont ceux qui ont enregistré le plus grand nombre de crises de la dette souveraine dans l'histoire récente. L'Amérique Latine est communément définie comme l'ensemble des pays du continent américain issus des empires coloniaux espagnols et portugais, et ayant comme langue officielle l'espagnol ou le portugais¹ (voir annexe 1). Depuis son accession à l'indépendance politique au début du XIX^e siècle, la zone a effectivement connu quatre grandes crises de la dette, ainsi que de quelques crises sporadiques aux conséquences potentiellement systémiques, c'est-à-dire dont la contagion est restée contenue à un faible nombre d'économies.

1 • Nous faisons ici allusion aux fonctions régaliennes regroupées dans la sécurité intérieure (défense et justice) et la sécurité extérieure (armée).

2.2 • Les termes sous-jacents du débat

Nous présentons ici l'analyse standard qui sous-tend la décentralisation, que nous infirmons ensuite en exposant nos propres hypothèses.

2.2.1 • La décentralisation : le résultat d'une vision orthodoxe des relations entre les parties au contrat

La décentralisation des négociations résulte d'une vision orthodoxe des rapports entre les agents économiques et, dans le cas qui nous concerne, entre l'Etat et les marchés. De manière générale, l'orthodoxie économique recommande la décentralisation de la régulation parce que le secteur privé est supposé capable de s'auto-discipliner. L'hypothèse de départ de la théorie néo-classique, qui fait toujours foi, repose en effet sur la capacité intrinsèque du secteur privé à assurer l'adéquation entre l'offre et la demande. Sur les marchés financiers, cela se traduit par la capacité d'allouer efficacement les ressources économiques disponibles. En face, l'Etat est considéré comme un agent économiquement inefficace, ce qui rend ses interventions au mieux neutres, au pire, contre-productives. Par conséquent, la marge de manœuvre dont il dispose dans ses interventions au sein des relations marchandes doit être réduite à sa plus simple expression¹, voire supprimée. Dans ces conditions, l'Etat aurait longtemps été protégé par une immunité souveraine illégitime dans le cadre des relations d'endettement. L'enjeu résidait dans le rééquilibrage des pouvoirs de négociation afin de faire respecter l'intégrité des contrats et de permettre aux créanciers de dialoguer sur un pied d'égalité avec le débiteur souverain. Ce rééquilibrage s'est d'abord opéré de manière militaire. La politique de la canonnière, au travers de laquelle l'Etat de résidence des créanciers pouvait intervenir militairement sur le territoire de l'Etat débiteur pour le contraindre au remboursement, s'est appliquée jusqu'à la convention Drago-Porter de 1907. Parallèlement et par la suite, le rééquilibrage a pu adopter un aspect diplomatique, des comités de créanciers commençant à émerger, lesquels étaient régulièrement soutenus par leur gouvernement d'origine. Le coup de grâce à l'immunité souveraine a néanmoins été de nature juridique. La jurisprudence, nord-américaine surtout, a alors progressivement altéré ce privilège, jusqu'à le rendre, à partir du milieu du XX^e siècle, quasiment inexistant. Un Etat étranger peut désormais être attaqué devant les tribunaux de commerce du pays de

1 • La conditionnalité est effectivement assise sur l'approche monétaire de la balance des paiements et le modèle de « l'Absorption ». L'approche monétaire de la balance des paiements (qui est, pour le Fonds, le premier indicateur de la solvabilité de l'Etat) calcule le montant de crédit selon l'objectif fixé en termes de réserves extérieures. Elle part donc du principe que les déséquilibres de balance des paiements émanent de l'excès de création monétaire. Elle repose sur deux postulats. D'abord, la demande de monnaie dépend des besoins de transaction, de sorte qu'elle est stable à court terme et prévisible à long terme. Ensuite, l'offre de monnaie est exogène, puisqu'elle résulte d'une décision de la Banque centrale. Par conséquent, toute expansion du crédit intérieur génère une baisse des avoirs extérieurs nets. Le modèle de « l'Absorption » considère que tout déficit extérieur n'est que le reflet du déséquilibre intérieur, le solde de la balance courante étant égal à la différence entre le PIB et la demande intérieure (consommation, investissements et dépenses publiques, également appelés, ici, absorption). De fait, les racines du déséquilibre sont à rechercher dans la demande effective interne, et elles renvoient à des niveaux de dépenses trop élevés (Raffinot, 1991).

résidence des créanciers, ce qui contraint l'Etat, *ex ante*, à la négociation avec ses bailleurs privés. Parallèlement à l'affaiblissement de l'immunité souveraine, la théorie dominante et la pratique ont renforcé le pouvoir de négociation des créanciers en s'appuyant sur le principe d'efficience des marchés financiers. Selon le célèbre article de Fama (1969), en reflétant rapidement et avec précision la valeur intrinsèque d'un actif, les marchés étaient originellement supposés capables d'appréhender la solvabilité du débiteur et, de fait, d'allouer correctement le capital international. En cas de restructuration, la rationalité fondamentale des marchés devait cette fois leur permettre de maximiser le rendement des titres selon la solvabilité ainsi évaluée du débiteur. Dans ces conditions, si l'Etat perdait son immunité et si les marchés étaient davantage confortés, alors la décentralisation de la restructuration était non seulement possible, mais également efficace. Toute intervention extérieure s'apparentait dès lors à une interférence illégitime et contre-productive, générant ce que l'on a appelé un aléa moral. Ce dernier surgit lorsque l'assurance contre le risque conduit *in fine* l'assuré à en prendre davantage. Une fois ôtée l'immunité souveraine, en cas de défaillance, c'était du côté de la demande de fonds qu'il fallait creuser.

A l'heure actuelle, le débiteur reste responsable de sa défaillance financière, et le coût de son défaut doit donc lui incomber lourdement afin de prévenir les futures crises. Effectivement, plus le coût du défaut est élevé, plus le débiteur se montrera prudent à l'avenir. Dans l'histoire récente, ce constat se révèle parfaitement dans les soubassements théoriques de la conditionnalité du FMI. Née précisément de la renégociation des dettes souveraines, une fois la politique de la canonnière abolie, pour assurer le remboursement de la dette, elle s'appuie en effet sur deux modèles orthodoxes. Tous deux considèrent qu'en cas de difficultés de paiements, les causes sont à rechercher en interne, dans l'économie débitrice, et plus spécifiquement dans la structure de sa balance des paiements¹. Ainsi, l'ajustement ne s'opère qu'à travers le débiteur, et le fonctionnement des marchés financiers (i.e. des créanciers) n'est pas remis en cause, du moins pas au sein du processus d'endettement. Seule la désorganisation des créanciers dans les négociations est analysée, ce qui explique que l'approche contractuelle vise avant tout à améliorer leur coordination. Pour autant, de telles bases conduisent à occulter le rôle des marchés dans le déclenchement de la crise et, de fait, la nécessité d'un partage équitable des coûts inhérents lors de la procédure de restructuration.

2.2.2 • Les postulats de la thèse : Une divergence marquée avec la vision traditionnelle

2.2.2.1 • Des hypothèses subjacentes à contre courant

Or, si ces postulats prévalent toujours à l'heure actuelle, ils ne se vérifient pas en pratique. Les hypothèses de l'immunité souveraine et de l'efficacité des marchés ne se sont quasiment jamais vérifiées. Si l'immunité souveraine était effectivement recevable *de jure*, elle ne l'a quasiment jamais été *de facto*. *De facto* en effet, dès le XIV^e siècle, lorsque la successivité des dettes a été établie et que celles-ci ont cessé de s'éteindre avec le pouvoir en place, les créanciers ont pu disposer d'une plus grande capacité de contraindre le débiteur souverain au remboursement. Le moyen employé a dès l'origine été la fermeture de son accès aux sources de financements extérieurs en cas de défaut de paiement et de refus de négocier. Mais cette arme n'a pas toujours été utilisée délibérément. La contrainte originelle venait effectivement de l'absence de coordination des créanciers en cas de restructuration. La défiance générée par la défaillance du souverain, les divergences d'intérêts des porteurs de titres et leur désorganisation fermaient d'emblée tout accès du souverain au capital. Ce constat est d'autant plus valable pour les pays ayant acquis leur indépendance politique sur le tard, et qui sont alors entrés sur la scène financière internationale lorsque les règles du libéralisme étaient déjà établies. La nature nouvelle des intervenants attisait alors tout autant l'engouement que la suspicion de la part des marchés déjà libéralisés. Le cas de l'Amérique Latine illustre ce phénomène par le fait que la région n'a fait qu'acquiescer une indépendance de façade, demeurant longtemps sans gouvernements légitimes, en régime de guerre, sous le joug européen, et contrainte, dès la décolonisation, de se financer à l'extérieur sans pouvoir en appréhender les conséquences inhérentes.

De fait, non seulement le consentement de l'une au moins des parties au contrat était vicié, mais l'efficacité de la seconde était déjà toute relative. Le profit anticipé sur la dette, et réévaluable dans l'échange des titres de dette sur un marché secondaire, ne pouvait permettre d'assurer le devoir de diligence des créanciers. Au contraire, puisque l'on observe, avant chaque épisode de crise, une bulle spéculative sur les titres souverains, laquelle démontre d'emblée la coresponsabilité des créanciers dans le déclenchement du défaut. A l'échelle théorique, les apports de la psychologie, relayée par le courant de la finance comportementale en sciences économiques, sont pourtant venus éclairer le processus

1 • Sa nature non rivale implique que sa disponibilité et sa qualité ne peuvent être altérées ni par le nombre d'utilisateurs, ni par le nombre d'utilisations. Son caractère partiellement exclusif signifie quant à lui que l'utilisation d'un tel bien n'est pas entièrement contrôlable par son détenteur. Il faut également rajouter, à ces deux caractéristiques, le fait que ses coûts de production et de transmission sont très faibles.

de formation d'une bulle spéculative et de son éclatement. Les résultats, cohérents avec les faits, attestent de la nature endogène de la spéculation et, de fait, de l'instabilité des marchés financiers que Keynes, en 1936, avait déjà relevée. L'inefficacité de l'action étatique en la matière n'a pas pour autant été relativisée en fonction de l'inefficacité des marchés financiers, si bien que l'Etat, toujours prétendument et illégitimement protégé par son immunité, demeurait le principal responsable de sa défaillance. Le mot d'ordre restait donc de ne couper les flux de remboursements sous aucun prétexte, de sorte que s'il surgissait malgré tout, le défaut portait sur des montants considérables, dont le coût principal était supporté par le débiteur. Or, si le pouvoir de contrainte des créanciers en la matière pouvait apparaître aléatoire, l'intervention des Etats de résidence venait réduire cette incertitude et ainsi renforcer la pérennité des flux de paiements. Aussi, lorsque la jurisprudence et la libéralisation financière sont venues abolir la notion d'immunité souveraine, le déséquilibre dans le rapport entre l'Etat et les marchés s'était déjà inversé au détriment du débiteur.

De fait, tant à l'échelle économique qu'à l'échelle juridique, les mesures prises à ces deux niveaux l'ont en réalité renforcé. La libéralisation financière, réimposée à la fin des années 1980 et consacrant désormais l'hégémonie des marchés financiers dans un cadre décentralisé, a définitivement assis et renforcé les effets pervers du processus d'endettement et de celui de restructuration. Dans ces conditions, c'est la décentralisation elle-même qui pérennise cette inefficacité. Au-delà, c'est toute l'architecture financière internationale qui en pâtit, car c'est elle en premier lieu qui régit les relations entre les acteurs de la finance mondiale, et qui repose sur des fondations anachroniques. Dès lors, une crise de la dette souveraine potentiellement systémique ne peut être régulée par un mécanisme décentralisé dans lequel est seulement en jeu l'intérêt d'un intervenant. En effet, une crise systémique affecte le système financier international, qui est considéré comme un bien public mondial. Un bien public a la particularité d'être non rival et non exclusif¹, de sorte que les marchés ne constituent qu'une partie de ses utilisateurs. Un bien public mondial doit donc faire l'objet d'une régulation publique extérieure. En outre, le fait de confier la régulation du système et la résolution d'une crise qui l'affecte à une partie prenante qui a des intérêts en jeu place cette partie dans un conflit d'intérêts et compromet fortement la stabilité du bien. Un bien public mondial appelle donc toujours une régulation soit extérieure, soit multilatérale.

Si l'échec des processus de restructuration était patent, ses causes ont tout de même fait l'objet d'un débat. Lorsque Krueger a pris, au moins partiellement, conscience de la

1 • Nous considérons ici les dernières versions des deux mécanismes, les deux ayant fait l'objet de certaines révisions entre 2002 et 2003.

gravité de la situation, la logique a été d'abandonner la décentralisation et de rétablir l'équilibre des pouvoirs *via* l'intervention officialisée et balisée d'une tierce partie. A *contrario*, pour Taylor, qui symbolisait davantage l'opinion des marchés, les hypothèses de départ n'avaient pas pour autant besoin d'être revues, puisque l'apogée de la finance avait néanmoins permis, même dans une certaine mesure, le financement du développement dans les économies périphériques. Aussi, il considérait le mécanisme de Krueger comme un arsenal illégitime. Les CAC devaient alors simplement régenter l'organisation des créanciers, sans symétriquement assurer une meilleure protection du débiteur.

2.2.2.2 • Les termes du sujet : Des définitions différentes

Sans prétendre que la vision de Krueger était hétérodoxe, celle de Taylor était clairement orthodoxe. Lerrick et Meltzer (2002, p.2) ont en effet rappelé que le débat entre le MRDS de Krueger et les CAC de Taylor¹ ne symbolisait finalement qu'un « autre épisode du conflit classique entre la régulation et la liberté des marchés ». Or, l'éternel conflit entre régulation et « laissez-faire » tient aux hypothèses de départ et aux définitions employées. Dans le cadre des crises de la dette souveraine, ce que les parties prenantes entendent dans les termes utilisés joue un rôle fondamental dans les mesures préconisées. La notion centrale d'une telle problématique est, selon nous, ce que l'on entend par « efficacité » du processus de restructuration. Le débat entre les CAC et le MRDS émanait de la critique selon laquelle les processus précédents s'étaient avérés inefficaces en raison de leur durée et de leur complexité. Si l'on part du déclenchement de la crise et que l'on considère que l'accord de restructuration met fin à celle-ci, alors les renégociations ont duré en moyenne entre trois et quatre ans avant d'être conclues dans les années 1990 (Carstens et al., 2004). Il n'a cependant pas été précisé quelle durée pourrait être considérée comme raisonnable. L'aspect laborieux du processus tient en premier lieu, selon les termes du débat, à l'absence de coordination des créanciers, laquelle retarde la conclusion de l'accord. Le problème de l'action collective des créanciers a toujours existé, mais il s'est considérablement amplifié après l'achèvement des processus de libéralisation financière. L'essor des marchés financiers dans les années 1990 a démultiplié le nombre de porteurs devant être représentés lors des négociations et, avec eux, les divergences d'intérêts en jeu. Bien que d'autres aspects de l'inefficacité des procédures existantes aient été abordés, tels que l'enjeu du refinancement

du débiteur, globalement, une restructuration efficace constitue donc une restructuration rapide et relativement simple. C'est la raison pour laquelle, malgré quelques détails techniques, la priorité des deux réformes proposées était d'améliorer la représentation et la coordination des créanciers.

Notre définition de l'efficacité est différente. Selon notre analyse, l'inefficacité des procédures existantes vient effectivement de leur durée et de leur aspect laborieux, mais également et surtout de l'objectif qui leur est assigné. Sans pour autant revenir sur le principe jubilaire, nous remontons vers les valeurs morales et considérons qu'une restructuration est efficace si elle répartit équitablement les coûts du défaut en fonction de la responsabilité de chaque partie au contrat. Le principe d'équité n'est abordé que sous l'angle des créanciers, et demande à ce que chaque créancier soit remboursé au prorata de son apport. Ce même principe devrait en toute logique s'appliquer dans les relations entre débiteurs et créanciers, et impliquer que chaque partie supporte le coût qui lui incombe au vu de sa responsabilité dans le déclenchement de la crise. Bien qu'il soit impossible d'établir précisément le degré de responsabilité de chaque partie, le seul fait de reconnaître la coresponsabilité dans le déclenchement du défaut suffit à promouvoir le respect des deux types d'intérêts en jeu. Or, dans la mesure où l'économie est aussi une science morale, appréhender l'efficacité de la restructuration sous un tel angle relève effectivement de la tâche de l'économiste. Malheureusement, l'équité n'est pas une notion centrale de la science économique telle qu'influencée par la théorie néo-classique et sa variante néo-libérale (Akerlof et Shiller, 2009). Au contraire, puisqu'une telle notion implique un revirement par rapport aux postulats néo-libéraux, dans la mesure où il s'agit de revenir sur la potentielle responsabilité des marchés, et donc de revisiter l'hypothèse d'efficience. La façon avec laquelle le cas actuel de la dette grecque a été appréhendé depuis 2009 montre que ce n'est pas le cas. La spéculation sur les titres de dette souveraine est toujours considérée comme un épiphénomène, et est alors souvent analysée séparément du défaut. Or, elle peut déclencher le défaut dès lors que la prime de risque demandée par le détenteur de titre augmente de manière disproportionnée par rapport à l'état réel des fondamentaux de l'économie sous-jacente. Comme le rappelle Stiglitz (2006, p. 297), « dans chaque cas, il y a un prêteur et un emprunteur, qui s'engagent volontairement dans la transaction. Si elle tourne mal, le prêteur est, *a priori*, aussi responsable que l'emprunteur. En fait, il l'est peut-être plus, puisqu'il est censé savoir analyser plus finement les risques, et mieux évaluer le niveau raisonnable d'endettement ». De fait, la question se pose de savoir si l'enjeu de

l'analyse doit être le « surendettement » ou le « surfinancement ». L'objectif qui en découle n'est pas le même. Si l'on parle de surendettement, cela implique que l'on cherche « à rendre plus difficile pour les emprunteurs de se décharger de leur dette » (op. cit.). Si l'on aborde le sujet sous l'angle du surfinancement, cela suppose que l'on cherche à inciter les prêteurs à une meilleure diligence. Si l'on prend le sujet sous les deux angles, c'est-à-dire en y intégrant un principe d'équité, cela implique que l'on cherche à résoudre les crises de la dette souveraine.

Une fois le principe d'équité devenu prioritaire, il implique un double objectif. Si, du côté des créanciers, la décote doit demeurer acceptable, du côté du débiteur, la dette doit redevenir soutenable. Or, à ce jour, si l'objectif de la décote est intégré, celui de la soutenabilité apparaît secondaire. Ces deux finalités supposent quant à elles de revenir sur certaines définitions. La soutenabilité de la dette doit être cohérente avec l'entité sous-jacente. En outre, cette entité, *in fine*, est représentée par les assurés sociaux de l'Etat débiteur, ce qui confère nécessairement au concept de soutenabilité une dimension sociale. La dimension sociale de la dette signifie non seulement que les analyses de viabilité de la dette prennent en compte la préservation de la qualité de vie des populations débitrices, mais également qu'elles englobent toute la dette publique. A ce titre, la définition de la dette souveraine est modifiée, et doit intégrer la dette publique totale, c'est-à-dire intérieure et extérieure. Or, la décentralisation amène à ne considérer que la dette publique due aux créanciers privés internationaux. C'est pourquoi si nous analysons la dette souveraine dans son sens le plus étroit dans la première partie de ce travail, puisque nous discutons une notion consensuelle, nous englobons la dette publique totale dans la deuxième partie, car celle-ci a vocation à infirmer les postulats de la décentralisation. De même, la restructuration, qui se définit comme le processus durant lequel le débiteur et ses créanciers s'accordent sur une redéfinition des modalités de paiement, n'est plus entendue de la même manière. Elle intègre théoriquement les allègements de dette, avec réduction du principal et/ou des intérêts, les annulations, les rééchelonnements, ajournant les charges relatives à l'engagement, et le refinancement, constitué par un nouveau prêt destiné à assurer le paiement des obligations arrivées à échéance. Mais en pratique, les remises réelles de dette sont très rares. Celles-ci sont supposées s'appliquer en cas d'insolvabilité, laquelle constitue l'incapacité rédhibitoire du débiteur à assurer le paiement de ses dettes. Le problème est qu'une crise de la dette souveraine est souvent appréhendée, de manière prématurée, sous l'angle de l'illiquidité, laquelle ne suppose qu'une incapacité temporaire au remboursement. L'illiquidité ne demande en effet

qu'un ajustement des modalités de paiements, mais en aucun cas une réduction de dette, et contraint dès lors à poursuivre les flux de remboursements. L'ajustement est le plus souvent opéré par un refinancement aux coûts exorbitants et/ou par un renflouement extérieur, lequel a également un coût pour l'économie débitrice puisqu'il s'agit toujours d'un prêt. Le refinancement est précisément généré par la volonté obsessionnelle de ne couper les flux de paiements sous aucun prétexte. Or, l'issue d'un tel processus est paradoxale. En effet, d'un côté, la seule partie au contrat qui y a un intérêt est le créancier, mais de l'autre, c'est bien la persévérance intempestive des flux de paiements qui est à l'origine de l'échec de la restructuration si celle-ci doit avoir lieu malgré tout. Car le montant à restructurer, *in fine*, est trop important pour parvenir à un niveau d'endettement soutenable sans réduire fortement la valeur des créances. Parallèlement au fait qu'il ne constitue pas en soi une redéfinition des modalités de paiements, c'est la raison pour laquelle nous n'incluons pas le refinancement dans la restructuration, et d'autant moins dans ce que nous appelons une restructuration efficace. Le principe d'équité demanderait effectivement de se préoccuper plus tôt des responsabilités à l'origine des premières tensions et du caractère soutenable de la dette. La simple reconnaissance de la responsabilité des créanciers dans le déclenchement de la crise modifie alors la répartition de la charge du défaut et implique une meilleure protection du débiteur. Au-delà, la distinction entre une crise de liquidité et une crise de solvabilité, si elle doit avoir lieu, ne peut se faire qu'à l'abri de la panique, c'est-à-dire en coupant momentanément les flux de remboursement. Dans ces conditions, le refinancement et les renflouements extérieurs seraient largement réduits, et en termes de coûts, et en termes de temps.

Un tel revirement est inenvisageable dans l'approche contractuelle et décentralisée car celle-ci confie aux marchés les modalités de la renégociation. Or, tant du côté de l'action collective que du côté de l'intérêt général de la finance, le refinancement perpétuel et le relais du financement extérieur sont amenés à perdurer. Pour enrayer la spirale, il faudrait en effet que les créanciers sanctionnent, seuls, la valeur de leurs créances au prorata de leur responsabilité et qu'ils le fassent collectivement, malgré un problème d'action collective à ce jour irrésolu. Par ailleurs, les premières tensions sur la dette se définissent par une augmentation des primes de risques sur les titres détenus, laquelle est synonyme d'une augmentation des intérêts perçus, et donc du profit réalisé sur l'échange de titres. Dans ces conditions, ni l'agent de la théorie standard, qui n'agit que dans le but de maximiser son intérêt, ni le groupe d'opérateurs analysé par la finance comportementale ne peuvent, par définition, opérer un tel revirement dans l'appréhension de la crise.

Ainsi, même si nous mettons en avant l'aspect préventif des réformes, nous considérons que le défaut souverain constitue « un trait naturel du mécanisme de marché, et non quelque chose qu'il faut éviter à tout prix » (*in* Kaiser, 2011, p. 14).

Par conséquent, nous défendons la thèse selon laquelle non seulement la décentralisation restera impossible, dans la mesure où une tierce partie sera toujours forcée d'intervenir malgré le discours affiché, mais également que les conditions actuelles dans lesquelles elle s'exerce la rendent contre-productive en raison de l'iniquité du partage du fardeau de la dette.

3 • Structure d'argumentation de la thèse

Notre argumentation s'appuie sur la pluridisciplinarité et s'articule autour de deux parties. La première partie explique les raisons pour lesquelles le dogme de la décentralisation souhaite s'appliquer de manière invariable dans le temps. La deuxième partie démontre l'échec de ce dogme, tant à l'échelle de ses assises théoriques que de l'évidence empirique, et préconise de fait la centralisation de la procédure de restructuration.

La première partie analyse en effet les processus d'endettement et de restructuration actuels et passés, tous deux régis par la volonté monomaniacque de décentraliser. Composée de deux chapitres, elle revient sur les saillances empiriques observées lors des différents épisodes de défaut, et analyse les termes du conflit opposant la régulation à liberté des marchés en axant sur le dernier débat en date, entre les CAC et le MRDS. Notre terrain d'analyse étant l'Amérique Latine, le premier chapitre analyse les voies de déclenchement (section 1) et de résolution (section 2) des quatre grandes crises de la dette survenues dans la région depuis son accession à l'indépendance politique au XIX^e siècle. Le but est de démontrer, à travers une analyse historique et empirique, que la décentralisation des négociations s'est avérée non seulement impraticable mais également inefficace. En outre, l'analyse des facteurs déclencheurs de la crise et des modalités de sa résolution met en exergue le fait que la longueur de la procédure et l'inefficacité de son issue résultent d'un déséquilibre des pouvoirs de négociation aux dépens du débiteur. En outre, ce déséquilibre est précisément induit par une décentralisation improvisée. En termes de méthode, nous adoptons la démarche du courant historiciste, laquelle se fonde sur la collection de monographies pour dégager des saillances récurrentes, alors tantôt définies comme variables explicatives, tantôt comme variables expliquées. De plus, la démarche permet

d'intégrer la problématique dans un contexte qui lui est propre, intégrant notamment les notions de dépendance au passé (*path-dependent*) et d'apprentissage en vue d'une progression. Plus spécifiquement, la méthode de Von Schmoller est privilégiée, car si ce dernier conserve une démarche inductive, il cherche néanmoins à en tirer des lois globales sujettes à théorisation et impliquant ensuite un passage à une analyse en termes d'économie politique, que nous adoptons dès le deuxième chapitre. Les théories mobilisées sont les théories de l'indépendance et de l'impérialisme, car elles permettent, de manière complémentaire, d'appréhender les relations entre l'Amérique Latine et ses créanciers dès l'accession de la région à l'indépendance. Elles expliquent en effet l'absence de construction de structures internes permettant un développement autonome de la région, et, de fait, la dépendance accrue et imposée aux capitaux extérieurs durant près de deux siècles. En outre, elles relativisent d'emblée l'adage selon lequel le débiteur est responsable de sa situation financière et doit nécessairement subir un coût élevé lors de la restructuration de sa dette.

Le deuxième chapitre explique les soubassements théoriques de la décentralisation et de l'iniquité du partage du fardeau (section 1), puis analyse le choix de l'absence de régulation en termes d'économie politique (section 2). En outre, les hypothèses théoriques sont orthodoxes, et leur analyse axe plus particulièrement sur le concept d'efficience des marchés financiers et sur celui de l'aléa moral en tant que phénomène généré de manière exogène. L'analyse en termes d'économie politique approfondit les termes du débat entre les CAC et le MRDS, tant à l'échelle officielle qu'à un niveau plus officieux. Le chapitre démontre que l'ampleur du coût subi par l'économie débitrice ne résulte pas d'une faille accidentelle de la procédure de restructuration, mais précisément des hypothèses orthodoxes qui sous-tendent les analyses du processus d'endettement et la décentralisation des négociations. Néanmoins, l'économie politique du débat montre que la littérature dominante ne fait que donner une assise intellectuelle à un dogme en réalité politique. En effet, le choix officiellement opéré entre un mécanisme statutaire et un mécanisme contractuel a toujours en premier lieu reflété l'opinion des marchés, laquelle est invariablement soutenue par les Etats-Unis en particulier, et par les grandes puissances en général. Le cadre demeure donc celui de la dépendance et de l'impérialisme. Ainsi, il est démontré que les critères techniques et théoriques d'efficacité sont en réalité secondaires comparativement aux considérations politiques, voire idéologiques des grandes puissances.

La deuxième partie, également construite autour de deux chapitres, réfute les hypothèses sous-jacentes à la volonté de décentraliser, et démontre consécutivement la nécessité de centraliser les processus autour d'une tierce partie neutre et compétente. Ainsi, le troisième chapitre de ce travail fait écho au second. Il entend d'abord relever le caractère partiel de l'approche décentralisée (section 1) puis démontrer également sa partialité en termes de répartition des coûts de la crise (section 2). Le but est alors de démontrer théoriquement que l'approche décentralisée entérine l'iniquité du partage du fardeau de la dette. Après mise en exergue des incomplétudes de l'approche décentralisée, il s'agit de démontrer que l'aléa moral est en réalité une composante intrinsèque des marchés financiers dérégulés, lesquels ne peuvent alors plus être considérés comme efficaces. Par conséquent, l'aléa moral, décrié par la littérature orthodoxe comme exogène et résultant de l'intervention extérieure, est en réalité endogène et renforcé par l'absence de régulation extérieure. Dans ces conditions, c'est la décentralisation même qui est à l'origine de l'instabilité des marchés, du processus d'endettement et de celui de la restructuration. La théorie mobilisée est la théorie keynésienne, approfondie par la finance comportementale et la finance expérimentale. Il s'agit non seulement de rendre compte de la réalité des mouvements de prix sur les marchés de la dette souveraine, lesquels attestent de la spéculation à l'œuvre, mais également de les expliquer rationnellement.

Le quatrième et dernier chapitre de ce travail fait écho au premier en offrant des pistes de réflexion sur la nécessité de certaines actions unilatérales des débiteurs en termes de prévention de la crise (section 1), ainsi que sur la nécessité et les modalités d'instauration d'un mécanisme statutaire pour la résoudre (section 2). Le but est alors d'appuyer la nécessité d'une meilleure protection du débiteur afin de rééquilibrer les pouvoirs en présence, tant en temps normal qu'en temps de crise. En termes de méthode, qu'il s'agisse du cadre préventif ou du cadre résolutif, nous faisons appel à l'existant, que nous cherchons tantôt à renforcer, tantôt à réactualiser. A l'échelle préventive, le premier chapitre ayant montré que les déterminants de la dette sont à la fois commerciaux et financiers, il s'agit de renforcer l'autonomie des Etats débiteurs sur ces deux versants. A l'échelle commerciale d'une part, nous préconisons un renforcement de la régionalisation commerciale à travers le MERCOSUR, ainsi qu'un renforcement de la coopération Sud-Sud afin de limiter les effets d'une dégradation des termes de l'échange. A l'échelle financière d'autre part, nous accédons les mesures récentes de contrôles temporaires sur les entrées de capitaux, lesquelles doivent être corrélées à une meilleure supervision bancaire en

interne. L'objectif est de stabiliser les sources de financements des Etats débiteurs et de les rendre moins vulnérables à un reflux intempestif. Néanmoins, bien que la meilleure des protections ne saurait empêcher la survenance d'une crise, nous abordons également le cadre de sa résolution. A ce niveau, nous réactualisons les propositions de la littérature existante et préconisons un revirement au profit de l'approche statutaire. Dans la mesure où nous considérons que le système financier international est un bien public, l'opinion des marchés doit être passée outre. Dans ces conditions, seule l'approche statutaire est capable de réguler les comportements et d'assurer une issue efficace de la procédure. De manière réaliste, nous ne nous attendons pas à un tel revirement spontané de la part de la communauté officielle internationale, aussi nous recommandons aux Etats débiteurs en proie à la crise d'appliquer certaines mesures unilatérales afin d'amorcer le processus attendu. Il s'agit alors de procéder à un audit indépendant et systématique de la dette en cas de tensions, de répudier la partie illégitime, pour enfin négocier de bonne foi une restructuration de la part légitime.

Partie 1

**Les processus actuels d'endettement
et de restructuration
de la dette souveraine :
Le dogme de la décentralisation**



Introduction

Cette première partie analyse l'échec des processus de restructuration passés, ainsi que la persistance de la décentralisation malgré une inefficacité empiriquement avérée. Elle est articulée autour de deux chapitres. Le premier chapitre analyse empiriquement lesdits processus dans le cadre d'une démarche historique. Le deuxième rend compte des hypothèses théoriques qui sous-tendent la volonté de décentraliser, puis les confronte à une analyse en termes d'économie politique.

Le premier chapitre parcourt la plupart des épisodes de crise de la dette souveraine en Amérique Latine depuis la décolonisation de la région. Il démontre que la décentralisation des négociations s'avère impraticable et inefficace. En effet, l'approche contractuelle ne peut aboutir en raison de la nature et du caractère potentiellement systémique des crises de la dette souveraine. Dès lors, ses conséquences dépassent largement les deux parties au contrat, de sorte qu'une tierce partie est contrainte d'intervenir pour contenir les externalités et assurer un traitement plus rapide de la crise. Pour autant, le discours officiel reste axé sur la décentralisation, de sorte que, paradoxalement, l'intervention ne doit pas interférer dans l'intégrité des contrats. Or, une telle décentralisation *ad hoc* s'avère inefficace car l'intégrité des contrats ne protège que les créanciers, de sorte que la majeure partie du poids de l'ajustement est supportée par le débiteur. Or, il est démontré que les créanciers sont tout autant, sinon plus, responsables du déclenchement de la crise que le débiteur. De fait, l'équité de la répartition des coûts de la crise, qui doit constituer le premier critère de l'efficacité d'un processus de restructuration, n'est pas respecté.

Le deuxième chapitre rend compte des hypothèses théoriques qui sous-tendent la volonté de décentraliser, et les confronte à une analyse, en termes d'économie politique, du débat opposant la centralisation à la décentralisation. En outre, si la décentralisation bénéficie du soutien de la théorie dominante, la centralisation est davantage basée sur des faits empiriques. De fait, tout débat s'avère biaisé, dans la mesure où la décentralisation bénéficie d'un soutien politique et théorique sans faille, à l'inverse d'une centralisation politiquement désavouée et ne remettant pas en cause les hypothèses théoriques qui accèdent l'approche contractuelle.



CHAPITRE 1

Les crises de la dette souveraine : Entre vieux problèmes et pérennité des solutions inadaptées

Ce premier chapitre relève puis analyse les caractéristiques récurrentes des crises de la dette depuis leur apparition en Amérique Latine au début du XIX^e siècle. Nous analysons les quatre grandes crises de la dette ayant touché la zone dans son ensemble, mais également certaines des crises disparates des années 1990, qui n'ont affecté qu'une seule ou un faible nombre d'économies.

La méthode adoptée est celle de l'Ecole historique allemande, puisqu'il s'agit essentiellement d'une collecte de monographies à partir de laquelle nous relevons les saillances sujettes à analyse. Les deux principales théories mobilisées sont celle de la dépendance et celle de l'impérialisme. Toutes deux sont complémentaires et permettent d'appréhender pertinemment le processus de développement de la région. Elles permettent en effet de comprendre la place du débiteur à la fois dans le processus d'endettement et dans le processus de restructuration. Sans pour autant omettre les conflits internes, nous ne les abordons pas et nous en tenons aux relations internationales dans le cadre de la mondialisation financière.

Les résultats obtenus montrent qu'en dépit du fait que les crises de la dette souveraines émanent d'une double responsabilité entre les parties au contrat, le processus de restructuration, appréhendé sous l'angle d'une décentralisation improvisée, tend de fait à ne reconnaître que la responsabilité du débiteur. Ce déséquilibre dans les pouvoirs de négociation interdit l'équité du partage du fardeau de la dette et rend l'issue du processus inefficace.

La structure est articulée en deux temps. La première section analyse le processus de déclenchement de la crise et met en avant la double responsabilité des parties au contrat. La deuxième section analyse les différents processus de restructuration et conclue non seulement à leur impraticabilité, mais également à leur inefficacité.



Section 1 : Déclenchement et enlisement dans la crise : Entre surendettement et surfinancement

Cette première section démontre la double responsabilité dans le processus d'endettement qui mène à une crise de la dette souveraine. Néanmoins, la responsabilité du débiteur est analysée sous l'angle des théories de la dépendance et de l'impérialisme. En effet, celles-ci expliquent pourquoi les économies du cône Sud n'ont pas bénéficié de la construction de structures internes cohérentes avec leurs spécificités, mais également les raisons pour lesquelles elles n'ont pu profiter des avantages de la mondialisation financière au même titre que les économies qui en avaient édicté les règles.

Cette première section aboutit au résultat selon lequel la crise est le résultat de la conjonction entre un surendettement majoritairement involontaire et un surfinancement davantage délibéré.

La première partie analyse le surendettement sous l'angle des théories de la dépendance, afin de mettre en exergue l'expression contrainte du consentement des pays débiteurs. La deuxième partie analyse le surfinancement sous l'angle de la spéculation pour mettre en lumière la responsabilité des créanciers dans la survenance de la crise.

1 • La dépendance économique de l'Amérique latine comme élément explicatif du surendettement

Il s'agit ici de mettre en exergue la dépendance souvent oubliée des pays latino-américains, dans la mesure où celle-ci constitue le principal élément explicatif du surendettement. Les monographies historiques révèlent alors la contrainte exercée sur le débiteur et permettent de classifier les différentes périodes de développement selon la typologie des régimes impérialistes de Mann (2008).

La dépendance des pays latino-américains dans le cadre des crises de la dette souveraine se révèle en deux temps. Le premier temps fait état du cheminement contraint menant à la situation de crise (1.1), tandis que le deuxième temps met en évidence le caractère exogène de l'origine de la crise, et relativise ainsi la responsabilité du débiteur (1.2).

1.1 • L'absence de souveraineté économique : Du colonialisme au néo-colonialisme

Dans un premier temps, nous exposons la méthodologie de l'analyse, laquelle respecte les prescriptions de l'École historique allemande, ainsi que les soubassements théoriques, qui s'appuient sur les théories de la dépendance et de l'impérialisme. En outre, ces théories étant elles-mêmes basées sur des analyses factuelles, le fait de les exposer en amont n'annihile pas la démarche inductive. Dans un deuxième temps, nous montrons que les faits accèdent les analyses en termes de dépendance et d'impérialisme.

1.1.1 • Concepts et méthodes nécessaires à la compréhension de l'évolution des économies latino-américaines

Ce travail de recherche sur les causes et les conséquences récurrentes des crises de la dette souveraine s'appuie sur l'observation des faits et la distinction de saillances, propres à la démarche historiciste (1.1.1.1). Il nous conduit ensuite, de manière logique, à considérer que les théories de la dépendance et de l'impérialisme constituent des approches fondamentales pour comprendre le développement historique des débiteurs d'Amérique Latine (1.1.1.2).

1.1.1.1 • L'apport de l'École historique allemande dans l'appréhension des phénomènes économiques historiques.

Le *Methodenstreit* représente la « querelle des méthodes » qui a surgi entre les tenants de la jeune école historique allemande (EHA), menée par Gustave Von Schmoller, et les auteurs de l'école autrichienne à la fin du XIX^e siècle, bâtie par Carl Menger. L'ancienne EHA est née au milieu du XIX^e siècle autour des travaux de Roscher, Hildebrand et Knies. Knies (1853), l'auteur ayant le plus développé la méthode historiciste (Montoussé, 2010), affirmait la nécessité de distinguer les sciences de la nature des sciences sociales. Cette obligation scientifique vient alors du fait que si les sciences de la nature sont établies sur la constance et la répétition des phénomènes, les sciences sociales sont, quant à elles,

1 • Avec ses *Principes d'économie politique* de 1871, Menger n'envisageait pas d'infirmer la méthode historiciste allemande, même s'il privilégiait déjà une approche déductive. C'est sa déception face à la critique de Gustave Von Schmoller qui suscite les *Recherches sur les méthodes des sciences sociales* (Dostaler, 2006).

2 • La méthode déductive part de lois générales pour se confronter aux phénomènes particuliers. L'induction chemine en sens inverse, émanant de l'observation de faits (cas particuliers) pour tenter d'en extraire des lois générales. Le relativisme épistémologique énonce que chaque loi est observable au cours d'une période donnée et d'un espace délimité. En ce sens, la validité de chaque concept est relative à l'époque et à l'espace considérés.

dynamiques et empiriques, car le développement historique influence assidûment les variables économiques et sociales. Ainsi, s'il est possible de relever certaines analogies entre les différentes époques économiques, il est en revanche impossible d'en tirer des lois universelles. Menger publie ses *Recherches sur les méthodes des sciences sociales*, en 1883, et y affirme la nécessité de mener une approche déductive, rationaliste et *aprioriste*, laquelle est apte à engendrer des lois générales, et à faire de la discipline économique une science¹. L'EHA a entre temps accueilli de nouveaux auteurs, et notamment Von Schmoller, qui va attaquer les *Recherches* de Menger pour réaffirmer la légitimité de l'induction et le relativisme épistémologique², ouvrant alors le fameux conflit méthodologique. Sans volonté de trancher le débat, si effectivement la méthode historique ne saurait combler toutes les attentes de l'induction (Breton, 1988), les lois économiques ne sont pour autant pas « aussi certaines que les lois physiques ou mathématiques », contrairement à ce qu'a pu affirmer Jean-Baptiste Say (*in* Breton, 1988, p.8). La méthode historique a le mérite de mettre en exergue des saillances récurrentes des expériences passées, dont seule la connaissance permet d'éviter la répétition de certaines erreurs à l'avenir. Ainsi, comme le soulignait Wolowski, l'histoire constitue une arme utile pour protéger l'économiste de la « facile réduction des idées conçues *a priori* » (*in* Breton, 1988, p.12). C'est par exemple cette arme qui a rapidement amené Cauwès, en 1878, à remettre en question le sacrosaint principe de libre-échange (Montoussé, 2010). Car en face de la théorie des avantages absolus et comparatifs, il y avait la collection de faits discriminants.

L'utilisation de monographies historiques s'inscrit donc ici dans l'approche inductive. Elle sert à souligner les analogies dans la survenance des expériences de défaut et montre les erreurs récurrentes commises dans chaque tentative de restructuration. L'utilisation, sur le fond, des théories de la dépendance et de l'impérialisme ne constitue pas pour autant une entorse aux préceptes historicistes. D'une part, l'utilisation du soubassement théorique de la dépendance s'est imposée après l'étude des épisodes de crise, et non *a priori*. C'est en effet l'observation des faits qui nous a conduits à expliquer le lien entre surendettement et surfinancement par la relation de dépendance du premier au second. C'est la raison pour laquelle ce chapitre prend le contre-pied des analyses orthodoxes axant sur la responsabilité des politiques domestiques dans le surendettement du débiteur. Lesdites mesures domestiques ayant effectivement été imposées de l'extérieur, le processus doit davantage être analysé sous l'angle des relations extérieures, et plus particulièrement du surfinancement international. D'autre part, les théories de la dépendance, utilisées dans

cette section, ne forment pas un corpus homogène et ne peuvent donc servir d'axiomes *aprioristes*, mais davantage d'éléments explicatifs *a posteriori*. Enfin, les théories de la dépendance se sont elles-mêmes développées après analyse historique de l'évolution des relations entre ce que l'on a appelé le centre et la périphérie.

1.1.1.2 • Les théories de l'impérialisme et de la dépendance : Des outils indispensables à la compréhension de l'évolution économique latino-américaine

La méthode historique ici utilisée ne situe pas l'analyse dans un contexte strictement national, mais étudie les relations entre débiteurs et créanciers à différentes époques de crise. Il est impossible de déduire une telle dépendance de la collecte de données historiques puisque les théories de la dépendance sont elles-mêmes basées sur une telle observation. La contradiction qui peut alors apparaître est relative, car la dépendance ne représente en fait que le terme adéquat pour qualifier ces relations. De fait, l'objectif est de mettre en lumière le fait que, du côté des débiteurs, les théories de la dépendance représentent, malgré leur abandon progressif depuis les années 1970, un concept fondamental pour comprendre le processus d'endettement et l'issue des restructurations depuis le XIX^e siècle. La présence de relations asymétriques est effectivement récurrente lors de chaque épisode de défauts souverains, que ce soit en amont, pendant les renégociations, ou *a posteriori*. La dépendance est définie par Dos Santos (1970, p.2) comme la « situation dans laquelle l'économie de certains pays est conditionnée par le développement et l'expansion d'une autre économie à laquelle la première est soumise ». Il n'existe pas de théorie unifiée de l'indépendance. Ferraro (1996) relate trois théories distinctes ; les « libéraux réformateurs », initiés par Prebisch, les marxistes, dans la lignée d'André Gunder Frank, et les « théoriciens du système mondial », à l'instar de Wallerstein. Néanmoins, il existe des points communs à chacun de ces courants. Premièrement, la dimension historique est fondamentale, tant au niveau national que des relations avec l'extérieur, et la méthode utilisée est donc inductive. Ensuite, les trois approches opposent deux types d'acteurs au sein d'une relation asymétrique de type dominant/dominé¹. Troisièmement, le postulat de départ de chaque approche est bien la présence de forces extérieures jouant un rôle crucial dans le développement du pays dominé. Seule la dénomination de ces forces diffère, puisque si pour les marxistes, elles



sont englobées au sein du système capitaliste, pour les plus libéraux et les théoriciens du système international, elles s'expriment concrètement à travers les *leaders* dudit système. Enfin, la relation qui lie le dominé au dominant est de type dynamique, puisqu'elle ne se contente pas d'asseoir les inégalités entre les deux protagonistes, mais tend également à les renforcer.

Nous appréhendons pour notre part l'analyse des crises sous l'angle d'une telle théorie unifiée dans le cadre du surendettement. L'objectif est de montrer que le phénomène n'est pas tant l'œuvre du souverain que celle de la dépendance du souverain aux capitaux extérieurs. Il est donc nécessaire de compléter l'analyse avec la théorie de l'impérialisme, qui permet d'appréhender de manière plus pragmatique le jeu des forces extérieures. Car si c'est effectivement le système capitaliste qui induit une telle asymétrie dans la répartition des pouvoirs économiques à l'échelle internationale, celle-ci est maintenue, dans sa dimension dynamique, par les précurseurs du système. Les théories de la dépendance constituent en ce point la suite logique des théories marxistes de l'impérialisme, dans la mesure où la dépendance de ces économies représente la conséquence de l'impérialisme exercé à la fois de l'extérieur, par les grandes puissances contemporaines, et de l'intérieur, par les élites locales bénéficiaires (Campbell, 1977). Pour autant, ces rapports de dépendance ne seront pas explicités dans leur version interne. La raison tient d'abord au fait qu'ils ont, eux aussi, été créés et maintenus de manière exogène lors de la décolonisation. Elle tient ensuite au fait qu'ils n'ont alors fait que compléter les rapports avec l'extérieur, et nous sont apparus dès lors secondaires. Pour ces deux raisons, les luttes internes ne représentaient pas véritablement un problème endogène susceptible d'expliquer pertinemment la variable du surendettement.

En outre, la dépendance signifie que les alternatives offertes aux nations dépendantes sont définies et limitées par leur intégration et leurs fonctions à l'intérieur du marché international (Bodeinheimer, 1971), lesquelles sont assises et reproduites par l'impérialisme des puissances contemporaines. Mann (2008) distingue plusieurs formes d'impérialisme, dont les deux dernières semblent étayer l'évolution des relations entre les Etats latino-américains et le pouvoir central depuis le XIX^e siècle. La première, l'impérialisme économique, où la coercition est davantage économique que militaire, correspond à la domination britannique de la deuxième moitié du XIX^e siècle. La deuxième, l'hégémonie, qui prend la forme d'un pouvoir routinisé sur les Etats périphériques, correspond aux relations liant l'Amérique Latine aux Etats-Unis, y compris lorsque ces derniers sont représentés par

1 • Toute réforme profonde de l'économie, c'est-à-dire engageant la modification de plusieurs pans (commerciaux, financiers, sociaux etc.) oppose les partisans du gradualisme à ceux de la thérapie de choc. Si les premiers préconisent une approche progressive des différentes mesures à mettre en œuvre, compte tenu de leurs coûts économiques et sociaux, les second privilégient une action simultanée et rapide dans tous les domaines, au vu des interactions en jeu.

le FMI. L'hégémonie qualifie les relations durant tout le XX^e siècle, malgré une tentative avortée d'autonomisation durant les années de prévalence des théories de la Commission économique pour l'Amérique Latine (CEPAL).

1.1.2 • Les expériences historiques accréditant la conception théorique

L'analyse factuelle corrobore la classification des régimes de dépendance de Mann (2008). Depuis leur décolonisation officielle, les pays du cône Sud ont subi trois types de régimes impérialistes. Le premier répond à l'empire informel, lequel s'exprime à travers le néo-colonialisme britannique. Le second est représenté par l'hégémonie nord-américaine et persiste quasiment tout au long du XX^e siècle. A partir des années 1980, le troisième régime répond à la notion du pouvoir hégémonique routinisé, qui n'exerce alors plus une forte contrainte sur le pays dominé. Ce pouvoir est toujours exercé par les Etats-Unis, mais s'exprime désormais par l'intermédiaire des institutions financières internationales (IFI), et plus particulièrement par celui du FMI.

1.1.2.1 • La dépendance à l'égard de la Grande-Bretagne: L'empire informel du néo-colonialisme

La période 1820-1850 est marquée par la question du pouvoir dans de jeunes Etats-Nations. Les Etats latino-américains gagnent en effet leur indépendance politique durant la décennie 1820. Mais l'affaiblissement officiel de l'impérialisme en Amérique Latine n'a pas tant émané des révoltes locales que des événements exogènes liés au contexte européen, et notamment aux guerres napoléoniennes (Bates et al., 2007).

Or, leur intégration au commerce et à la finance internationales s'effectue simultanément, sous tutelle britannique, et, déjà à l'époque, dans le cadre d'une thérapie de choc¹. Si les Etats européens ont préalablement renforcé leur compétitivité et leur autonomie avec une forte dose de protectionnisme pour s'ouvrir progressivement à la concurrence internationale, les pays latino-américains ne peuvent suivre le même processus. La reconnaissance même des nouveaux Etats latino-américains par la Grande-Bretagne, alors première puissance mondiale, est en effet conditionnée à la signature

de traités commerciaux bilatéraux. Aucune structure interne n'est construite. A l'échelle politique, les années 1820 sont marquées par d'incessantes guerres régionales. A l'échelle économique, les principales ressources d'or et d'argent sont immédiatement accaparées par les économies européennes. Les traités bilatéraux conditionnent la fourniture de liquidités à l'adoption de mesures de libre-échange, lesquelles passent notamment par l'abaissement des tarifs douaniers, et le renforcement des liens commerciaux et financiers avec la Grande-Bretagne. Ce conditionnement des prêts permet un doublement de la part latino-américaine dans le total des exportations britanniques entre 1820 et 1825 (Marichal, 1989). Initialement dépendant des ressources issues d'un protectionnisme dans le cadre de la colonisation, le continent passe sans transition à une dépendance vis-à-vis des recettes d'exportation issues de la Grande-Bretagne, pour la plupart. La conditionnalité¹ des prêts britanniques est clairement basée sur la coercition économique, de sorte que, soit les pays adoptent les politiques commerciales dictées par l'Angleterre, soit l'Angleterre « étrangle » financièrement ces économies (Mann, 2008, p.4). C'est donc dès la décolonisation que les anciennes colonies tombent dépendantes des capitaux extérieurs, pourvus à l'époque par Londres, Glasgow et Liverpool (Wynne, 2000), et des recettes d'exportations, elles-mêmes tributaires de la conjoncture mondiale. De fait, en cas de retournement conjoncturel, intérieur ou international, ces économies ne bénéficient d'aucun rempart. L'incapacité de ces pays à parer les pires effets d'un revirement est manifeste dès la première crise de 1825.

Le processus s'amplifie tout au long du XIX^e siècle. Dans les années 1860, le mode de croissance est toujours de type extraverti et télécommandé par la Grande-Bretagne, dans le cadre d'une conjoncture internationale à nouveau favorable. L'aggravation de la dépendance émane alors du concours des « classes dont la prospérité a émané de ce commerce (...) [lesquelles] travaillent elles-mêmes à préserver les conditions politiques locales [de cette dépendance] » (Gallagher et Robinson, 1953, p.11). La domination britannique crée alors les conditions de la plus stricte spécialisation, malgré la présence de ressources internes financières, humaines et techniques plus diversifiées. En effet, les banques locales sont plus nombreuses, l'exode rural génère une plus grande diversification de la main d'œuvre au profit du secteur industriel, et les investissements naissants dans les infrastructures créent les conditions nécessaires au progrès technique dans divers secteurs (Vayssière, 2006). Malgré tout, les économies du cône sud voient leur dépendance accrue non seulement à l'égard des crédits extérieurs, mais également vis-à-vis d'un nombre réduit de produits exportables nécessaires à leur acquittement. Si les banques domestiques fleurissent, le secteur bancaire

1 • Les *spreads* correspondent à la prime de risque demandée par le prêteur pour détenir un titre de dette. La notion sera explicitée dans la partie traitant de la spéculation (infra).
2 • La « diplomatie du dollar » est initiée par le président Roosevelt (1901-1909) et développée par Taft (1909-1913). Il s'agissait d'accroître la présence commerciale des Etats-Unis en Amérique Latine (et en Extrême Orient) *via* des investissements massifs.

reste dans son ensemble très dépendant de la City londonienne, et la plupart des pays reste fortement endettée vis-à-vis des puissances du Nord. Par conséquent, quand éclate la crise en Europe en 1873, la plupart des économies d'Amérique Latine sont incapables d'accroître leurs recettes d'exportation au vu de la monotonie de la demande extérieure. Or, de nombreux pays ont gagé le service de leur dette sur l'exportation de quelques produits primaires, dont l'exploitation, voire la vente, comme au Pérou, sont monopolisées par les agents privés européens. La baisse des revenus, liée à la dépression mondiale, se conjugue à une forte volatilité des *spreads*¹ après la crise (voir annexe 2), de sorte que ces économies sont acculées au défaut de paiement.

Parallèlement, la doctrine Monroe de 1823 atteste de l'intérêt précoce des Etats-Unis à l'égard de leurs voisins du Sud. Mais leur impérialisme n'est véritablement rendu possible qu'après la première Guerre Mondiale, lorsque les puissances européennes, affaiblies, leur cèdent la place en tant que première puissance mondiale. Néanmoins, le terrain a déjà été préparé puisque, entre la fin du XIX^e et le début du XX^e siècle, le nombre de territoires occupés, ou officiellement « protégés » par les Etats-Unis augmente avec le nombre d'investissements en jeu dans les pays concernés.

1.1.2.2 • La dépendance latino-américaine au XX^e siècle Le reflet de l'hégémonie nord-américaine

La « diplomatie du dollar »² du début du XX^e siècle, reflétée dans la forte augmentation des investissements américains dans les secteurs-clé des pays latino-américains, corrobore la thèse de Dos Santos (1970) sur la deuxième forme de dépendance ; financière et industrielle. Pris sous l'angle de l'impérialisme, cet « empire informel » des Etats-Unis (Mann, 2008) suscite 31 interventions militaires entre 1898 et 1930. A cette époque, les relations entre les Etats-Unis, l'Amérique Latine et l'Europe sont telles que l'Europe finance ses importations en provenance des Etats-Unis, grâce au remboursement des créances dues par l'Amérique Latine, lui-même permis par un refinancement auprès des marchés nord-américains (Marichal, 1989). L'Amérique Latine se trouve de fait au cœur d'un processus d'évolution sur lequel elle n'a que peu de prises. Des années 1920 jusqu'à la grande crise de la dette de 1982, l'impérialisme américain atteint trois apogées en Amérique Latine. Les trois formes sont similaires car elles se caractérisent pas un impérialisme qui pourrait être qualifié de « scientifique ». L'ingérence politique des Etats-Unis est en réalité surtout critiquée en

interne, notamment par une multiplication de mouvements populaires. De fait, pour légitimer leur emprise sur leurs voisins du Sud, les différents gouvernements en place aux diverses époques concernées vont passer par la voie scientifique, sous-entendue apolitique. La première époque correspond aux *Money Doctors*, lesquels œuvrent du début du XX^e siècle jusqu'à la crise de 1929. La deuxième est celle des *Chicago Boys*, plus radicaux, qui tentent une percée au début des années 1950, mais ne parviennent réellement à redessiner les politiques économiques latino-américaines qu'à la fin des années 1960. La troisième période est celle du FMI, prenant le relais des thèses monétaristes, et qui court des années 1980 à nos jours, malgré un certain affaiblissement depuis les années 2000. Dans la mesure où la troisième période opère un changement d'autocrate et de dépendance, elle sera analysée séparément.

Au début des années 1920, l'intervention, *a priori* apolitique des *Money Doctors* dans les affaires de l'Etat débiteur, construit la conditionnalité *ex ante* telle qu'on la connaît aujourd'hui dans le cadre du FMI, après qu'elle ait été radicalisée par les *Chicago Boys* dans les années 1970. La conditionnalité se définit comme le conditionnement d'un prêt à l'adoption de mesures économiques par le créancier, lesquelles doivent alors assurer la solvabilité *ex post* du pays débiteur. A l'époque, il s'agit principalement d'intégrer les économies périphériques dans le système de l'étalon or, dont les réserves seraient alors déposées dans les banques new-yorkaises et dont la monnaie serait indexée sur le dollar. A l'échelle commerciale, la croissance doit provenir des exportations de produits primaires. La plupart des pays demeurent donc dépendants d'un faible nombre de produits exportables. En 1928, les exportations représentent 30% de la formation du PIB argentin, 35% du PIB chilien, et plus de 50% du PIB costaricain (Fernandez, 2005). Ces conseillers « considèrent alors l'impérialisme américain comme un instigateur bienveillant de la science » (Rosenberg, 2003, p.24). L'économiste se transforme en technicien rigoureux, objectif, et usant des outils mathématiques pour calculer la valeur, montrer la formation des prix d'équilibre sur les marchés et démontrer la pertinence de la théorie quantitative de la monnaie. La ressemblance avec les experts modernes du FMI est manifeste. Les *Money Doctors* soulignent sans cesse leur neutralité scientifique, mais leur ambition apparaît néanmoins paradoxale. D'un côté, ils tiennent à prendre en considération les spécificités nationales des économies dans lesquelles ils interviennent, afin de préserver leur autonomie. Mais de l'autre, ils promeuvent l'unique système de valeur américain, avec le courant de pensée dominant de l'époque, lequel a façonné leur apprentissage de l'économie (Drake, 1989). Lorsque

1 • Edwin W. Kemmerer (1875-1945) est le premier économiste ayant œuvré en tant que *Money Doctor*. Le respect de la conditionnalité *ex ante* s'apparentait à sa seule présence au sein du gouvernement débiteur. Il est à ce titre, le plus connu de sa profession.

2 • Les fondements de la Réserve fédérale (FED) n'ont pas beaucoup évolué depuis sa création en 1913, puisqu'il s'agissait déjà à l'époque d'un prêteur en dernier ressort, dont les rôles principaux étaient de maintenir la stabilité des prix tout en assurant un niveau d'emploi élevé. Bien entendu, la stabilité des prix sera prioritaire à l'emploi en Amérique latine.

3 • L'ISI, promue par la Commission Economique pour l'Amérique Latine (CEPAL) à partir des années 1950, consiste à développer les structures industrielles internes du pays afin de réduire sa dépendance vis-à-vis de l'extérieur. Néanmoins, la vision de la CEPAL, avec en chef de file Raúl Prebisch, était paradoxale dans la mesure où le développement du marché interne était tributaire des transferts internationaux de capitaux et de technologies. Par conséquent, lorsqu'un pays réussissait le passage à l'industrialisation de son économie, cela signifiait également qu'il était d'autant plus dépendant de l'extérieur. Le modèle finit par atteindre ses limites dans les années 1960.

Taft remplace Roosevelt à la présidence des Etats-Unis en 1909, l'influence américaine doit désormais s'étendre grâce à la finance, et non plus grâce aux *Marines*. Les réformes nécessaires, qui doivent accroître la crédibilité des économies périphériques, sont introduites par l'intermédiaire des prêts bancaires conditionnés à l'accueil des *Money Doctors* aux postes clé des gouvernements débiteurs. La diplomatie du dollar se renforce dans les années 1920, après la seconde Guerre mondiale, lorsque les banques d'investissement sont encouragées à prêter aux économies « protégées ». Néanmoins, malgré le caractère officiellement apolitique de ces prêts, le gouvernement américain joue un rôle de premier plan. « Lorsque les pays d'Amérique Latine demandent l'aide du gouvernement pour accéder aux marchés financiers américains (...) la réponse habituelle est de recommander le recrutement de Kemmerer¹ (...) pour établir un plan complet de réformes fiscales » (Rosenberg, p.103). Il s'agit, la plupart du temps, de créer un système de comptes nationaux plus sophistiqué, d'équilibrer le plus strictement possible le budget de l'Etat, de maintenir les réserves en or pour éviter une exclusion du système, et de créer des banques centrales dans la lignée de la Réserve Fédérale de New York² (Drake, 1989).

Le bilan est mitigé, les spécificités nationales barrant la route à l'uniformité des programmes et de nombreux emprunts ne servant qu'au refinancement des anciens (voir annexe 6). Le but n'est pas ici d'analyser le bilan des *Money Doctors*, mais de montrer la principale voie par laquelle les Etats-Unis ont exercé leur impérialisme économique et politique sur les Etats latino-américains. Car cette voie demeure inchangée à ce jour, que ce soit à travers l'expérience des *Chicago Boys* ou celle du FMI.

En effet, au début des années 1970, après un bilan mitigé de l'industrialisation par substitution aux importations (ISI)³, la voie est de nouveau ouverte à l'exercice de l'impérialisme nord-américain. Malgré son avortement, il reste pertinent de souligner que l'ISI constitue une réponse symbolique et pragmatique à la situation de dépendance subie par ces économies depuis leur découverte. En effet, cette tentative d'émancipation accrédite en elle-même la thèse de la dépendance puisqu'il s'agissait avant tout de construire un marché interne jusque-là sous-développé. Or, c'est bien le colonialisme, puis le néo-colonialisme, qui avaient bloqué le passage d'une économie primaire à une économie industrielle, notamment parce que la volonté politique était absente en raison d'une souveraineté elle-même inexistante. A l'échelle économique, les marchés financiers domestiques étaient alors absents pour financer une telle transition. L'exercice de cet impérialisme est traduit dans les conditions nécessaires à l'instauration des programmes

-
- 1 • L'université de Chicago parvient, à travers un partenariat avec l'université pontificale catholique du Chili, à s'implanter dans le pays dès 1956. Milton Friedman enseigne alors au Chili ; c'est la raison pour laquelle les étudiants qui poursuivent sa pensée seront surnommés les *Chicago Boys*. Ils avaient déjà tenté à cette époque de contre-attaquer la CEPAL, mais leur bilan négatif les avait poussés au retrait. C'est avec le coup d'Etat de Pinochet, en 1973, que ces derniers accèdent à nouveau aux hautes sphères du pouvoir.
- 2 • Ils'agit en effet de « barrer la route aux économistes latino-américains qui [commencent] à agacer avec leurs fantaisies protectionnistes et leurs rêves de développement fondés sur une forte dose de planification » (Romo, 1994, p. 5). Plus globalement, l'Ecole de Chicago intègre le monétarisme, qui est à l'origine des mesures imposées par le FMI et la Banque mondiale depuis les années 1970. Le postulat de base est que toute action de l'Etat en matière monétaire est au mieux vaine, au pire contre-productive. Pour ce courant de pensée, l'offre de monnaie est exogène (car déterminée par la Banque centrale), la demande de monnaie est stable, l'inflation est un phénomène purement monétaire (résultant d'une trop grande circulation de monnaie) et les agents économiques sont rationnels. Par conséquent, ce courant de pensée préconise, en matière de politique monétaire, la règle plutôt que la discrétion, de sorte que la lutte contre l'inflation doit être une priorité, au détriment de la lutte contre le chômage. De manière plus générale, le monétarisme recommande un recul important de l'Etat dans l'économie, le secteur privé étant le plus apte à régir efficacement les relations marchandes.
- 3 • La CEPAL et les Nations Unis avaient en effet déjà expliqué le sous-développement de l'Amérique Latine à partir de l'hypothèse de la dégradation récurrente des termes de l'échange sur ces produits (Holly, 1986).

prodigués par les *Chicago Boys*. Le plan de ces économistes chiliens, affiliés à l'école monétariste de Chicago¹, revêt deux caractéristiques essentielles. D'une part, il poursuit et radicalise les thèses des *Money Doctors*, puisque l'on passe de la promotion du libéralisme à celle de l'ultra-libéralisme. D'autre part, et consécutivement, il ne peut s'appliquer que dans un régime de type totalitaire, eu égard à l'intolérance de telles mesures en régime démocratique, de sorte que les coups d'Etat afférents seront majoritairement préparés par les Etats-Unis.

Dans le contexte de la Guerre froide, l'objectif premier des conseils prodigués par les *Chicago Boys* est de pousser ces économies à l'ultralibéralisme². Pour Friedman, un tel passage ne peut être opéré qu'à travers un « traitement de choc » (Friedman, 1975, in Letelier, 1976, p.2). Précurseur des plans d'ajustement du FMI, le programme impose une réduction de l'offre de monnaie et des dépenses publiques, un mouvement dense de privatisations, une dérégulation massive des marchés et une totale libéralisation commerciale. Aucune transition avec l'ancien régime économique de l'ISI n'est opérée. Les exportations sont effectivement relancées, mais les importations aussi, *via* l'abaissement des droits de douane. La promotion des exportations axe sur les produits agricoles et les ressources naturelles, dont la volatilité des cours sur les marchés mondiaux est pourtant désormais bien connue³. Au Chili, l'augmentation des exportations est financée pour moitié par les recettes qui en sont issues, et pour l'autre par des emprunts à court terme sur le marché mûrissant des eurodollars (Yevenes, 1985). L'endettement extérieur est en effet privilégié en tant que source de financement et, à l'époque, le marché le plus accessible est celui des euro-dollars. Aussi, le gouvernement américain « fait l'éloge des banques pour le recyclage des pétrodollars » (Vasquez, 1996, p. 5). Ces deux pans de l'endettement posent alors les bases de la crise de 1982. Une nouvelle fois, il ne s'agit pas tant de dresser un bilan économique de l'expérience des *Chicago Boys*, que de montrer leur contribution à la dépendance accrue de ces économies vis-à-vis des systèmes financier et commercial internationaux, dont les *leaders* sont alors les Etats-Unis. Néanmoins, il est intéressant de souligner que leur bilan est également mitigé, notamment parce que ces préceptes seront repris par les politiques d'ajustement structurel du FMI dans les années 1980. Ainsi, entre 1974 et 1975, le PIB du Chili enregistre une baisse de 12%. Entre le début et la fin du règne du Pinochet, la pauvreté et les inégalités ont significativement augmenté, le taux de pauvreté passant de 12 à 15%, tandis que la part du revenu national accaparée par le décile supérieur passe de 36,5% à 46,8% (Bello, 2006).

1 • Ses exportations ont été divisées par six entre 1929 et 1932, parallèlement à une chute des revenus publics de 75% et un service de la dette atteignant le quart de ces revenus (Marichal, 1989).

2 • La période 1930-1945 comptabilise quarante-deux interventions militaires en Amérique Latine (Lambert, 1966), permettant de fait l'ascension de gouvernements militaires et de régimes populistes autoritaires dans de nombreux pays. Cette période mouvementée reprend de 1959 à 1985.

Paradoxalement, les mesures ultralibérales de l'école de Chicago doivent s'appliquer dans un régime dictatorial afin d'être en mesure d'étouffer militairement tout soulèvement populaire. La paradoxe entre libéralisme économique et liberté civique se radicalise. Le Chili, dont l'économie est la plus dévastée au monde par la crise de 1929¹, devient alors le laboratoire idéal des *Chicago Boys*. Derrière l'apparente scientificité des mesures imposées, le livre de recettes de 300 pages des *Chicago Boys* à destination du Chili est partiellement rédigé et financé par la CIA. Le coup d'Etat de Pinochet est lui-même préparé par les Etats-Unis, les *Chicago Boys* devant se charger de donner une assise intellectuelle au nouveau régime (Letelier, 1976). Le Chili ne sera pas le seul pays à subir une dictature militaire avec un tel lot consécutif de mesures ultralibérales. De nombreux pays latino-américains, tous sous régime militaire², à l'instar du Brésil, de l'Argentine, de la Bolivie, de l'Uruguay ou encore du Pérou, prennent en effet une voie similaire dans les années 1970 (Romo, 1994).

Si, durant cette période, l'impérialisme des Etats-Unis est indubitable, celui s'exprimant après la crise de 1982 est plus sous-jacent. La crise de la dette de 1982 voit s'opérer un changement dans la nature de l'autocrate, puisque la dépendance se déplace vers le FMI. L'emprise des Etats-Unis est alors moins manifeste et si elle demeure, elle s'exerce davantage dans un régime hégémonique, et non plus dans un régime purement impérial.

1.1.2.3 • La dépendance vis-à-vis du FMI et des marchés après la crise de 1982 : Le résultat d'un pouvoir routinisé.

Les années 1980 opèrent un tournant dans la mise sous tutelle des Etats latino-américains, laquelle devient plus diffuse. Elle est moins visible, d'une part parce que la conditionnalité du FMI en poursuit la légitimation, et d'autre part parce qu'elle est désormais quasiment acquise. L'hégémonie des Etats-Unis, qui se concrétise dans ce domaine à travers le FMI, se traduit désormais par « un pouvoir routinisé » (Mann, 2008, p.5), ancré dans les pratiques des pays dominés, de surcroît en proie à un marasme économique et financier considérable. Elle ne demande alors plus une forte contrainte et, compte tenu de la crise et du besoin vital de l'ultime signature financière que constitue le FMI, les plans d'ajustement structurel des années 1990 ne rencontreront pas d'obstacles rédhibitoires. Contrairement au contexte des années 1930, la présence du FMI empêche toute action unilatérale des

1 • Le « Consensus de Washington » tire son nom du fait que les mesures incluses font consensus au sein de trois grandes institutions situées à Washington : le FMI, la Banque mondiale et le Trésor américain. Ce dernier préconise une dizaine de mesures destinées au passage d'une économie planifiée à une économie de marché en général, et au remboursement de la dette en particulier. Parmi les réformes imposées, l'on peut citer par exemple la discipline budgétaire, afin d'éviter tout financement par la dette (ce phénomène est appelé l'effet « boule de neige de la dette ») ; la réorientation des dépenses publiques vers les secteurs jugés les plus productifs ; la réforme fiscale, notamment en élargissant la taille de l'assiette fiscale ; la libéralisation financière, afin de supprimer la possibilité pour l'Etat de maintenir les taux d'intérêt à un faible niveau afin de financer ses dépenses ; la libéralisation commerciale, le but principal étant la promotion du libre-échange et l'accroissement des recettes *via* l'augmentation du nombre de partenaires commerciaux ; ou encore la privatisation des entreprises publiques, jugées peu productives en raison de leur protection contre la concurrence.

débiteurs. De fait, le FMI est le centre de la mise sous tutelle des pays latino-américains et fait le lien avec les deux autres autocrates que sont les Etats-Unis et, très vite, les marchés financiers. Gould (2003) a mené une étude sur les influences extérieures dans l'élaboration de la conditionnalité du FMI de 1952 à 1995. L'Argentine, la Bolivie, le Brésil, le Salvador et le Mexique se trouvent dans la liste des pays dont les programmes sont analysés. Les résultats concluent que, parallèlement à celle des Etats-Unis, le secteur financier privé exerce une influence significative et quasi-systématique sur les conditions de prêts du FMI. Ce constat s'explique aisément. D'un côté, les Etats-Unis sont les actionnaires majoritaires du Fonds et disposent à ce titre d'une influence majeure sur ses décisions, notamment lorsque ses ressources sont engagées. Ceci explique que le Fonds se soit davantage engagé dans les pays à l'intérêt géostratégique prononcé pour les Etats-Unis dans les années 1990. De l'autre, le Fonds ne disposant pas des ressources nécessaires à la résolution des crises, il compte nécessairement sur le complément du secteur privé, qui a, en contrepartie, un droit de regard sur les termes de l'accord passé entre l'institution et le pays récipiendaire. C'est donc à travers le FMI que les nouveaux autocrates exercent leur influence sur les pays latino-américains.

Au niveau du FMI, à partir de 1982, lorsque l'accès aux marchés extérieurs est fermé, les pays débiteurs n'ont pas d'autres options que celle de s'adresser à la dernière signature financière possible ; la sienne. Une telle signature implique alors le respect d'une conditionnalité *ex ante*, exprimée à travers les programmes d'ajustement structurel (PAS). Le pays doit alors montrer son inclination à appliquer toutes les mesures économiques et sociales que les experts du Fonds lui prodigueront. Même la lettre d'intention, traduisant la demande officielle de soutien financier du pays, est rédigée par les économistes du FMI. Quant au programme à mettre en place dans le pays cible, il est élaboré avant même que les experts ne se soient rendus sur les lieux (Stiglitz, 2002) et reprennent tous les préceptes des *Chicago Boys*, désormais regroupés au sein du Consensus de Washington. Il s'agit en effet de libéraliser les secteurs du commerce et de la finance, pour favoriser une gestion privée de l'économie nationale, et de se tourner davantage vers l'extérieur en termes de financements¹. En outre, le fait que le FMI lui-même ait commencé à parler d'internalisation de la conditionnalité au début des années 2000 (FMI, 2008) traduit bien le fait que jusque-là, elle était entièrement imposée sans considération pour ses conséquences économiques et sociales dans le pays récipiendaire. La dépendance grandissante vis-à-vis des sources de financement multilatérales se reflète dans le fait que, quasiment inexistante au début

des années 1980, la dette multilatérale constitue à la fin des années 1990 le septième du stock total de la dette extérieure de l'Amérique Latine et des Caraïbes, soit 111 milliards de dollars, dont 21 pour le FMI (OCDE, 2001). Or, les institutions multilatérales bénéficient du statut de créanciers privilégiés, ce qui leur confère une influence considérable sur la politique économique du débiteur. L'omniprésence du FMI se traduit également dans le développement démesuré de la conditionnalité de ses prêts. Entre 1987 et 1999, le nombre annuel moyen de conditions est passé de 2 à plus de 12, après avoir atteint 17 conditions lors de la crise asiatique de 1997 (Buirra, 2003). De 1995 à 2004, sur 216 programmes définis par le Fonds et répartis entre 94 pays, 7000 conditionnalités sont dénombrées, soit une moyenne de 32 conditions par programme (Lamdany et Hamann, 2007). Les secteurs de réformes les plus affectés sont d'abord le secteur financier, puis la gestion des dépenses publiques et enfin le domaine fiscal (Lamdany et Hamann, 2007). Au niveau commercial, les PAS ont maintenu les pays latino-américains dans la spécialisation sur les exportations de biens primaires. En 2007, les produits de base constituent toujours la première source de revenus des plus grands pays, tels que le Brésil, l'Argentine et le Mexique. La conséquence demeure une grande vulnérabilité vis-à-vis de la conjoncture internationale et des cours des produits primaires (Salama, 2010). Or, les cours étant volatiles, les fondamentaux économiques de ces pays le sont également.

Quant aux marchés financiers, leur emprise sur la gouvernance du pays débiteur grandit proportionnellement à leur statut de créanciers. Or, celui-ci s'est considérablement renforcé grâce aux plans d'ajustement structurel, et notamment à la libéralisation financière (LF). Si elles représentaient à peine 2% de l'encours total de la dette des pays émergents en 1980, les émissions obligataires avoisinaient les 16% en 1994, et les 24% en 2000. Les plus grands émetteurs, le Brésil, l'Argentine et le Mexique, sont ceux qui connaîtront les plus graves crises durant les années 1990. La part obligataire dans la dette souveraine extérieure en 1998 s'élève à 50% pour le Brésil, 61% pour le Mexique, 70% pour le Venezuela et 73% pour l'Argentine (Levasseur et Riffart, 2003).

Au niveau du déclenchement de la crise, la dépendance ainsi rappelée de l'Amérique Latine s'exprime par le caractère notamment exogène des quatre grandes crises de la dette qui l'ont affectées.

1.2 • L'aspect exogène des racines de la crise : Une traduction des dépendances en temps de crise

Le fait que les racines de la crise aient un aspect exogène aux pays latino-américains signifie que les canaux par lesquels la crise atteint les pays débiteurs reflètent l'étroitesse des relations entre le foyer de la crise et son principal récipiendaire. En outre, nous avons établi que l'étroitesse des relations était caractérisée par la notion de dépendance puisque celle-ci est unilatérale, et non réciproque. Ce phénomène de contagion, ici qualifiée de verticale, a évolué selon la nature du régime impérialiste. Si la contagion était directe lorsque l'impérialisme était exercé par une puissance géographiquement délimitée, à l'instar de la Grande-Bretagne puis des Etats-Unis (1.2.1), elle est devenue indirecte avec la dilution de l'impérialisme au sein des marchés financiers décentralisés et autorégulés (1.2.1).

1.2.1 • Le phénomène de contagion verticale directe à l'œuvre dans l'ancien système

Après avoir expliqué le phénomène de contagion verticale directe (1.2.1.1), nous montrerons que l'analyse du déclenchement de chaque crise en Amérique Latine corrobore son existence jusqu'à l'avènement de la mondialisation financière (1.2.1.2).

1.2.1.1 • Le phénomène de contagion verticale directe

La contagion est généralement définie comme « la situation où les effets d'un choc externe sont plus importants que ce qui était prévu par les fondamentaux » (Brana et Lahet, 2005, p.6). Par définition, la contagion signifie qu'une crise affectant une entité (i.e. ici, une économie nationale) se propage à des entités différentes mais qui lui sont liées. Le lien peut être commercial et/ou financier. Bien qu'une telle définition ne fasse pas l'unanimité (Bekaert et al., 2005), elle a le mérite de distinguer les interdépendances entre pays dites « normales » (telles que les liens commerciaux et financiers bilatéraux ou multilatéraux) des corrélations excessives. Pour Masson (1998), si la contamination n'émane ni d'un choc commun (donnant lieu à un « effet mousson »), ni des interdépendances normales entre pays (*spillover effects*), alors elle est dite « pure ». Dans ce cas, la propagation de la crise

1 • Pour une brève revue de la littérature, voir Brana et Lahet, 2005.

2 • Ici, l'effet d'annonce est la panique suscitée par l'intégration d'une information à connotation négative en contexte d'incertitude exacerbée.

émane d'un mouvement de panique non justifié par les deux premiers phénomènes. Ahluwalia (2000, *in* Brana et Lahet, 2005) a étayé ce dernier concept en lui introduisant la variante « discriminante ». Ainsi, la contagion discriminante est basée sur la perception des investisseurs, en période de crise, de ressemblances économiques entre pays. Cette dernière conception intègre ce que nous appelons la contagion horizontale, qui touche des économies appartenant à la même catégorie, et qui est très marquée chez les pays émergents. Les études empiriques sur l'existence ou non du phénomène de contagion pure s'attachent donc à la contagion horizontale¹. La contagion horizontale, qu'elle traduise un effet mousson, des liens économiques étroits, ou qu'elle soit pure, traduit toujours une relation sous-jacente d'interdépendance puisque les pays affectés appartiennent à la même catégorie de développement, même à différents degrés.

Nous nous intéressons ici au phénomène de contagion verticale, qui émane des relations de dépendance entre économies développées et économies situées dans un rang de développement inférieur. La contagion verticale se distingue par le fait que la relation de dépendance est unilatérale, et émane du sommet de la pyramide de développement avant de se déverser vers le bas. Les divers épisodes de crise montrent une rupture à partir des années 1990, lors de l'intégration plus poussée des économies émergentes au marché financier international. Si avant cette période, la contagion horizontale n'est qu'une conséquence de la contagion verticale, le processus après la LF devient plus confus. Jusqu'à la crise de 1982, l'épicentre de la crise est géographiquement identifiable dans l'autocrate du pays récipiendaire. Mais après la LF, celui-ci devient plus abstrait et les racines de la crise ne sont plus clairement identifiables en termes géographiques. En réalité, à partir des années 1990, la contagion émane des politiques imposées par le FMI, puis de la réaction des marchés vis-à-vis de l'application de ces mesures. Ce constat est cohérent avec le fait que la dépendance s'est déplacée vers le FMI dans les années 1980, et vers les marchés financiers dans les années 1990. Ainsi, la dérégulation orchestrée par le Fonds intègre brutalement les pays latino-américains à un marché financier international lui-même récent, puisque la mondialisation financière débute un peu partout dans les années 1980. L'incertitude consécutive des intervenants sur la solidité des nouveaux systèmes financiers dans les pays émergents suscite des mouvements spéculatifs plus ou moins amples, lesquels créent le schéma classique des tensions qui, poussées à l'extrême, sont susceptibles de se transformer en phénomène de panique, notamment sous le joug d'un effet d'annonce². Le fait que la panique traduise une réaction disproportionnée par rapport à l'état des fondamentaux

-
- 1 • Le prix du coton, parmi d'autres matières premières, avait en effet amorcé une pente négative au mois d'octobre.
 - 2 • Fondateur de Baring, l'une des plus prestigieuses banques d'affaires britanniques au milieu du XVIII^e siècle, laquelle a fait faillite en 1995.
 - 3 • La guerre franco-prussienne, qui donne naissance à l'Allemagne, a en effet entraîné le besoin de reconstruction de nombreuses municipalités.

économiques importe moins que le lien qui transite entre l'épicentre et le pays, ou le groupe de pays récipiendaires. Car l'existence de ce lien unilatéral représente la conséquence la plus tangible de la relation de dépendance qui unit les deux entités. Or, cette relation de dépendance unilatérale se retrouve lors de chaque épisode de crise.

1.2.1.2 La contagion depuis les pays développés jusqu'à la crise de 1929 : Une contamination directe

En 1825, la bulle spéculative londonienne éclate suite à la fermeture de compagnies cotonnières britanniques de premier plan au mois de novembre¹. Ces fermetures sont ensuite suivies, entre autres mesures, par des restrictions de crédit de la Banque d'Angleterre. L'effondrement consécutif du crédit déclenche alors des faillites en cascade sur le marché bancaire, 73 des 770 banques établies en Angleterre à l'époque faisant faillite (Neal, 1998). D'après Francis Baring², les banques encore en activité ne le doivent à ce moment-là qu'à elles-mêmes, réclamant partout où cela est possible le remboursement de toutes les créances qui leur sont dues, et allant jusqu'à asphyxier toutes les fermes, manufactures et autres clients du pays (*in* Marichal, 1989). Compte tenu des liens commerciaux et financiers déjà fermement tissés, la récession en Europe se propage aisément outre-Atlantique, et les exportations industrielles anglaises à destination de l'Amérique Latine chutent de 50% en 1826. En outre, les défauts de paiement suivent l'éclatement de la bulle, ils ne la précèdent pas. Le Pérou est le premier pays à faire défaut sur sa dette externe en avril 1826, suite à la fermeture de Goldschmidt, l'un des créanciers les plus importants du pays. La cotation des autres titres latino-américains amorce rapidement une chute de dix à vingt points sur la bourse de Londres, même si « la situation initiale n'était pas aussi sombre que ce que laissaient penser certains investisseurs » (Marichal, 1989, p.55).

La crise de 1873 éclate à nouveau en Europe, et constitue le résultat de trois phénomènes distincts et exogènes au continent latino-américain. Du côté européen d'abord, les empires austro-hongrois, français et prussien viennent d'innover en créant des institutions capables d'émettre des emprunts hypothécaires en matière de travaux publics³. Consécutivement, le secteur immobilier connaît une forte expansion et un fort degré de spéculation afférente. En second lieu, cette période correspond à un drainage monétaire massif en Europe et aux Etats-Unis. En Europe, l'issue de la guerre franco-prussienne contraint la France à indemniser l'Allemagne à hauteur de cinq millions de

1 • La crise du système bancaire international de 1857, qui s'était d'ailleurs également propagée à l'Amérique Latine, avait de fait succédé à la suspension des paiements en argent par les Etats-Unis. L'effondrement du cours de l'argent avait alors emporté dans son sillage le cours des monnaies européennes. Quelques tentatives de restitution ont eu lieu entre 1860 et 1870, mais la découverte des mines d'argent dans l'Ouest américain rend définitivement illusoire la rareté de ce métal, et ce sont les compagnies minières qui voient leurs espoirs de profit s'envoler. L'étalon-or est alors adopté *de facto* en 1871, d'abord par l'Allemagne puis, en 1873, par l'Union monétaire latine (France, Belgique, Italie, Suisse) et les Etats-Unis.

francs. Il s'agit de la plus grosse opération financière du siècle, qui attise naturellement la spéculation sur la santé financière de l'Europe de l'Ouest. Aux Etats-Unis, l'heure est également à l'endettement dans le cadre de la folie du rail américain, laquelle nécessite de lourds investissements tout en assurant aux actionnaires des rendements constants. La seconde Révolution Industrielle consacre également l'économie nord-américaine, qui peut désormais produire du blé à moindre coût, attirant alors le plus gros importateur européen, l'Angleterre, lequel abandonne consécutivement ses fournisseurs européens. « L'invasion commerciale américaine » vient de débiter (Nelson, 2008). Troisièmement, lorsque les Etats-Unis décident unilatéralement d'abandonner l'étalon argent en faveur de l'étalon or, ce sont les compagnies minières ainsi que le cours de l'argent, demeuré étalon européen, qui en subissent les conséquences les plus douloureuses¹. Le cocktail est explosif, et la crise se déclenche à la bourse de Vienne, le 9 mai 1873. Dans toute l'Europe occidentale, les déposants tentent de liquider leurs avoirs auprès des banques. Comme en 1825, les banques rapatrient leurs capitaux dans l'urgence. En quatre mois seulement, le marasme financier parvient outre-Atlantique, provoquant un krach sur la place new-yorkaise en septembre 1873, lequel atteint, par ricochet, l'Amérique Latine. Tout comme lors de la crise précédente, les banques européennes et américaines cherchent urgemment à se désengager de la région. Dès la fin de l'année 1873, les relations commerciales avec l'Europe s'affaiblissent et les flux de capitaux à destination du nouveau continent sont gelés. Les dettes contractées à court terme arrivent à échéance, et ce, parallèlement à la pénurie de financements extérieurs. L'alternative au défaut de paiement est la sollicitation d'un nouveau prêt, mais tout refinancement s'avérant impossible compte tenu du contexte international, c'est la première option qui est adoptée.

La crise de 1929 éclate quant à elle à New York, le 24 octobre. La crise suit l'effondrement des prix de nombreuses matières premières et l'éclatement de la bulle spéculative qui nourrissait les achats d'actions à crédit sur la bourse de New York. Les premiers pays touchés sont les pays d'Amérique Latine, dès 1931, parmi lesquels seule l'Argentine parviendra à éviter le défaut, non sans sacrifices. L'Amérique Latine est en effet fortement dépendante du cours des matières premières et des crédits nord-américains. Le modèle de croissance extraverti imposé à la région se heurte à ses limites, pour la troisième fois. La possibilité de refinancement est asséchée compte tenu du climat régnant à Wall Street, et les recettes d'exportations diminuent proportionnellement à la chute des cours. Le premier pays à faire défaut, en janvier 1931, est la Bolivie, suivie, au mois de juillet, par

le Pérou et le Chili. En octobre 1931, c'est au tour du plus grand débiteur de la région, le Brésil, de suspendre ses paiements. L'issue de la crise est la même que celle des deux précédentes ; quasiment tous les pays latino-américains seront contraints de se déclarer en cessation de paiements. La crise prend une tournure mondiale, mais ce sont les pays latino-américains qui sont les premiers affectés, compte tenu de la relation strictement verticale qui les lie à l'épicentre. D'autre part, si les défauts de paiements ne sont pas tant imputables aux politiques d'endettement promues par les *Money Doctors* qu'à la dépression mondiale (Drake, 1994), ils ne résultent donc pas d'un excès d'endettement imputable aux pays débiteurs. L'intensité du marasme qui touche l'Amérique Latine vient de la conjoncture mondiale, désormais dominée par la conjoncture nord-américaine.

Ainsi, il convient de remarquer que trois des grands phénomènes à l'œuvre dans les années 1990 sont déjà présents lors de ces trois premières crises. D'abord, la dépendance aux exportations de produits primaires, dont les cours sont tributaires de la conjoncture internationale, montre déjà ses faiblesses. Ensuite, et consécutivement, la crise, bien que drainée par la panique des créanciers privés, émane de chocs exogènes. Enfin, les pays latino-américains sont les plus affectés par les conséquences de la crise. Néanmoins, s'il est aisé d'établir la localisation de la crise avant la globalisation, l'avènement des marchés financiers dans le cadre grandissant de la mondialisation financière en délocalise les racines. La contagion devient alors indirecte.

1.2.2 • La contagion verticale indirecte depuis l'enclenchement de la globalisation

Avec l'avènement de la globalisation, dont le processus démarre avec l'éclosion du marché dérégulé des eurodollars dans les années 1950, la contagion devient en effet plus diffuse (1.2.2.1). Cette abstraction reste néanmoins logique, puisqu'elle s'explique par le fait que l'hégémonie exercée sur les pays débiteurs va désormais, notamment à partir des années 1990, émaner des marchés financiers, lesquels ne sont pas délimités géographiquement (1.2.2.2).

1 • Les Etats-Unis connaissent en effet une forte inflation suite à l'effondrement du système des parités fixes de Bretton Woods en 1976 (la convertibilité des monnaies avait été abolie en 1971, mais ce sont les accords de la Jamaïque de 1976 qui officialisent la fin du système). Le nouveau régime de changes flottants favorise alors une circulation très dense de la liquidité. De fait, afin de ramener la liquidité vers l'épargne, la Fed relève brutalement ses taux en 1979.

2 • La sévère hausse des taux d'intérêt décidée unilatéralement par les Etats-Unis en 1979, s'explique par les très mauvaises performances à la fin des années 1970 (forte inflation et variation du cours du dollar) et les échecs diplomatiques (notamment liés à la guerre du Vietnam et en Iran). Un tournant ultralibéral s'opère pour éradiquer la forte inflation, l'augmentation des taux devant attirer l'épargne, interne aussi bien qu'internationale.

1.2.2.1 • La crise de 1982 comme symbole du passage d'une contagion directe à une contagion indirecte

Le terrain de préparation à la globalisation s'est construit dans les années 1950, avec la naissance du marché des eurodollars, qui offre alors la possibilité aux banques créancières de contourner les diverses réglementations nationales (voir infra). A partir des années 1960, mais surtout 1970, lorsque ce marché devient suffisamment liquide, les sources de financement de l'Amérique Latine ne sont plus géographiquement délimitées. Les crises qui suivent émanent alors de la conjonction de phénomènes externes plus diffus. La contagion, toujours verticale, devient indirecte, car, même si la lexicalisation du système est effectivement accompagnée et amplifiée par les plus grandes puissances économiques, les éléments déclencheurs tiennent maintenant au système financier lui-même, en tant qu'entité autonome.

La crise de 1982 amorce ce tournant, car elle se situe à la charnière de la contagion indirecte. Elle touche à nouveau la majorité des pays latino-américains et elle est décliquée par le relèvement des taux directeurs américains de la fin des années 1970. Mais les Etats-Unis, bien que jouant un rôle majeur dans son déclenchement, ne sont plus l'épicentre de la crise puisque, que contrairement aux cas précédents, ils ne sont pas eux-mêmes en situation de crise manifeste. Les éléments déclencheurs, quant à eux plus connus, sont au nombre de deux ; tous deux exogènes aux économies débitrices. D'une part, les deux chocs pétroliers de 1973 et de 1979 ont multiplié le prix des matières premières, et surtout celui du pétrole, par quatre. Les chocs déclenchent le tarissement de la demande du Nord, le premier vecteur des crises précédentes. D'autre part, le resserrement de la politique monétaire américaine en octobre 1979¹ rappelle que si le marché des eurodollars échappe aux réglementations américaines, il subit pourtant le poids de la situation interne des Etats-Unis en matière de change et d'intérêt. Les prêts se contractent effectivement en dollars et à taux variables². De fait, lorsque la Fed relève ses taux directeurs, le taux d'intérêt réel sur la dette, qui était de -3,4% en 1980, passe à 19,9% en 1981, puis 27,5% en 1982 (Edwards, 1983). L'appréciation consécutive du dollar se fait également aux dépens des devises latino-américaines, d'autant que beaucoup d'autorités sont contraintes de dévaluer leur monnaie suite à des retraits massifs de capitaux. La solvabilité du débiteur repose encore largement sur sa capacité d'exportation (Cohen et Ewencyk, 1980). Or, l'atonie de la demande extérieure, suite aux chocs pétroliers, provoque un excès d'offre et, consécutivement, une

1 • Les « éléphants blancs » constituent des projets d'investissement mégalomaniques, souvent liés aux infrastructures publiques, dont l'envergure est telle qu'ils s'avèrent en définitive plus coûteux qu'ils ne rapportent.

chute des cours des matières premières de 28% entre 1981 et 1982. Les pays débiteurs sont toujours dépendants de ces cours, notamment parce que le passage à l'industrialisation a été avorté par l'immixtion des *Chicago Boys*. La situation du Mexique, le premier pays à se déclarer en défaut de paiement en août 1982, est à ce titre intéressante. En 1981, sa dette extérieure passe de 55 à 80 milliards de dollars, tandis que la maturité des prêts a été tellement raccourcie que les prêts à échéance inférieure à un an représentent 20% de la dette extérieure. Le retrait massif des capitaux fait pression sur le peso, de sorte que les autorités mexicaines doivent dévaluer de 30% en février 1982. Le Mexique ne peut alors éviter le défaut de paiement. La situation est quasiment identique à travers tout le continent. Les économies étaient jusque-là fortement endettées, mais solvables. C'est la conjonction de ces différents événements extérieurs ainsi que la mauvaise gestion de la crise (voir infra) qui les rend, en deux ans, insolubles. Les crédits ont été dépensés dans des investissements à la rentabilité parfois douteuse, et parfois même dans des « éléphants blancs »¹, mais au vu de la conjoncture internationale au début des années 1980, même si les fonds avaient été efficacement placés, aucun rendement acceptable n'aurait permis aux débiteurs de demeurer solvables. Au mieux, ils se seraient retrouvés en situation d'illiquidité, temporaire et soluble, et c'est d'ailleurs ce qu'a pensé le FMI. Mais au regard du comportement des banques suite aux premiers signes de défaillance, la crise ne pouvait que se transformer en insolvabilité tangible. En outre, dans le cas extrême de l'Argentine, dont la totalité de la dette était servie à taux variables, si les taux d'intérêt n'avaient été supérieurs que d'un ou deux pour cent au taux d'inflation nord-américain, le pays aurait pu rembourser la totalité de sa dette en 1988 (Hanlon, 2002).

Ainsi, les années 1980 constituent un tournant important de la dépendance subie par les pays latino-américains. Avec les politiques d'ajustement structurel imposées par les institutions financières internationales (IFI), ces derniers s'orientent en effet vers une dépendance à l'égard des marchés financiers, dont l'impérialisme se manifeste de manière délocalisée. De fait, la contagion devient indirecte et diffuse.

1 • Une crise bancaire systémique, précédée d'un retrait massif des dépôts, est une crise qui touche le système bancaire national.

2 • L'imposition d'un régime de change en contexte de liberté totale des mouvements de capitaux a montré ses faiblesses dès la crise mexicaine de 1994, puis au Brésil en 1999 et en Argentine en 2001.

1.2.2.2 • Les crises sporadiques des années 1990 : Une contagion indirecte sous le joug des effets d'annonce

L'Amérique Latine a repris part au mouvement de la mondialisation financière avec l'entrée en scène des *Chicago Boys* dans les années 1970. A ce titre, la crise de 1982 n'a fait qu'interrompre cette participation, dont les rênes ont ensuite été reprises par le FMI. Une fois la LF enclenchée, les IFI et les marchés considéraient que ce processus allait se poursuivre naturellement jusqu'à l'intégration totale de ces économies au sein du marché mondial : « l'éventualité d'une crise n'était tout simplement pas envisagée » (Frenkel, 2005, p.3). C'est notamment la raison pour laquelle aucune règle prudentielle n'a été *a priori* pensée. Pourtant, Frenkel (2005) rappelle qu'une expérience marquante de libéralisation brutale avaient été orchestrée par les *Chicago Boys* au Chili dans les 1970, laquelle s'était soldée par des faillites bancaires importantes et un retour à la réglementation.

La contagion régulièrement abordée par la littérature est la contagion horizontale, qui concerne les économies de même catégorie de développement. Les crises des années 1990 se sont effectivement déversées d'un pays à un autre. Néanmoins, si, en surface, l'épicentre de la crise est bien un autre pays émergent, à l'échelle supérieure, celui-ci est représenté par la LF (Miotti et Plihon, 2001), et par les politiques préconisées par le FMI en général. Les trois plus grandes crises des années 1990 ont émané d'une crise bancaire systémique¹ et/ou d'une crise de change consécutive au passage des experts du FMI dans le pays². La relation est alors la suivante ; les plans d'ajustement structurel, en particulier ceux touchant les secteurs monétaire et financier, imposent une dérégulation généralisée, laquelle s'effectue dans un climat de liberté totale des mouvements de capitaux, dans un régime de change fixe et dans l'incertitude liée au manque d'information sur ces nouvelles économies émergentes. L'incompatibilité d'une telle conjonction, favorisée par la spéculation régnant sur le marché secondaire de la dette souveraine (voir infra), est telle que l'intégration d'une nouvelle information apparaît souvent tardive, et peut provoquer une réaction disproportionnée des créanciers. C'est ce que nous appelons l'effet d'annonce. Cette sur-réaction est alors à même de provoquer une crise financière susceptible de se transformer en crise de la dette souveraine. La littérature sur le lien entre la LF et la probabilité d'occurrence de crise insiste sur l'insuffisance des règles de régulation et de supervision (Miotti et Plihon, 2001). De manière sous-jacente, ce n'est pas la LF en elle-même qui est incriminée mais bien

l'ordre des séquences (McKinnon, 1993) et le temps imparti de sa mise en place (Marchini, 1996). Or, toutes les expériences latino-américaines démontrent la brutalité avec laquelle la déréglementation s'est déroulée, sous le joug d'une conditionnalité imposée dans le cadre du plan Brady (encadré 1).

...Encadré 1 : L'exemple de la libéralisation financière au Mexique

Après le plan Brady, les mesures de libéralisation du compte de capital sont appliquées à un rythme soutenu entre 1989 et 1991. Dès 1991, la LF externe produit une entrée massive de capitaux et, de fait, une appréciation du taux de change peso/dollar. L'appréciation du cours du peso engendre une détérioration de la balance commerciale¹ et creuse l'écart entre l'épargne et l'investissement. La LF, qui suit l'abolition des barrières commerciales, est alors censée générer une meilleure allocation des ressources. Elle est opérée en l'espace d'un an et demi, ce qui correspond davantage à la thérapie de choc qu'à un ordonnancement séquentiel. L'ordre séquentiel préconisé par Edwards (1987 ; 1989, *in* Marchini, 1996) est certes respecté, mais dans un laps de temps record. Les privatisations précèdent la LF interne (1988), qui elle-même devance la déréglementation des marchés intérieurs et l'ouverture du compte de capital (1989). Au final, l'ouverture des différents marchés est quasiment simultanée, puisque les étapes sont mises en œuvre alors que les effets des autres volets de la réforme ne sont pas aboutis. La LF donne effectivement lieu à une augmentation du crédit privé, mais n'est pas associée à une élévation de l'épargne interne, laquelle diminue de 17,7% en pourcentage du PIB en 1992 et 1993. Cette baisse est alors compensée par les flux d'épargne extérieure. Or, peu avant 1993, la composition des flux de capitaux se transforme pour accueillir massivement les capitaux à court terme, ce qui rend l'économie vulnérable à tout retournement de la conjoncture mondiale et à la mauvaise anticipation des marchés. Aucune mesure n'est prise pour enrayer l'afflux de *hot money*. Le gouvernement, connaissant des tensions politiques assez graves, refuse de dévaluer. A la mi-décembre, soit quelques jours avant la dévaluation du peso qui déclenche la panique des opérateurs, « de tous les marchés latino-américains, le Mexique reste le favori » (note de Morgan Stanley & Co. datée du 2 décembre 1994, *in* Santiso, 1997, p.10). Malgré l'accumulation d'événements défavorables durant toute l'année 1994, notamment le resserrement de la politique monétaire américaine, quasiment personne n'envisage une dévaluation, considérant que le prix à payer pour le Mexique serait insupportable. En outre, la Banque centrale mexicaine en est consciente, d'où son hésitation à agir. Un mois avant la dévaluation, la plupart des investisseurs jugent donc qu'un tel acte est impossible. Pourtant, le 20 décembre 1994, le gouvernement mexicain est contraint d'annoncer une dévaluation du peso de 15%. L'effet d'annonce donne lieu à un mouvement de panique immédiat et de grande ampleur. Malgré l'annonce rapide d'un soutien des Etats-Unis, l'effet Tequila atteint l'ensemble des marchés émergents. La crise de change se

transforme aussitôt en crise de liquidité, 13 milliards de dollars de dette arrivant à échéance dans les mois qui arrivent, dont 10 milliards de Tesobonos¹. De fait, la valeur des Tesobonos ne cesse de croître à mesure que le peso s'effondre. En moins de trois mois, le peso perd en effet 40% de sa valeur. La crise aurait dû affecter la solvabilité de l'Etat. Elle est demeurée au stade de l'illiquidité en raison de l'intervention rapide et massive des Etats-Unis et du FMI.

La crise mexicaine contamine effectivement d'autres économies de la région. Mais par effet d'agrégation, la vingtaine de pays latino-américains touchés par une crise financière dans les années 1990 n'ont pas une autre économie régionale en commun mais bien une LF brutale et imposée de l'extérieur. La contagion demeure donc verticale. En outre, si la dépendance a engendré le phénomène de contagion verticale, celui-ci s'est toujours exprimé à travers la spéculation sur les titres souverains.

2 • La spéculation sur les titres souverains : Un facteur originellement déclencheur de crises

Comme l'a souligné Kindleberger (2004), notamment d'après l'analyse de Keynes (1936), toutes les crises financières émanent d'une euphorie spéculative dont le rebond est caractérisé par une ampleur exponentielle. Si les premières crises peuvent être expliquées en termes d'opacité de l'information générant des comportements déviants (2.1), les crises suivantes se caractérisent davantage par une dérégulation délibérée des marchés, laquelle révèle la courte mémoire, non seulement de ces derniers, mais également du législateur (2.2).

2.1 • Les premières crises : Une reconnaissance croissante des effets pervers de la dérégulation financière

Les tenants et les aboutissants de l'euphorie spéculative, analysée par de nombreux historiens de la pensée économique (2.1.1), sont présents lors de chaque crise. En outre, les premières crises de la dette peuvent traduire, dans une certaine mesure, la méconnaissance du fonctionnement du marché de la dette souveraine (2.1.2).

2.1.1 • De l'euphorie spéculative à la détresse financière : Une explication empirique des crises

Nous n'explicitons ici les phénomènes spéculatifs que dans une perspective factuelle et historique. Les théories sous-jacentes seront abordées plus en détail dans le troisième chapitre de ce travail. A l'origine, le terme crédit vient du latin *credo*, qui signifie « je crois » (Akerlof et Shiller, 2009). L'origine du mot implique en elle-même qu'il y a spéculation sur l'avenir. Cette croyance se traduit par un pari pris par les deux parties au contrat. Le créancier parie sur la solvabilité du débiteur et son gain s'apparente aux intérêts qu'il reçoit. En outre, lorsque le pari est dès l'origine périlleux, le gain est renforcé par la prime de risque qu'il demande au préalable avant de se lancer. La prime de risque est représentée par les *spreads*, dont l'encours fluctue librement sur le marché secondaire de la dette souveraine, où s'échangent les titres de dette. Les *spreads* représentent l'écart entre le taux de rentabilité actuelle de l'obligation et celui d'un emprunt sans risque. L'emprunt sans risque était symbolisé par les titres britanniques jusqu'au XX^e siècle. Aujourd'hui, il est représenté par les titres nord-américains.

Le débiteur, pour sa part, parie sur la rentabilité de son investissement et le gain s'apparente à la plus value qu'il peut retirer du différentiel entre le rendement effectivement obtenu et le montant remboursable. En pratique, les choses sont quelque peu différentes, notamment parce que les instruments de crédits sont échangeables. Sur un marché spéculatif, à l'instar de celui de la dette souveraine, le créancier ne parie pas nécessairement sur l'investissement du débiteur, mais davantage sur sa capacité à revendre sa créance à un prix supérieur à celui auquel il l'a achetée. Le débiteur, quant à lui, soumet ses créanciers à une ambiguïté non négligeable. Si, d'un côté, il a la particularité d'être souverain, et de fait capable de répudier sa dette lorsque celle-ci devient incommode, il est paradoxalement admis chez les créanciers qu'un souverain ne fait pas faillite, et est alors considéré plus sûr qu'une entité privée. L'incertitude originelle liée au crédit est donc, dans ces circonstances, décuplée, de sorte que les crédits souverains font alors l'objet d'une forte spéculation.

Selon Kaldor (1939, *in* Plihon, 1996, p.4), la spéculation correspond à « l'achat ou la vente de biens avec intention de revente (ou de rachat) à une date ultérieure, lorsque l'action est motivée par l'espoir d'une modification du prix en vigueur et non par l'avantage

lié à l'usage du bien ». Dans ces circonstances, les opérations spéculatives possèdent quatre particularités. Elles impliquent d'abord une prise de risque, c'est-à-dire un positionnement sur des taux d'intérêt ou de change. Elles sont ensuite motivées par l'espoir d'une plus-value à partir de l'anticipation de l'évolution du cours de l'actif. Elles peuvent d'autre part être « pures » ou « sèches », dans la mesure où elles n'ont pas de contreparties directes dans la sphère réelle. Enfin, elles s'effectuent le plus souvent à crédit, puisque la plupart des capitaux engagés par le spéculateur sont empruntés. Kaldor distingue trois types d'intervenants sur les marchés. Le marché intègre alors les agents qui cherchent à se couvrir contre le risque de taux, les arbitragistes, qui jouent sur les écarts de taux sans prendre de risque, et les spéculateurs, qui « s'exposent délibérément aux risques de taux pour réaliser des profits sous forme de gains en capital » (Plihon, 1996, p.4). Un marché spéculatif, à l'instar de celui de la dette souveraine, implique alors des vues à court terme et, de fait, une forte tendance à la myopie collective, ainsi qu'un aveuglement face au désastre. Ces phénomènes sont suscités par une tendance à l'abstraction de la réalité au profit de la recherche d'une opinion sur la tendance du marché (les mécanismes seront expliqués plus en détail dans le chapitre 3).

Pour autant, la spéculation n'est pas un phénomène déstabilisant si elle sanctionne la conduite d'une mauvaise politique économique de la part du débiteur, telle que des politiques monétaire et budgétaire trop expansionnistes (Artus, 1996). Cela signifie néanmoins qu'en toute autre circonstance, elle est déstabilisante. Kindleberger (1994) explique que la plupart des crises financières de grande ampleur ont émané d'une bulle spéculative. La bulle spéculative tend à se former à la suite d'une innovation financière. Au sens de De Boissieu (1983), cette innovation prend aussi bien la forme d'un changement technologique que de la découverte d'un nouveau marché.

Dans les faits, les pays latino-américains ont représenté un nouveau marché pour les porteurs britanniques puis nord-américains entre le XIX^e et le XX^e siècle. Lorsque les débiteurs ne changeaient pas, c'était les créanciers qui prenaient une forme différente. Pour ces nouveaux créanciers, les pays latino-américains et leurs titres de dette représentaient respectivement un nouveau marché et de nouveaux instruments, comme ce fut le cas sur le marché des eurodollars dans les années 1970, puis sur les marchés obligataires dans les années 1990. Selon les expériences historiques, l'euphorie qui crée la bulle émane d'événements aussi bien politiques qu'économiques. Dans le cadre des pays latino-américains, les deux types d'événements ont joué à plein. La décolonisation des années

1820 et les guerres régionales incessantes qui lui succèdent ont traduit les événements politiques sujets à spéculation. Parallèlement, la découverte de mines d'or et d'argent dans ces anciennes colonies, ainsi que la contraction de liens commerciaux et financiers étroits avec les grandes puissances ont constitué lesdits changements économiques. Dans les années 1990, ce changement économique s'est traduit par la réintégration brutale de ces économies à la mondialisation financière.

De nombreux auteurs ont étudié le phénomène de spéculation et les bulles afférentes. Akerlof et Shiller (2009) parlent quant à eux de « surchauffe économique » pour caractériser la « situation dans laquelle la confiance dépasse les limites habituelles, au point qu'une fraction de citoyens perd tout regard critique sur la situation réelle et se montre prête à croire n'importe quelle histoire de boom économique ». La surchauffe est attisée par diverses malversations et mensonges qui constituent une variante du délit d'initié, dans la mesure où le vendeur a conscience de cacher une information publique laquelle, si elle est révélée, provoquera une chute du cours du titre. Ce phénomène est une composante du système lorsque l'information est difficilement accessible (Galbraith, 1992). Minsky (1986), quant à lui, relie ladite euphorie au cycle d'une économie finançant ses investissements par l'emprunt, qu'il divise en trois phases. Il montre ainsi que, dans le système capitaliste, la stabilité est intrinsèquement source d'instabilité. Dans la première phase, appelée *hedge economy*, la stabilité permet des contraintes de remboursement inférieures aux profits escomptés, et correspond alors à la phase où la confiance règne. Or, c'est la confiance des agents dans le système qui les amène à prendre de plus en plus de risques, jusqu'à ce que se forme une bulle spéculative (*speculative finance*). L'euphorie entretenue par la bulle laisse ensuite place à un schéma de Ponzi (*Ponzi finance*), dans lequel les nouveaux emprunts servent au remboursement des dettes précédentes. La « phase Ponzi » précède alors le mouvement de panique, qui donne lieu à la crise. Ce fait est effectivement présent dans les quatre épisodes de crises de la dette sur le continent, ainsi que dans les expériences plus disparates des années 1990.

Cette déconnexion entre la sphère réelle et la sphère financière finit par laisser place, au fur et à mesure que les prises de risque deviennent excessives, à une détresse financière. Celle-ci survient lorsque les agents spéculateurs doutent de pouvoir assumer leurs engagements. « Il en résulte une fragilisation des structures financières propice aux crises d'ajustement brutal sous forme de *debt deflation* » (Miotti et Plihon, 2001, p.10). Le concept de déflation de la dette représente, chez Minsky, la liquidation massive des

positions, traduites par les reflux massifs de capitaux, lesquels émanent des doutes des opérateurs sur la valeur intrinsèque du titre qu'ils détiennent. La déflation se concrétise alors par une crise, dont la probabilité d'être systémique, c'est-à-dire de se propager au système financier international, est élevée. Ici encore, le phénomène est effectivement à l'œuvre dans tous les épisodes de crise.

2.1.2 • Les crises correspondantes

Si la crise de 1825 a émané d'une bulle spéculative sur des instruments inédits (2.1.2.1), les deux crises suivantes ont mené à des enquêtes publiques, lesquelles ont en revanche établi la responsabilité des créanciers dans la survenance de la crise (2.1.2.2).

2.1.2.1 • La crise de 1825 : Entre absence d'information et désinformation

Après la décolonisation, les premières demandes de prêts souverains sur le marché londonien sont favorablement accueillies par les banques émettrices, qui y voient alors un nouveau segment d'activité potentiellement porteur, compte tenu des faibles taux pratiqués par la Banque d'Angleterre sur le territoire national (voir graphique 1). La reconnaissance de ces nouveaux Etats par la Grande-Bretagne et le boom spéculatif sis à Londres dans le cadre de la première Révolution industrielle créent également un climat favorable à la « surchauffe économique » dès 1824. La situation politique, les ressources économiques et la solvabilité des pays emprunteurs sont alors enjolivés à l'aide de diverses communications et publications afin d'attirer un large public sur ces nouveaux titres (Wynne, 2000). L'impact de cette fièvre spéculative sur les titres latino-américains se révèle dans le fait que près de la moitié des titres souverains achetés entre 1824 et 1825 sont d'origine latino-américaine (Marichal, 1989).

1 • En 1822 en effet, Gregor McGregor, soldat et aventurier écossais, réussit à émettre un titre de dette au nom de l'Etat qu'il vient tout juste d'inventer ; Poyais, prétendument situé dans la baie du Honduras. Il s'agit d'un « emprunt de 160000 livres divisé en obligations de 80 livres, soit bien plus que le prix d'émission du premier emprunt chilien » (Reinhart et Rogoff, 2010, p. 115). L'Etat imaginaire de Poyais a ainsi pu emprunter 200000 livres au total, le scandale n'éclatant qu'en 1823.

2 • La presse est à l'époque corrompue afin de véhiculer des informations optimistes aux petits porteurs.

3 • Et non sur la seule Banque d'Angleterre, que Tooke considère pourtant laxiste.

Graphique 1 : Gouvernements listés et cotés sur la bourse de Londres, 1820-1830



Source : Flandreau et Flores, 2008

AL : Amérique Latine

Certains prêts sont contractés par des ministres latino-américains demeurant à Londres, lesquels « omettent » d'obtenir l'autorisation de leur gouvernement respectif (Flandreau et Flores, 2008). Les commissions touchées par ces intermédiaires sont assez élevées pour alimenter, par la désinformation, la bulle spéculative. Le marché londonien en arrive même à accueillir un titre de dette souveraine émis par un Etat fictif¹, et à l'acheter plus cher que les obligations péruviennes, chiliennes ou colombiennes, pourtant émises par des Etats à l'existence avérée.

Les banques à la réputation solide, comme Rothschild, ont la capacité de refuser la souscription de certains titres jugés risqués. L'engagement de la réputation en cas de défaut ne tient effectivement pas seulement aux Etats, mais également aux intermédiaires financiers. Les banques secondaires, de leur côté, n'hésitent pas à émettre les titres d'Etats aux mauvais fondamentaux économiques, quitte à enjoliver la situation². L'information sur la santé économique des émetteurs souverains est alors très vague, tout comme les indicateurs de soutenabilité des dettes publiques. D'autre part, l'information est strictement concentrée dans les mains des intermédiaires, de sorte que les porteurs ne peuvent l'acquérir directement. Sur ce point, le doute sur l'efficacité informationnelle est permis. Pour autant, les petits porteurs se fient par conséquent à la réputation de certains intermédiaires dans leurs décisions d'achat. De fait, lorsqu'ils achètent des titres de dette souveraine à des banques dont la réputation est fragile ou mauvaise, ils savent que le risque de défaut est d'autant plus élevé (Flandreau et Flores, 2008). Les espoirs de rendements sont alors basés sur l'existence d'hypothétiques ressources rares, notamment avec l'essor des mines d'argent au Mexique, au Pérou, en Colombie et au Brésil.

1 • Notamment à l'aide de divers pots-de-vin, mais également en excellant dans l'art de créer des marchés artificiels pour y semer les différents titres à l'aide de propagandes plus qu'alléchantes (Marichal, 1989).

En définitive, pour Tooke, Mill et McCulloch, la crise de 1825 est avant tout une crise spéculative (*in* Béraud, 2010). La variation des primes de risque est déjà, à l'époque, très ample. Celle-ci permet effectivement d'appréhender la perception du risque par les créanciers (voir annexe 2). McCulloch rejette la plus grande part de responsabilité sur les banques secondaires, eu égard à l'excès de crédits accordés³. Marx parle alors de cette crise comme « la première crise moderne de l'histoire du capitalisme » (*in* Béraud, 2010, p.4), compte tenu de la jeunesse du secteur industriel et du mouvement cyclique de l'activité britannique. Si le phénomène de spéculation sur des titres dont « on ne connaît rien d'autre que le nom » (Marichal, 1989, p.51) n'est pas nouveau en soi, il prend avec cette crise une dimension internationale, marquant les débuts de la mondialisation financière. Les deux crises suivantes se sont en revanche déroulées dans un contexte de disponibilité de l'information. En outre, à l'instar de l'épisode de Poyais, la crise de 1873 et celle de 1929 ont fait émerger certaines malversations financières.

2.1.2.2 • Les crises de 1873 et 1929 :

La révélation *ex post* des malversations financières

Lorsque la conjoncture internationale s'améliore dans les années 1850, les banquiers européens recommencent à faire pression sur les gouvernements pour que ces derniers émettent des titres sans vigilance¹. La concurrence accrue au sein du système bancaire européen favorise l'octroi de crédits, mais les banquiers londoniens restent dominants. Après la crise de 1873, un rapport commandité par le Parlement britannique sur les modalités d'achats et d'échanges de titres de dette latino-américains révèle les fraudes à l'œuvre lors de ce processus. En distinguant les différentes responsabilités dans le déclenchement de la crise, le rapport met en évidence le fait que les économies débitrices ne sont pas les intervenants qui ont le plus bénéficié des fruits de l'endettement, au contraire. Quatre groupes sont ainsi dénombrés ; les gouvernements débiteurs, les entrepreneurs bénéficiant *in fine* de l'endettement, les banquiers et courtiers, qui touchaient d'importantes commissions en trompant les petits porteurs, et les petits porteurs, qui forment un groupe très hétérogène. Ces derniers ont constitué un « public » ayant « fait de la bourse un formidable casino, (...) et dans tous ces prêts aux républiques sud-américaines, l'ensemble des accords représentait des transactions spéculatives, ou dans le but de truquer le marché » (Charles Waring, *in* Marichal, 1989, p.113).

1 • Le CFBH est un comité de créanciers chargé de fournir l'information sur les titres des pays débiteurs et de coordonner les créanciers en cas de restructuration (voir infra).

Bien que sommaire, l'information sur la solvabilité des emprunteurs est présente. Certaines variables-clés, comme le PIB, sont effectivement absentes, le PIB ne devenant disponible pour l'Amérique Latine qu'en 1884. Néanmoins, le choix de placement ne nécessite plus d'intermédiation bancaire dans la mesure où l'information est désormais accessible, et parfois même actualisée quotidiennement, notamment dans le *London Times*. Celui-ci fournit l'évolution d'indicateurs tels que la dette extérieure, les importations et les exportations, les revenus fiscaux et les dépenses publiques, ainsi que la taille de la population (Mauro et al., 2006). Le *Fenn's Compendium*, qui retrace l'encours de la dette de tous les pays pour aiguiller le choix des investisseurs, existe également depuis 1830 (Flandreau et Zumer, 2004). Les *spreads*, calculés à l'époque selon le différentiel de rendement avec les obligations britanniques, sont également suivis par les porteurs comme indicateur de la probabilité de défaillance d'un Etat. Mais l'indicateur le plus usité est déjà le ratio entre le service de la dette et les exportations.

Le libre-échange est effectivement considéré comme la principale source de croissance, et les revenus nécessaires au maintien du service de la dette doivent donc être prioritairement issus des exportations. Ainsi, plus le pays est commercialement intégré, plus son intégration financière est favorisée. La capacité interne de ces pays à générer des recettes, notamment pour pallier un repli de la demande extérieure en cas de retournement conjoncturel, n'est pas analysée, puisque la croyance générale n'envisage pas un tel retournement. Ainsi, si l'information est disponible, celle-ci perd de sa substance dès lors qu'une bulle spéculative se forme. Or, si un retournement survient néanmoins, la panique est proportionnelle à la surprise d'un paradigme réfuté par les faits. Le cas du Pérou est illustratif à deux niveaux. D'abord, l'information sur ses revenus ainsi que sur l'encours du service de sa dette extérieure était disponible grâce aux rapports du *Corporate of Foreign Bondholders* (CFBH)¹. Ensuite, il illustre un cas de malversation financière. Le gouvernement péruvien avait signé un contrat avec la banque française des frères Dreyfus lui octroyant le monopole des ventes de guano vers l'Europe. La banque était par là même devenue l'agent financier du gouvernement et s'était engagée à honorer le service des obligations émises par ce dernier. La « dette Dreyfus » levée au début des années 1870 s'élève au total à trois millions de pounds, soit l'équivalent de quasiment la moitié des revenus du pays de 1876, sachant que ces mêmes revenus chuteront de quasiment 50% encore entre 1876 et 1878 en raison de la dépression mondiale. Le refus des frères Dreyfus de servir les intérêts sur la dette après le mois de juillet 1875, et le refus des tribunaux européens de les poursuivre,

1 • L'Amérique Latine n'est cependant pas la région la plus endettée, se plaçant derrière l'Amérique du Nord (le Canada notamment) et l'Asie (avec, en tête des plus grands débiteurs, l'Australie et l'Inde). Mais c'est la première région touchée par le mouvement général de défiance (dès 1928) et c'est également celle qui va subir les plus graves effets de la crise en raison de sa dépendance à l'égard des Etats-Unis (voir supra).

expliquent le défaut du pays au début de l'année 1876 (Sicotte et al., 2009). La panique des porteurs, se reflétant dans la forte variation des *spreads* sur les obligations péruviennes après le défaut, a ensuite largement contribué à rendre le service de la dette extérieure du pays équivalent à soixante-dix fois le montant de ses revenus (Sicotte et al. 2009). Le Pérou était certes surendetté, détenant le service de la dette le plus élevé du cône Sud, mais l'information relative à sa situation de surendettement était globalement disponible et illustre un cas récurrent d'aveuglement face au désastre.

Le scénario se renouvelle aux Etats-Unis durant les années folles menant à la crise de 1929. La crise argentine de la fin des années 1880 a amené les banques à noter les crédits souverains selon trois catégories de solvabilité (forte, intermédiaire et faible). Il s'agit d'observer les croyances et le fonctionnement des marchés quant à leur définition d'une économie solvable, pour retranscrire ces croyances dans un modèle global de soutenabilité (Flandreau et Zumer, 2004). La notation intègre certaines données historiques, comme le nombre de défauts précédemment enregistrés, ainsi que certaines variables économiques, à l'instar du PIB, du taux d'intérêt, ou encore de la volatilité des taux de change. Le revenu national se joint alors aux revenus extérieurs, notamment tirés des exportations, pour évaluer la soutenabilité de la dette. La nouvelle « surchauffe économique » débute en 1925. De la même manière que lors des crises précédentes, les courtiers parviennent à vanter les mérites de nouvelles obligations dont le rendement est volatile. Entre 1920 et 1929, les titres latino-américains représentent le quart des titres émis sur le marché new-yorkais, dont plus de la moitié sont des titres de dette souveraine (Jorgensen et Sachs, 1988). La bulle, qui gonfle la valeur de ces titres, atteint son paroxysme en 1928, lorsque les banquiers nord-américains parviennent à les disperser en un laps de temps record pour un montant de plus de 1,5 milliards de dollars¹.

La cascade de défauts des années 1930 est d'abord liée à la dépression mondiale (Eichengreen et Portes, 1985), mais le boom de crédit abondamment concentré dans les mains des banquiers américains n'est pas étranger aux forts taux d'endettement enregistrés dans la région, notamment au Brésil et en Argentine. De la même manière que le Parlement britannique lors de la crise de 1873, le Sénat américain décide, en décembre 1931, de mener une enquête sur le processus ayant mené à l'achat des titres latino-américains par les petits porteurs. Un certain nombre d'employés de banque révèlent alors des informations précieuses prouvant les diverses malversations des banquiers nord-américains et de certains dirigeants latino-américains, agissant pourtant sous l'égide des *Money Doctors*. La plupart

1 • Le *Glass-Steagall Act* est issu du *Banking Act* de 1933, lequel souhaitait réformer le secteur bancaire pour éviter les prises de risques excessifs, comme celles à l'œuvre dans les années 1920. Une banque d'affaire est soumise aux mêmes règles qu'une banque de dépôt, dans la mesure où elle ne fait que recevoir et gérer les dépôts. En revanche, une banque d'investissement traite les opérations dites de haut bilan, telles que les introductions en bourse et les émissions de titres de dette. L'incompatibilité présumée vient de ce qu'une banque exerçant les deux fonctions peut être soumise à un conflit d'intérêt entre sa mission de préservation de l'épargne des déposants et ses prises de position risquées sur les marchés financiers, notamment permises par ces mêmes dépôts.

2 • Selon « l'effet citron », ou « *lemon effect* », un actif de mauvaise qualité vendu au même prix qu'un actif de qualité tend naturellement à disparaître du marché.

des sénateurs jugent alors que les banquiers ont floué les petits porteurs en leur vendant des titres sans les informer des risques inhérents. Malgré ces révélations, les analyses menées sur l'efficacité du *Glass-Steagall Act* de 1933 tendent à montrer que les petits porteurs n'étaient pas aussi ignorants des risques que ce que la présence d'intermédiaires bancaires laissait supposer (Kroszner et Rajan, 1994). Le *Glass-Steagall Act* avait distingué les banques d'affaire des banques d'investissement afin d'éviter tout conflit d'intérêt entre les deux activités¹. Si Flandreau et al. (2010) ne trouvent pas de lien significatif entre ce potentiel conflit d'intérêt et la survenance de la crise de 1929, laquelle viendrait davantage d'un phénomène de « malchance », Kroszner et Rajan (1994) précisent cette conclusion. En considérant que les petits porteurs étaient en réalité conscients de la possibilité pour les banques de dépôt de surestimer la valeur des obligations qu'elles leur vendaient, « l'effet citron »² aurait alors fonctionné. Dans tous les cas, l'accroissement disproportionné du crédit à destination de l'Amérique Latine dans les années 1920 a nécessairement impliqué une fièvre spéculative. Eichengreen et Portes (1985) rappellent que la principale innovation financière de l'époque est la possibilité d'émission d'obligations souveraines par les banques américaines, et soulignent le rôle actif des Etats-Unis dans les mouvements cycliques prononcés de leurs positions sur les marchés. Marichal (1989) précise quant à lui que les banquiers new-yorkais entretenaient des relations étroites avec les débiteurs et les courtiers. De fait, si la destination des fonds prêtés s'est avérée non rentable, voire contreproductive (Aggarwal, 2003), les banquiers en avaient connaissance *ex ante*.

Une autre critique qui pourrait être formulée à l'encontre du *Glass-Steagall Act* est qu'il n'a pas pu empêcher, dans les années 1950, la naissance et le développement du marché des eurodollars, lequel est à l'origine de la crise de 1982. Les banques l'ont effectivement contourné.

2.2 • La spéculation à la fin du XX^e siècle comme source de la courte mémoire des marchés et du législateur

En effet, si la crise liée au marché des eurodollars trouve ses racines profondes dans le contournement de la régulation rétablie après la crise de 1929 (2.2.1), les autorités des grandes puissances ont néanmoins favorisé la dérégulation des marchés financiers immédiatement après (2.2.2). Ainsi, les épisodes précédents n'ont pas, comme ils l'auraient dû, servi d'avertissement.

1 • Découlant du *Banking Act* de 1933, la réglementation Q plafonne le taux de rémunération des dépôts bancaires à terme. C'est elle qui incitera certaines banques à s'intégrer sur le marché des eurodollars, l'inflation grandissante aux Etats-Unis pouvant dépasser la rémunération de l'épargne.

2 • Ce fut beaucoup le cas au Mexique, au Brésil, au Pérou et au Costa Rica (Rodriguez, 1991).

2.2.1 • Le marché des eurodollars et la crise de 1982 : Le contournement des lois par les créanciers

La crise de la dette 1982 découle d'une conjugaison entre surfinancement et surendettement en dollars et à taux variables des économies latino-américaines sur le marché des eurodollars. Contraction du terme *European dollar*, les eurodollars désignent tout « dépôt bancaire (...) déposé dans une banque située en dehors du territoire des Etats-Unis (...) et libellé en dollars » (Carvallo, 1971, p.5). Ce marché, émergent à la fin des années 1950, est spécifiquement conçu pour contourner la Réglementation Q¹ des Etats-Unis, et le monopole des crédits commerciaux domestiques en Grande-Bretagne. Pour la première fois depuis les années 1920, il n'existe aucun plafond sur la rémunération des dépôts, aucun contrôle par une quelconque instance nationale, et il devient également possible de rémunérer les dépôts à vue. Il s'agit donc d'une innovation financière majeure en termes de réglementation, ou plutôt de déréglementation, propre à susciter l'euphorie des acteurs qui en bénéficient. Les banques s'organisent alors en consortium et peuvent prêter à des taux préférentiels et en volume accru. Aux côtés des concentrations et de l'absence de contrôle, Mayer (1979) cite, parmi les grandes causes de l'expansion de ce marché, la concurrence croissante à laquelle les grandes banques doivent de nouveau faire face parallèlement à une demande de crédit relativement faible. Ce besoin de débit va amener les banques, bénéficiant des dépôts en pétrodollars issus des chocs pétroliers et regorgeant alors de liquidités, à pousser, parfois avec agressivité, les gouvernements ré-émergents d'Amérique Latine à l'endettement (Rodriguez, 1991). Car pour se financer, les débiteurs ont effectivement le choix entre un ajustement interne douloureux et un financement externe bon marché. Les banques, conscientes de ce dilemme, encouragent alors les gouvernements au financement extérieur en prêtant massivement et sans condition².

L'apogée de ce marché se situe dans les années 1970. Du côté des débiteurs, l'endettement est facile pour trois raisons au moins. En effet, d'une part, il est recommandé par les *Chicago Boys*. D'autre part, il est nécessaire, l'abandon de l'ISI ayant renchéri le volume des importations, et l'ultralibéralisme ayant diminué les recettes publiques sous l'effet du recul de l'intervention de l'Etat. Enfin, il est accessible, dans la mesure où les taux d'intérêt nominaux sont si faibles que les taux d'intérêt réels sont régulièrement

1 • Les Etats-Unis et la Grande-Bretagne affaiblissent juridiquement la notion d'immunité souveraine afin de permettre aux banques de poursuivre un souverain devant les juridictions privées. Ce point sera développé dans le chapitre suivant.

2 • La balance des paiements est un document comptable qui retrace l'ensemble des flux d'actifs réels, financiers et monétaires entre les résidents d'une économie et les non-résidents au cours d'une période déterminée

négatifs. La politique des *Chicago Boys* est relayée par les Etats créanciers, qui encouragent les eurobanques à recycler les pétrodollars dans des prêts souverains en faveur du monde en développement, dont fait partie l'Amérique Latine¹. A nouveau, la solvabilité du débiteur dépend essentiellement de ses revenus d'exportations, lesquels sont à nouveau dépendants d'un faible nombre de produits primaires après mandement à la spécialisation. De fait, à nouveau également, en cas de retournement de la conjoncture internationale, la défaillance est inévitable. Or, le retournement de la conjoncture internationale, qui suit les deux chocs pétroliers, en 1973 d'abord, puis en 1979, correspond précisément à la période durant laquelle les crédits accordés au Tiers-Monde croissent le plus rapidement. Entre 1970 et 1982, le montant du principal est multiplié par 18, tandis que la charge de la dette, reflétée dans le paiement des intérêts, est multipliée par plus de 37. Certains économistes préviennent précocement de la dangerosité de l'ampleur de l'endettement, d'autant que les difficultés de refinancement apparaissent dès 1975 (Beim, 1977 ; l'Hériteau, 1979). Malgré l'aggravation généralisée des déficits de balance des paiements², notamment des balances commerciales en raison d'une dégradation des termes de l'échange malgré les chocs pétroliers (Paniagua-Ruiz, 1984, voir annexe 3), les taux demeurent très faibles. En réalité, les banques ne peuvent qu'être aveuglées par le désastre imminent, car la concurrence est libre et effrénée, le marché est très liquide, et l'adage selon lequel « les nations ne faisant pas faillite, les banques n'ont pas à se protéger contre les pertes » (Duprat, 1987) est tenace, malgré les expériences passées.

Un tel cocktail empêche les créanciers comme les débiteurs d'anticiper le retournement conjoncturel à l'œuvre. Au final, le comportement des banques dans les années 1970 ne diffère pas beaucoup de celui des marchés financiers dans les années 1990. Néanmoins, dans les années 1990, la nature du créancier change, leur nombre décuple, la complexité des relations s'accroît, les liens sont moins étroits, et les comportements cycliques se renforcent.

2.2.2 • La libéralisation financière des années 1990 et la consécration des prises de risques excessifs

La LF, qui suit le plan Brady, persiste dans la voie d'une gestion décentralisée du système financier international et intègre les pays émergents d'Amérique Latine au sein des marchés obligataires. De la même manière que la LF orchestrée par les IFI, ce nouveau marché n'est donc pas régulé. Naturellement, les économies latino-américaines, qui commencent à être notées par les agences internationales de notation, sont directement

1 • Le volume des transactions sur les obligations souveraines des pays émergents est passé de 734 millions de dollars US en 1994, à presque six milliards en 1997, avant de redescendre à 4 milliards puis 2 milliards en 1998 et 1999. 75% de ces transactions concernaient les titres latino-américains en 1999 (Bustillo et Velloso, 2000).

2 • Depuis la crise mexicaine de 1994, il est devenu clair que la spéculation joue un rôle important dans le déclenchement des crises, dans la mesure où elle suscite des « anticipations autoréalisatrices », lesquelles donnent lieu à plusieurs équilibres possibles sur le marché. De fait, le libre fonctionnement du marché ne donne pas nécessairement lieu à un équilibre unique comme juste mesure du prix, mais bien à plusieurs, puisque la valeur d'un titre dépend des anticipations de marché alors même que les anticipations dudit marché dépendent de la valeur du titre à un moment donné (Sachs, 1995).

classées dans la catégorie spéculative. Une étude de Moody's (2010) montre ainsi que si la spéculation était inexistante du marché de la dette souveraine en 1983 (tous les émetteurs étant notés A), elle atteint 10% des émetteurs souverains en 1990, 22% en 1995, 38% en 2000 et 37% en 2009. La spéculation déstabilisante se renforce et se manifeste à l'échelle extérieure comme à l'échelle domestique.

Au niveau extérieur, la LF agit sur la spéculation à travers deux canaux. D'abord, à l'échelon privé, elle crée un attrait pour les capitaux internationaux. Les pays sont d'emblée notés dans la catégorie spéculative parce que, compte tenu de leur nouveauté sur ce marché au moins, leur probabilité de défaillance est jugée élevée. Or, les banques, tout comme les entreprises domestiques, ne peuvent pas bénéficier d'une meilleure note que leur souverain. De fait, elles offrent, en contrepartie de ce risque, un rendement certes incertain, mais bien supérieur au rendement moyen. C'est ce niveau élevé de rendement, conjugué à l'incertitude sur sa pérennité, qui attire naturellement les capitaux à court terme, alors dits spéculatifs et régulièrement appelés « *hot money* », pour souligner leur dangerosité. Alors qu'en 1990, le taux d'intérêt réel des dépôts en Amérique Latine est négatif (-4%), il atteint plus de 3% en 1993, et augmente jusqu'en 1997 pour atteindre 6,5%, avant son effondrement suite à la crise asiatique (CEPALC, 2003). L'incertitude sur la durée de vie des rendements implique une grande volatilité. Si cette volatilité devient concentrée et massive, pour n'importe quelle raison, elle peut alors déboucher sur une crise bancaire de grande ampleur, que l'Etat tentera d'étouffer à coups d'injections de liquidités, avant d'être lui-même en proie à la défaillance. A l'échelon public, la spéculation se manifeste directement sur les titres de dette souveraine. La titrisation de la dette de 1982 et la LF ont considérablement liquéfié le marché secondaire de la dette souveraine¹, où s'échangent quotidiennement les obligations d'Etat. Ce marché s'est développé parce que la possibilité de liquider sa position à tout moment rassurait l'intervenant et permettait, au niveau agrégé, des volumes de financement supérieurs pour les débiteurs. L'intensité des échanges a très vite impliqué l'anonymat entre les opérateurs eux-mêmes, mais aussi entre les créanciers et le débiteur, ce qui tend naturellement à aggraver l'incertitude et la spéculation. Parallèlement, il s'agit d'un marché étroit, dominé par un faible nombre d'émetteurs, dont la majorité vient d'Amérique Latine. La difficulté consécutive de diversifier les débiteurs favorise encore davantage l'incertitude et, par là même, les comportements moutonniers et les équilibres multiples². Par conséquent, les retournements peuvent être rapides et générer soit de forts gains, soit de fortes pertes (Levasseur et Riffart, 2003). Le

marché primaire est lui-même longtemps resté spéculatif, puisque sa base d'intervenants en 1998 était composée de 30% de fonds spéculatifs, contre seulement 9% d'investisseurs de qualité poursuivant des objectifs d'investissement¹. La proportion s'est inversée en 2002 (BRI, 2003). Du côté des intervenants, la conséquence qui nous intéresse ici est que, connaissant la notation du pays dans lequel ils interviennent, ils connaissent également les risques encourus. Du côté du débiteur, c'est le marché secondaire de la dette souveraine qui régit le niveau des *spreads*, très volatiles dans les pays émergents.

A l'échelle domestique, la brutalité de la LF suscite des prises de risques excessifs par les banques nationales parce qu'aucun dispositif prudentiel n'a préalablement été pensé (Miotti et Plihon, 2001). Livrées à elles-mêmes dans un univers déréglementé et concurrentiel, les banques tendent à prendre des positions risquées voire excessives, ce qui rappelle le scénario du marché des eurodollars. Notamment, le décloisonnement ouvre l'accès à l'extérieur, tandis que la déréglementation avorte la nécessité de garde-fous. Ces garde-fous doivent permettre de faire face aux affres de la désintermédiation, laquelle permet aux clients d'accéder directement aux marchés financiers. Consécutivement, l'effet prix, lié à la baisse de la rentabilité des opérations traditionnelles, et l'effet quantité, lié au transfert des clients vers le financement direct, poussent les banques à réagir en élevant le niveau moyen des risques de leurs opérations (Miotti et Plihon, 2001). Miotti et Plihon (2001, p.3) notent qu'après la vague de LF des années 1990, « les deux tiers des pays membres du FMI ont été frappés par des crises bancaires graves qui ont entraîné des pertes cumulées supérieures à 250 milliards de dollars [Honohan, 1997] ; par ailleurs, plus de 130 pays, ce qui représente les trois quarts des pays membres du FMI, ont connu des dysfonctionnements bancaires significatifs. [...] Les pays émergents d'Amérique Latine et d'Asie ont été particulièrement touchés ».

Ainsi, en termes de spéculation, la LF accroît la contrainte des débiteurs en développant brutalement leur secteur bancaire domestique. Les gouvernements ne doivent dès lors plus seulement faire face à des attaques spéculatives extérieures, mais également à des prises de positions risquées en interne. Or, cette double contrainte, renforcée par la profondeur du marché secondaire de la dette souveraine, rend les restructurations en cas de défaut d'autant plus complexes et laborieuses. Celles-ci demeurent, en théorie du moins, décentralisées, malgré les exemples récurrents de leur inefficacité.

Conclusion de section

Cette première section a montré que le déclenchement de la crise incombe aux deux parties au contrat, que sont le débiteur et ses créanciers. Néanmoins, la responsabilité du débiteur est relativisée par la relation de dépendance qui le lie à l'hégémon contemporain de chaque crise. Dès lors, les politiques d'endettement sont en réalité le résultat d'un impérialisme exercé de l'extérieur. Par conséquent, les créanciers voient leur responsabilité proportionnellement relevée.

Pour autant, le processus de restructuration n'est pas mené selon les imputabilités afférentes à la crise puisque le débiteur constitue la partie qui supporte la majeure partie du fardeau de la dette. L'iniquité dans la répartition des coûts de la crise provient en outre de la volonté de délocaliser les négociations en cas de restructuration. La deuxième section démontre donc l'impraticabilité et l'inefficacité de la décentralisation, telle qu'opérée en pratique.

Section 2 : L'échec des mécanismes de gestion décentralisée : Un partage inéquitable du fardeau de la dette

La décentralisation de la résolution de crise s'appuie sur les solutions de marché (voir le chapitre suivant pour un meilleur aperçu des mécanismes afférents). Les solutions de marché sont par nature contractuelles, laissant les deux parties au contrat négocier « à l'ombre de la loi ». De fait, la décentralisation s'apparente aux négociations à l'amiable car aucune tierce partie n'est censée intervenir dans le processus de négociation. Or, dans le cadre d'une crise systémique, qui touche, ou menace d'affecter le système international dans son ensemble, il est impossible de décentraliser les négociations. Une crise systémique implique en effet des répercussions rapides sur le système financier international, alors considéré comme un bien public, et dépasse de fait largement le cadre des deux parties au contrat. Dans ces conditions, la décentralisation s'avère impraticable, de sorte qu'une intervention extérieure devient obligatoire (I). Le problème est que cette intervention est improvisée et partielle, car, quelles que soient les causes de la crise, elle s'oriente en faveur de la persistance des flux de remboursement et, de fait, des créanciers. Par conséquent, en termes d'équité du partage du fardeau de la dette, lequel conditionne l'efficacité de la restructuration, ce type de décentralisation *ad hoc* s'avère, qui plus est, contreproductive (II).

1 • Une décentralisation impraticable : L'intervention systématique d'une tierce partie

Toutes les crises ont, dans un premier temps, donné lieu à une volonté de laisser le débiteur négocier seul avec ses créanciers dans le respect de l'intégrité des contrats. Néanmoins, lors de chaque épisode de crise, un acteur tiers finit par intervenir en raison de l'enlisement des négociations et de considérations plus géostratégiques. En outre, si les premières crises ont suscité une intervention directe des Etats de résidence des créanciers (1.1), à partir de l'hégémonie nord-américaine et suite à la doctrine Drago Porter de 1907, cette intervention devient indirecte (1.2). En effet, même au moment où le FMI commence à intervenir systématiquement, les considérations géostratégiques des Etats-Unis demeurent très influentes sur la rapidité de l'intervention et l'ampleur des fonds décaissés.

1.1 • De l'intervention directe à une immixtion indirecte de l'Etat de résidence des créanciers

L'intervention d'une tierce-partie pour contraindre les négociations s'est d'abord traduite par la politique de la canonnière (1.1.1). Le non remboursement de la dette servait alors de motif de conquête territoriale jusqu'à la doctrine Drago Porter de 1907. Sous la domination nord-américaine, les interventions n'ont pas diminué, mais se sont exercées de manière indirecte, soit par la création de comités de créanciers, comme en 1933, soit par le sauvetage des créanciers, comme en 1982 (1.1.2). Dans tous les cas, l'intervention a toujours été conditionnée par des intérêts géostratégiques.

1.1.1 • La politique de la canonnière sous la domination européenne

La politique de la canonnière traduit les relations entre les pays débiteurs dominés et les pays de résidence des créanciers jusqu'à la fin du XIX^e siècle. L'intervention militaire dans le pays débiteur reflétait les intérêts géostratégiques des grandes puissances. C'est notamment la raison pour laquelle celle-ci s'est appliquée de manière plus disparate après la crise de 1873. Les pays débiteurs ayant fait défaut sur leur dette étaient effectivement des économies mineures aux yeux des grandes puissances de l'époque.

1.1.1.1 • La dette comme motif de conquête territoriale : L'exemple de l'expédition française au Mexique

Après la crise de 1825, les renégociations, lentes et laborieuses, ne sont pas décentralisées par volonté, mais plutôt par incapacité. Il n'existe pas de comité de créanciers organisés, et les tentatives de coalition sont davantage marquées par le manque d'expérience et la rivalité, que par l'organisation et la solidarité. La restructuration prendra trente années avant d'être achevée (voir annexe 4). Et encore, la plupart des prêts à nouveau consentis dans les années 1860 et 1870 correspondent dans un premier temps à un refinancement, puisqu'elles servent à honorer les créances des années 1820 (voir annexe 5). Malgré plusieurs demandes des porteurs obligataires auprès du Gouvernement britannique pour recouvrer leurs créances en plein, ce dernier hésite à intervenir. Les Anglais

1 • Les créanciers étrangers ont toujours un pouvoir d'intimidation bien supérieur à celui des créanciers domestiques, puisque dans ce dernier cas, le débiteur est également celui qui dispose des forces de l'ordre.
2 • Le plus frauduleux reste l'affaire Jecker, de 1859 (voir infra).

craignent en effet que la France ou l'Espagne n'en profite pour récupérer ces régions en cas de défaite ou de dispersion. La *Royal Navy* ne fait donc office que de menace. En face, la plupart des pays débiteurs sont en mauvaise posture. Le Mexique, plus que les autres, est en proie à une grande instabilité politique et sa vulnérabilité s'avère opportune pour une puissance comme la France, qui souhaite contrer l'influence anglo-saxonne. Néanmoins, la Convention de Londres d'octobre 1861 est signée par la Grande-Bretagne, l'Espagne et la France. Le motif officiel de la Convention est le recouvrement des créances dues à des créanciers privés résidant dans ces pays. La Convention justifie une intervention armée et répond donc à la politique de la canonnière.

Le Mexique se trouve effectivement dans une impasse militaire et financière. Le pays, surendetté, n'a plus accès aux marchés extérieurs et doit alors se tourner vers le financement domestique. A l'échelle interne, la dernière signature financière est à l'époque la *camarilla*, un groupe de créanciers spéculateurs qui pratique des taux usuraires. Après l'éclatement de la guerre civile de 1856, ces pourvoyeurs nationaux de fonds demandent aux puissances européennes de les soutenir dans leurs réclamations auprès du gouvernement mexicain. Le but est alors de se prémunir d'un éventuel défaut du gouvernement sur sa dette interne. A cette fin, les conventions diplomatiques de l'époque permettent, de manière peu orthodoxe, de convertir une large partie de la dette domestique « en une espèce de dette extérieure » (Marichal, 1989, p.65). Concrètement, les pays d'accueil des créanciers étrangers installés au Mexique reprennent les créances de ces derniers à leur compte, transformant par la même une dette interne en dette extérieure¹. C'est ainsi qu'entre 1851 et 1853, le ministère britannique des affaires étrangères parvient à obliger le gouvernement mexicain à reconnaître une telle dette pour un montant de 5 millions de pesos. Apprenant le succès de l'opération, les autorités espagnoles et françaises s'affairent également à intimider successivement plusieurs ministres mexicains des finances jusqu'à ce que l'un accepte de reconnaître une dette douteuse de près de 10 millions de pesos au total². Mais en mai 1861, le gouvernement Juárez, qui succède au gouvernement Miramón, refuse de reconnaître la légitimité de ces créances et décide de suspendre les paiements sur la dette londonienne pour une période d'un an, prorogée à deux ans deux mois plus tard. La justification de l'expédition au Mexique est alors toute trouvée, notamment pour la France, mais également pour les Anglais et les Espagnols, dont la valeur des créances est supérieure à celle due à la France. Compte tenu de l'état de l'armée mexicaine après la révolte civile, la France parvient à envahir le Mexique sans trop de difficultés. De nombreux

1 • Ce sera notamment le cas de l'Argentine (entre 1841 et 1913), du Brésil (entre 1826 et 1913), du Chili (entre 1839 et 1913), de la Colombie (de 1831 à 1913), de l'Equateur (de 1854 à 1913), du Guatemala (entre 1868 et 1913), du Pérou (de 1839 à 1913) et du Venezuela (de 1841 à 1913). Pour une revue plus développée, voir Tomz, 2007.

2 • La crise de 1873 se solde en Europe, exception faite du Royaume-Uni, par un certain retour au protectionnisme.

pays seront l'objet de la diplomatie de la canonnière entre les deux crises de la dette du XIX^e siècle, la plupart prenant fin quelques années après son abrogation par la doctrine Drago-Porter de 1907¹. La Grande-Bretagne est le pays crédeur ayant le plus d'interventions à son actif.

L'intervention des trois puissances européennes au Mexique est très révélatrice de la fonction de la dette dans les pays nouvellement indépendants et possédant des richesses naturelles. Ce cas s'était parfaitement bien illustré avec l'invasion anglaise de l'Amérique indienne. Du côté mexicain, la dette, qui devait *a priori* servir à consolider l'indépendance du pays au niveau politique et économique, a avant tout permis de financer des guerres incessantes durant quarante ans. Du côté européen, celle-ci a avant tout symbolisé un instrument de spéculation sur la riche économie mexicaine, avant de devenir une arme de conquête territoriale et commerciale. Lorsque le Mexique est envahi en 1861, le pays est non seulement ruiné au niveau financier, mais également au niveau militaire. La politique de la canonnière est également conditionnée aux intérêts géostratégiques des grandes puissances de l'époque, de sorte que moins le pays débiteur est important, plus les interventions directes sont rares.

1.1.1.2 • Des interventions conditionnées par des intérêts géostratégiques : Une baisse des interventions directes après la crise de 1873

Après la crise de 1873, ce sont les plus petits pays qui connaissent les plus graves problèmes. Ces pays n'intéressent pas directement les puissances européennes, lesquelles, qui plus est, sont en proie aux relents de la crise². Les économies plus imposantes, comme l'Argentine, le Brésil ou encore le Mexique, continuent tant bien que mal d'assurer le service de leur dette extérieure, au moins jusque dans les années 1880, au prix d'ajustements très stricts. Les négociations se déroulent également sous l'œil attentif du CFBH, un comité de créanciers britanniques relevant d'une initiative privée de 1868. Le CFBH aura une influence considérable jusque dans les années 1950, tant auprès du gouvernement britannique que du marché londonien. Ses rapports sur les avancées des négociations et sur le comportement du débiteur conditionnent en effet le retour de ce dernier sur les marchés financiers. L'institution est déjà très organisée dans les années 1870, possédant des comités à l'intérieur de chaque pays impliqué dans l'endettement latino-américain. La puissance

1 • Selon le Correlate of War (COW), l'une des principales sources de données relatives aux études sur la guerre, l'appartenance au système international est elle-même conditionnée au fait que le pays doit avoir reçu des missions diplomatiques du Royaume-Uni ou de la France (Tomz, 2007).

du CFBH et le fait que seules les petites économies soient touchées expliquent que les interventions directes des Etats européens se fassent plus rares. Néanmoins, il subsiste encore quelques pratiques néo-coloniales en la matière en Bolivie (entre 1872 et 1913), en République Dominicaine (entre 1894 et 1913), au Salvador (de 1889 à 1913), au Honduras (de 1899 à 1913), au Paraguay (de 1876 à 1913) et en Uruguay (de 1882 à 1913). Le cas du blocus naval de la Grande-Bretagne, de l'Italie et de l'Allemagne à l'encontre du Venezuela en 1902 est également connu des historiens. Peu après ladite intervention, les flux de paiements en provenance du Venezuela avaient effectivement repris. Entre 1820 et 1913, dix-sept pays latino-américains sont classés dans la liste des pays débiteurs susceptibles de faire l'objet d'une intervention militaire. Tomz (2007) intègre dans cette liste les pays dont les titres sont cotés sur le marché du pays créditeur et qui sont membres politiques du système international¹. L'auteur conclut à une corrélation significative entre le défaut du pays débiteur et l'intervention militaire du gouvernement créditeur.

Au mieux, lorsque les négociations s'éternisent, les gouvernements des créanciers envoient des notes diplomatiques sommant les pays débiteurs de parvenir à un accord avec leurs créanciers, comme dans le cas péruvien ou encore chilien dans les années 1880 (Sicotte et al. 2010). La politique de la canonnière, déjà plus singulière à la fin du XIX^e siècle, prend fin avec la doctrine Drago-Porter de 1907. Les Etats-Unis, devenant la première puissance mondiale, vont donc devoir utiliser des moyens indirects pour guider la gestion de la crise.

1.1.2 • Une intervention plus subreptice sous la domination états-unienne

Après la crise de 1929, les négociations décentralisées n'aboutissent pas. La Grande-Bretagne étant bien moins impliquée que les Etats-Unis dans l'endettement des pays débiteurs, l'action du CFBH est proportionnellement limitée. Et lorsqu'il est concerné, il ne parvient pas toujours à un accord efficace. En effet, d'une part, les débiteurs, désormais sous le joug nord-américain, sont plus sensibles aux relations diplomatiques avec les Etats Unis. D'autre part, le CFBH est concurrencé, à partir de 1933, par son nouvel homologue américain. Du côté nord-américain, dans un premier temps, une multitude de comités de créanciers se forment de manière *ad hoc*, lesquels se concurrencent et se montrent intransigeants vis-à-vis des débiteurs. Certains comités sont même fictifs, si bien que les

1 • Il convient de noter que la gestion de la crise actuelle de la dette en Europe est similaire, de nombreuses propositions de réformes internationales étant soit formulées, soit rééditées, mais aucune ne parvenant à émerger dans les faits, faute de volonté politique suffisante.

gouvernements ne savent plus s'ils négocient avec un leurre ou avec un véritable comité représentatif. Devant un tel enlèvement, et malgré de timides propositions avancées par la communauté officielle internationale (voir encadré 2) le gouvernement américain décide d'intervenir en 1933 en créant le *Foreign Bondholders Protective Council* (FBPC). Le comité de créanciers chargé de négocier les termes des restructurations avec les Etats du cône Sud provient donc d'une initiative gouvernementale.

Encadré 2 : L'échec des propositions

...de la Communauté officielle internationale

A l'échelle internationale, toutes les propositions demeurent au stade théorique (Jorgensen et Sachs, 1988). La communauté officielle internationale a d'abord proposé que la Banque des Règlements Internationaux, fraîchement créée depuis le 17 mai 1930, soit dotée des ressources nécessaires pour résorber la crise. Initialement créée pour résoudre le cas des dettes allemandes, il était logique qu'elle prenne également en charge les autres dettes suspendues. Une seconde proposition est faite en 1931 par la Banque d'Angleterre. Le plan Kindersley-Norman propose alors une facilité de prêts pour les entités (publiques et privées) incapables de se financer normalement sur les marchés. La facilité serait créée grâce au concours des plus grands gouvernements créditeurs et, plus tard, financée par la vente des titres des investisseurs privés. Une troisième idée, lancée par deux banquiers néerlandais, Beyen et Crena de Jongh, en 1932, suggère d'échanger les dettes de court terme, pour l'instant impayables, en obligations de long terme, pouvant aller jusqu'à vingt ans. D'autre part, les deux banquiers veulent permettre aux pays, dont les réserves de change sont vides, de payer leur dette en monnaie locale. Aucune ne voit le jour, le marasme du côté des grandes puissances monopolisant l'attention¹.

Ainsi, contrairement au CFBH, le FBPC émane d'une initiative publique et symbolise de fait l'échec de la décentralisation des négociations. Les Etats-Unis refusent de faire pression sur les débiteurs, et souhaitent maintenir des relations commerciales cordiales, d'autant qu'une fermeture au marché américain restreindrait davantage la capacité de remboursement des économies latino-américaines. Ils interviennent donc indirectement pour aider leurs créanciers à mieux s'organiser. Mais même une fois ces derniers administrés, les négociations restent laborieuses. Du côté du FBPC seul, l'intransigeance est sans appel, de sorte que le gouvernement américain doit de nouveau intervenir pour les inciter à négocier de bonne foi. Quant aux relations entre le FBPC et le CFBH, elles n'étaient en rien la coopération. Les deux comités ne tombent que très rarement d'accord sur le traitement

1 • L'expression est due à l'économiste Jean Fourastié, et caractérise la période de forte croissance économique d'après guerre dans les pays développés, qui court entre 1945 et 1973.

2 • Date à laquelle il se réunit pour la première fois dans le cadre de la dette du Zaïre.

3 • Des états, Banques centrales et autres administrations publiques.

à accorder aux différentes classes de créanciers et le FBPC a tendance à négocier seul, puis à forcer le CFBH à accepter les termes américains de l'accord final (Eichengreen et Lindert, 1991).

Ce processus est de nouveau à l'œuvre en 1982, puisque d'une part, les Etats-Unis interviennent indirectement et en faveur de leur secteur bancaire, et d'autre part, même si les banques parviennent à être sauvées, elles demeurent intraitables dans les négociations.

1.2 • La légitimation d'une tierce partie sous l'ère du FMI : Une certaine dépolitisation de l'ingérence

Entre les années 1930 et la crise de 1982, le sujet est clos. En effet, aucune initiative ne voit le jour en raison d'une part de l'isolation financière des débiteurs, qui ne sont désormais plus en situation de crise néfaste pour la communauté officielle internationale, et d'autre part parce que la conjoncture internationale est favorable, la période correspondant aux Trente Glorieuses¹. L'intervention d'une tierce partie dans les négociations est officialisée avec la débâcle de la gestion de la crise de 1982 (1.2.1). Avec l'accroissement de la dépendance des pays débiteurs à l'égard du FMI et l'accroissement des crises financières dans les années 1990, les interventions extérieures, désormais traduites par des renflouements financiers, deviennent systématiques (1.2.2).

1.2.1 • La crise de 1982 : L'échec de la décentralisation malgré la présence du Club de Londres

Après la crise de 1982, la volonté générale est de laisser les renégociations se dérouler entre débiteurs et créanciers. Les banques créancières sont organisées en consortiums, ne dépassant pas la quinzaine, dans le cadre du Club de Londres. Le Club existe depuis 1976² pour restructurer les dettes publiques³ dues aux banques commerciales après obtention de l'aval du FMI. Le premier diagnostic de crise tient à l'illiquidité des pays débiteurs et implique donc un problème temporaire. Un problème de liquidité se définit en effet par une désynchronisation entre les entrées et les sorties de fonds, les recettes étant en retard par rapport aux dépenses. Il s'agit donc avant tout d'une question de temps pour rééquilibrer la balance, et il est dans ces cas-là demandé aux créanciers de

-
- 1 • L'accord doit être approuvé par les banques détenant 90 à 95% de l'exposition totale.
 - 2 • Durant les années 1990 en effet, l'intervention s'avère inévitable, compte tenu de la complexité des relations entre les deux parties.
 - 3 • Les institutions multilatérales sont parallèlement mises à contribution à hauteur de 9 milliards.

se montrer patients et de continuer à refinancer les dettes arrivées à échéance. Dans le cas contraire, la crise peut rapidement se transformer en insolvabilité, durable et insoluble à moins d'une réduction de dette. C'est là le scénario qui se déroule tout au long des années 1980, d'autant que l'unanimité au sein du club de Londres est quasiment requise pour tout amendement du paiement du principal ou des intérêts¹ (Eichengreen et al., 1995). Le cadre est intéressant dans la mesure où il pose des contraintes de restructuration bien plus faibles que celles que l'on rencontre ensuite dans les années 1990². En 1982, les créanciers sont peu nombreux, organisés sous l'égide du Club de Londres et du FMI, et ils sont en position de force, puisque les négociations se déroulent au cas par cas. Les débiteurs, pour leur part, tentent, seuls, d'éviter la cessation de paiements sur ordre du Fonds. Pourtant, les créanciers ne parviennent pas à s'organiser pour gérer la crise. Ce n'est effectivement pas leur priorité. En outre, il faut souligner que cette crise n'est pas seulement une crise de liquidité des débiteurs, mais également une crise du système bancaire américain, compte tenu de l'exposition des grandes banques américaines en Amérique Latine (Sachs, 1987). L'insolvabilité des débiteurs est alors largement susceptible de générer l'insolvabilité des banques créancières. La gestion, officiellement décentralisée, souffre pourtant d'un biais interventionniste en faveur de l'une des deux parties au contrat ; les créanciers.

Le sauvetage des banques, entre 1982 et 1985, ne permet pas d'avancée dans les négociations. Les banques continuent de se désengager de la région et la crise s'enlise. L'exposition des neuf banques américaines les plus engagées par rapport à leur capital passe de 176,5% à 157,8% entre la fin de l'année 1982 et le milieu de l'année 1984 (Sachs et Huizinga, 1987). L'échec de la première stratégie conduit, en 1985, au plan Baker. James Baker prend note de l'échec des négociations, mais considère toujours que les banques peuvent être remboursées aux conditions initiales des contrats à condition de refinancer les pays débiteurs (Sachs, 1987). La situation est paradoxale, puisque c'est cette même intervention extérieure qui prône la solution de marché, par nature décentralisée et autonome. En outre, elle s'effectue toujours en faveur de l'une des parties, car si les banques sont seulement conviées à fournir 20 milliards de dollars de liquidités³, les pays débiteurs quant à eux sont contraints à un remboursement en plein et soumis à des plans d'ajustement structurel douloureux (voir infra).

Cette seconde approche échoue également, en particulier à cause de l'asymétrie dans les pouvoirs de négociation. L'absence de contrainte sur l'une des parties ne permet pas d'action collective ni entre les créanciers, ni entre créanciers et débiteurs. Au final,

1 • Le département du Trésor menaçait par exemple les banques refusant de participer au plan, d'éliminer les avantages fiscaux dont elles bénéficiaient depuis quelques années (Vasquez, 1996).

2 • Globalement, les dettes peuvent soit être converties, notamment en actions d'entreprises locales (*debt-equity swaps*) ou en obligations de sortie (*exit bond*) avec diminution du taux d'intérêt ou apport d'argent frais, soit être rachetées (*buyback*), ou encore restructurées. Dans le cadre du rachat de la dette, le pays débiteur peut soit utiliser ses réserves de change, soit emprunter les fonds nécessaires au FMI, ce qui le contraint à contracter de fait un nouveau prêt.

seulement 12,8 milliards de dollars sont fournis, au lieu des 20 milliards initialement demandés, et les banques continuent de se désengager des pays débiteurs. L'exposition des neuf plus grandes banques tombe en effet à 83,6% à la fin de l'année 1986 (Sachs, 1989), et certaines finissent même par engranger des bénéfices (Sachs, 1987 ; Rodriguez, 1991, voir tableau 1).

Tableau 1 : Exposition des banques américaines en Amérique Latine et capital total, 1980-1988

Exposition des banques (en % de leur capital)			
	Fin 1982	Fin 1986	Fin 1988
Les neuf plus grandes banques	176,5	110,2	83,6
Autres banques	78,6	39,7	21,8
Capital total des banques (en milliards de dollars)			
Ensemble des banques américaines	70,6	84,7	116,1
Les neuf plus grandes banques	29	34,1	46,7
Autres banques	41,6	50,6	69,4

Source : Sachs, 1989

Le plan Brady, de 1989, répond donc à une situation d'urgence. Toutes les solutions, plus ou moins basées sur le marché, ayant échoué, l'intervention extérieure se fait plus directe et plus contraignante. D'une part, le FMI accepte de revoir sa politique de prêts, et admet désormais qu'un pays débiteur puisse faire appel à ses ressources alors qu'il est en situation d'arriérés de paiements. L'obligation de trouver au préalable un accord avec ses créanciers est désormais levée. Le message est double. Il s'agit d'abord d'envoyer un signal positif aux banques, lequel leur indique que le Fonds se porte garant du débiteur, et il s'agit ensuite, à travers la reconnaissance de l'insolvabilité des débiteurs et de l'ampleur de la crise, de rééquilibrer, même *a minima*, la balance en leur faveur en consentant une réduction de la valeur des créances. D'autre part, le Trésor américain intervient directement pour faire pression sur ses banques et les contraindre à participer au plan¹, lequel se veut néanmoins souple, et propose donc un menu d'options dont le choix doit être laissé à l'appréciation de chaque banque au cas par cas².

1 • Nous faisons ici allusion aux plus grandes crises, telles que la crise mexicaine de 1994, les crises brésilienne et équatorienne de 1999, et argentine de 2001. Au-delà, ce sont tous les pays émergents qui en sont affectés, comme l'attestent les crises asiatique et russe de 1996 et 1998.

2 • L'augmentation du nombre de conditionnalités ne peut être prise en compte ici car elle reflète surtout l'omniprésence du Fonds dans la région, laquelle n'est pas nécessairement corrélée avec la survenance de crises. Les pics atteints par ses déboursements correspondent par contre à la présence d'une crise bancaire, de change ou de la dette souveraine.

Si le plan Brady persiste dans l'encouragement des solutions de marché, l'intervention conjointe du Fonds et du Trésor américain entérine néanmoins l'échec d'une telle gestion de crise, qui plus est systémique. La crise atteint effectivement, dès l'origine, le système financier panaméricain. Comme les crises précédentes, elle aurait dû appeler une concertation entre tous les acteurs impliqués afin d'être solutionnée rapidement et globalement, c'est-à-dire pas seulement dans sa version nord-américaine, mais également sur son versant sud. Le problème est que cette approche, qui prône la décentralisation tout en contraignant, dans l'urgence, une tierce-partie à prendre en main la gestion de la crise, est officialisée dans les tâtonnements des années 1980, et se renouvelle dès lors automatiquement lors de tous les épisodes de crises des années 1990.

1.2.2 • L'intervention systématique du FMI dans les années 1990

Les crises financières à répétition dans les années 1990¹, suite à la vague soudaine de LF dans les pays émergents d'Amérique Latine, forcent le FMI à intervenir automatiquement et très rapidement. Le FMI est en effet présent sur tous les fronts, à la fois annonceur de crises, diagnostiqueur, pourvoyeur de programmes de stabilisation dans l'économie débitrice, pourvoyeur de fonds à destination des créanciers, et médiateur des négociations. Sa gestion polyvalente mais peu efficace commence à être critiquée par certains auteurs, dont le plus célèbre est Jeffrey D. Sachs (1995), qui considère que le FMI outrepassse ses fonctions.

L'importance des interventions du FMI est effectivement démontrée à plusieurs niveaux. L'encours des prêts du FMI montre d'abord la grande implication du Fonds au moment des crises². La rapidité de son intervention est, quant à elle, révélée par les dates auxquelles il intervient, soit immédiatement après les premières tensions, et démontre le caractère automatique des opérations de sauvetage. Ainsi, Aglietta et Moatti (2000) montrent que les engagements du Fonds en Amérique Latine en valeur absolue augmentent significativement entre la crise de la dette de 1982 et 1990, date à partir de laquelle la LF permet aux économies de se financer directement sur les marchés. A partir de là, deux pics sont observés. Le premier se situe entre 1994 et 1995, soit après la crise mexicaine, et le second court de 1997 à 1998, lorsque la crise asiatique se propage en Amérique Latine, et notamment au Brésil, lequel affronte une grave crise de change en 1999. Au final, s'élevant

1 • Sachs (1995, p.12) note ironiquement, à propos du caractère exceptionnel de l'opération de sauvetage au Mexique, que « peu de pays partagent une frontière de 2000 miles avec le principal actionnaire du FMI ».

2 • Il s'agit du montant cumulé des trois prêts accordés entre 1998 et 2002, le premier (1998) s'élevant à 198% de la quote-part du pays, le second (2001) à 400% et le dernier (2002), à 752%. Les pays membres ont normalement le droit de recourir aux ressources du Fonds à hauteur maximale de 200% de leur quote-part.

à environ un milliard de dollars en 1982, les engagements du FMI atteignent environ 25 milliards de dollars en 1999. Entre temps, les quotes-parts des pays émergents n'ont pas proportionnellement augmenté, ce qui signifie que les montants engagés dépassent régulièrement les droits de tirage du pays. Le déboursement total pour le Mexique, entre fin 1994 et début 1995, est déboussolant et sans précédent. 50 milliards de dollars sont apportés par la communauté internationale, dont 18 par le FMI, soit plus de trois fois la quote-part dont le pays était en droit de bénéficier (Aglietta et Moatti, 2000). Le 20 décembre 1994, lorsque le gouvernement mexicain décide finalement de dévaluer le peso, la panique se déclenche avec une rapidité et une ampleur telles, que le FMI et le Trésor sont contraints d'intervenir dans les jours qui suivent. Malgré l'ampleur des fonds déboursés et la récurrence des discours, les autorités intérieures et internationales mettent trois mois à calmer les marchés. L'automatisme de l'intervention est officialisée car désormais, le FMI a conscience des conséquences d'une panique des opérateurs de marché, lesquels agissent en masse, instantanément, dans l'anonymat, et donc sans concertation. De fait, la crise ne peut, dans ces nouvelles conditions, qu'être résolue artificiellement, à coups d'injections massives de liquidités. Personne ne cherche à calmer les marchés par un autre moyen, compte tenu de l'absence d'alternative face à l'ampleur de la panique et au profil géostratégique du pays débiteur¹. Le renflouement bloque effectivement le passage de la crise de liquidité à la crise de solvabilité. De fait, le FMI n'attend même pas le déclenchement de la crise de change brésilienne pour intervenir. Celle-ci se déclare en effet au début de l'année 1999, tandis que le Fonds a décaissé son premier prêt dès le mois de novembre 1998 (Levasseur et Riffart, 2003). Le FMI a effectivement gardé en mémoire l'épisode Tequila et la gravité de la crise asiatique, de sorte que le déboursement en faveur du Brésil, d'un montant total de 35,1 milliards de dollars, correspond à plus de quatre fois la quote-part du Brésil² (900%, Roubini et Setser, 2004). Ainsi, si l'on commence à parler d'inclure le secteur privé dans la résolution des crises après la crise mexicaine, le temps nécessaire à l'instauration d'une telle procédure reste insuffisant face à la brutalité, tant en termes de temps que de conséquences, des crises qui lui succèdent. Par conséquent, une solution qui a à peu près fonctionné une fois est répétée automatiquement ensuite. Sauf que plus le marché obligataire s'approfondit, plus les crises sont violentes et soudaines. Le FMI ne disposant pas d'un montant illimité de ressources, et les crises ne faiblissant pas devant ses interventions, ses actions rencontrent des limites infranchissables, notamment en Asie en 1997. Il faut donc attendre que les critiques se fassent plus nombreuses et plus acerbes à la fin des années 1990 pour que

1 • Pourtant, ladite restructuration amènera le futur président de l'Equateur à répudier une grande partie de la dette extérieure du pays en 2008 (voir infra).
2 • Le pays est au final parvenu à accéder aux ressources du Fonds pour un montant équivalent à quatre fois sa quote-part en 2001.

le Fonds commence véritablement à considérer la nécessité d'inclure les marchés dans la résolution de la crise. Le Fonds tente d'instaurer une telle pratique en Amérique Latine lors de la crise argentine de 2001. Une telle volonté fait suite à l'expérience équatorienne de 1999, qui s'est déroulée selon les pratiques du marché et qui a amené certains auteurs à considérer la procédure de restructuration comme fructueuse (Levasseur et Riffart, 2003)¹. Le problème, dans le cas argentin, est que l'idée n'est pas cohérente avec la réalité de la crise, non seulement parce que le refus du Fonds de déboursier le dernier prêt à l'Argentine est hésitant² et également lié à un désaccord avec les mesures prises par les autorités, mais aussi parce que les montants en jeu sont considérables et qu'en face, les marchés ne sont pas pour autant organisés pour gérer un tel cataclysme (voir infra).

En définitive, le caractère automatique et conséquent des interventions du Fonds dans les années 1990 reflète l'absence de choix, compte tenu de l'impossibilité de décentraliser la gestion de crise en présence d'acteurs désorganisés et nombreux. Paradoxalement, le paradigme officiel de gestion des crises reste confiné dans les solutions de marché. L'ambiguïté tient au fait qu'une telle intervention s'inscrivant dans le paradigme persistant de l'efficacité des marchés, elle est consécutivement partisane, puisqu'il s'agit avant tout de ne pas couper les flux de remboursement et de rembourser, coûte que coûte, les créanciers. La conséquence est la persistance d'un système déficient et d'une restructuration inéquitable en termes de partage des coûts de la crise.

2 • L'inefficacité de la décentralisation : L'iniquité du partage du fardeau de la dette

Nous appréhendons l'inefficacité de la décentralisation de la gestion de la crise telle qu'est prônée en théorie et telle qu'elle se concrétise dans les faits. L'inefficacité de la procédure tient donc, dans une certaine mesure, au caractère *ad hoc* de la décentralisation. Pour autant, nous ne le précisons pas car le troisième chapitre démontrera l'issue contre-productive de la décentralisation, y compris lorsque celle-ci n'est pas biaisée par une intervention extérieure. En outre, l'inefficacité se traduit par l'iniquité du partage des coûts de la crise. Celle-ci se révèle soit dans le phénomène des décennies perdues, qui reflètent la charge surdimensionnée portée par le débiteur (2.1), soit par une montée de l'unilatéralisme de ce dernier (2.2). L'acte unilatéral est effectivement analysé comme une réaction du souverain au poids accru des créanciers dans les négociations.

2.1 • Entre récurrence des décennies perdues pour les débiteurs...

L'inégalité du partage du fardeau aux dépens du débiteur est considérée comme juste dès lors que le débiteur est considéré comme seul responsable de sa défaillance. Nous avons cependant mis en lumière dans la première section le fait que, dans le présent cadre d'analyse, la crise émane d'une double responsabilité. De fait, les coûts de la restructuration doivent être équitablement partagés entre les deux parties responsables afin de pouvoir affirmer qu'une restructuration de la dette est efficace. Or, si une totale décentralisation de la gestion de la crise est impossible, une décentralisation partielle est quant à elle inefficace, voire contreproductive, car elle se traduit précisément par un partage inéquitable des coûts du défaut. Le phénomène de décennie perdue est né officiellement après la crise de 1982. Pour autant, il était tout aussi à l'œuvre au XIX^e (2.1.1) qu'au XX^e siècle (2.1.2).

2.1.1 • Un phénomène à l'œuvre dès la première crise de 1825

Les créanciers, malgré l'immunité souveraine dont est supposé bénéficier le débiteur, ont toujours été en position de force dès lors que leur Etat de résidence jouait un rôle de premier plan sur la scène internationale. Or, les pays latino-américains ayant toujours été dépendants de la première puissance mondiale contemporaine, la plupart de leurs créanciers résidaient au sein de ces dernières. Par conséquent, l'intervention extérieure a toujours joué, plus ou moins directement, en faveur des créanciers et aux dépens du débiteur. A moins que le souverain ne réagisse, une telle gestion de crise s'est souvent traduite par des années de récession et d'isolation financière pour les débiteurs. Après avoir exposé les différents coûts du défaut pour les parties prenantes et la notion d'équité (2.1.1.1), nous verrons que la majeure partie de la charge de la crise a été supportée par le débiteur (2.1.1.2).

1 • Cohen (1996) chiffre par exemple le coût de la perte d'accès aux crédits commerciaux à 10 ou 15% des importations.
2 • Pour une discussion plus détaillée, voir Sturzenegger et Zettelmeyer, 2006.

2.1.1.1 • Les coûts du défaut et la notion d'équité

Sturzenegger et Zettelmeyer (2006) répertorient les différents effets négatifs d'un défaut de paiement pour le débiteur selon la nature et les causes du défaut. Un défaut de paiement entraîne nécessairement des coûts pour le débiteur, ce qui explique leur propension à retarder celui-ci, même lorsqu'il est devenu inévitable. Trois effets sont alors expliqués théoriquement ; la perte d'accès aux financements, l'effet de réputation, qui suscite un renchérissement du coût de l'emprunt, et les sanctions directes, concrétisées par exemple dans la politique de la canonnière (voir supra) ou l'embargo sur le commerce extérieur. On peut y ajouter un dernier coût, qui ne traduit pas l'issue d'un jeu à somme nulle mais celle d'un jeu à somme négative, dans la mesure où celui-ci correspond aux pertes sèches (*deadweight losses*) subies par l'économie débitrice sans pour autant être transférées aux créanciers. Pour Grossman et Van Huick (1988), un défaut survenant après un choc exogène générant un défaut partiel est considéré comme un défaut « excusable » par les créanciers, lesquels n'appliquent alors pas de sanctions directes. En effet, le défaut partiel implique que le débiteur continue de rembourser sa dette à hauteur de ses capacités (i.e. compte tenu de l'état de ses fondamentaux). De fait, les créanciers, supposés efficaces, et qui exercent la majeure partie de l'influence sur le coût du défaut, sont capables d'excuser un tel manquement aux obligations car ils font la différence entre le défaut stratégique et le défaut involontaire. Il est pourtant difficile de distinguer entre les coûts directement liés au défaut et les coûts inhérents au choc économique lui-même. De même, les créanciers distinguent le défaut de la répudiation, qui correspond à l'acte unilatéral d'annulation de la dette par le débiteur. En ce sens, le défaut coûterait moins cher que la répudiation.

A l'échelle empirique, quatre effets sont révélés. Premièrement, Rose (2005, *in* Sturzenegger et Zettelmeyer, 2006) conclut que le défaut nuit au commerce international du pays débiteur. Les échanges entre ce dernier et le pays de résidence des créanciers diminueraient de 8% par an, en moyenne pendant quinze ans. Deuxièmement, le défaut entraîne effectivement, dans la majeure partie des cas, une perte d'accès aux marchés financiers. Généralement, l'accès ne redevient possible qu'après qu'un accord de restructuration ait été trouvé. Mais dans la mesure où un tel accord peut mettre des années à être conclu, l'isolation financière peut nuire très longtemps au pays débiteur¹. Troisièmement, l'augmentation des coûts d'emprunt a, pour sa part, des effets souvent durables en termes d'isolation financière et de récession économique consécutive.

Néanmoins, les auteurs ne s'accordent pas sur l'ampleur exacte d'un tel renchérissement². Enfin, la course à la liquidité, qui se traduit par un reflux massif des capitaux à l'extérieur du pays, a une ampleur supérieure après un défaut qu'en temps « normaux » de crise (i.e. sans survenance d'un défaut). Au final, chaque coût exerce une influence négative sur la croissance du pays. De fait, lorsque plusieurs coûts sont simultanément présents, la récession peut être violente. Si cette récession, accompagnée d'une forte dégradation des conditions de vie de la population débitrice, dure plusieurs années, l'on peut alors parler de « décennie perdue ».

Du côté des créanciers, un défaut de paiement s'avère coûteux en termes de cotation de leurs titres sur le marché secondaire. Le défaut rend effectivement les opérateurs pessimistes sur leurs chances de recouvrement, ce qui entraîne alors une baisse de la valeur des actifs, et donc des pertes en cas de revente. L'offre est dans ce cas très supérieure à la demande. S'ils ne revendent pas, la restructuration modifie de toute façon les termes du contrat et érode le plus souvent l'éventualité d'un remboursement en plein, soit en allégeant la charge de la dette, soit en la différant dans le temps *via* un rééchelonnement. Il convient néanmoins de contrebalancer ce phénomène par l'importance des gains enregistrés par les créanciers durant toute la période d'augmentation de la prime de risque. Un défaut de paiement n'est pas soudain, et le laps de temps entre l'augmentation du risque perçu par les créanciers, qui se traduit par un accroissement de la prime de risque demandée pour détenir de tels titres, et l'annonce du défaut peut être long. Dans ces conditions, les créanciers peuvent tirer profit de l'augmentation des *spreads*, de sorte que la décote *in fine* enregistrée est proportionnellement réduite.

En outre, l'on entend souvent que le fardeau doit être équitablement réparti entre les créanciers, mais plus rarement qu'il doit l'être entre les créanciers et le débiteur. La notion d'équité revêt malheureusement une importance secondaire dans la théorie économique standard (Akerlof et Shiller, 2009). Or, c'est bien cette théorie qui est appliquée dans le champ des crises financières (voir chapitre 2). Akerlof et Shiller (2009) notent que d'autres sciences en possèdent une définition claire, contrairement à la science économique. En sociologie, la notion d'équité est relativement subjective et se réfère à ce qui est considéré comme étant juste ou injuste. Pour la jauger, elle se réfère à la notion de norme, laquelle encadre le comportement des individus et détecte ainsi les comportements déviants. En psychologie sociale, la notion part du principe que chacun reçoit à la hauteur de ce qu'il apporte. Ici également, la subjectivité est à l'œuvre, puisqu'il ne s'agit pas de mesurer

1 • <http://www.dictionnaire-juridique.com/definition/equite.php>

2 • L'aléa moral se définit dans ce cas comme un encouragement implicite au manquement au devoir de diligence des créanciers, dans la mesure où ils sont assurés, *ex post*, d'être préservés d'une large partie des coûts inhérents à la crise. Cette partie sera analysée plus en profondeur dans la deuxième partie de cette thèse.

l'apport en termes monétaires, mais plutôt de se référer à un ensemble plus vaste d'éléments, lequel peut par exemple incorporer le statut social de l'apporteur. Juridiquement enfin, l'équité est le principe modérateur selon lequel chacun est en droit de « prétendre à un traitement juste, égalitaire et raisonnable »¹. Le juge joue alors le rôle de garant de l'équité et peut se soustraire à la loi lorsqu'il doit se déterminer « *ex æquo et bono* », c'est-à-dire lorsqu'il estime que l'application de la loi peut injustement léser l'une des parties. Ainsi, la notion d'équité se réfère à la notion de justice et demande que chacun assume ses responsabilités selon les risques pris. Or, les expériences historiques montrent qu'une double responsabilité est toujours à l'œuvre dans le déclenchement des crises. Dans ces conditions, même s'il est impossible d'établir précisément le degré de responsabilité de chaque partie, le principe d'équité demande au moins que la décote des créanciers n'ait pas comme seul objectif d'être la plus faible possible, mais permette plutôt un retour à la soutenabilité de la dette du débiteur. Une restructuration efficace doit également répondre au principe d'équité entre les créanciers et le débiteur, comme c'est le cas dans la plupart des lois nationales sur les faillites. Elle implique que le partage des coûts ne lèse pas injustement l'une des parties au contrat. Aux Etats-Unis, la procédure de faillite d'entités publiques, traitée dans le chapitre 7 du Code afférant, prévoit, à l'inverse de ce qui est préconisé par les politiques d'ajustement du FMI, que la restructuration ne doit pas empêcher la fourniture des besoins sociaux de base (Hanlon, 2002). Plus généralement, dans le cas de la faillite d'entités privées, les salariés doivent être protégés. Au Canada, il a été proposé que les salaires soient considérés comme des créances privilégiées, devant même les créances extérieures garanties par l'entreprise (Comité sénatorial permanent des banques et du commerce, 2003). Or, aucune disposition de ce type n'existe dans le cadre de la restructuration de la dette souveraine. Le « statut social » du souverain est pourtant particulier, puisqu'il s'agit du garant de la qualité de vie de millions de citoyens vivant déjà, pour la plupart, dans la pauvreté. De fait, une restructuration efficace doit être équitable, au moins pour prévenir le risque moral associé à un traitement préférentiel indu de l'une des parties². En ce sens, une restructuration efficace implique, à côté de la préservation de la valeur des créances, un rétablissement de l'économie débitrice, de sorte que non seulement le niveau d'endettement doit redevenir soutenable, mais la population ne doit pas non plus pâtir d'une limitation de l'accès aux besoins sociaux de base (i.e éducation et santé). La notion d'équité implique alors de prendre en considération, dans les calculs de soutenabilité de la dette, la dimension sociale de celle-ci (Berr et Combarrous, 2007). A

1 • Le Honduras fait défaut dès 1873, le Costa Rica et le Paraguay, en 1874, la Bolivie et le Guatemala, en 1875 et l'Uruguay en 1876 (Marichal, 1989).

côté des dénominateurs comme le PIB ou les exportations, la soutenabilité doit intégrer les postes de dépenses essentielles du gouvernement, ce qui n'est toujours pas le cas.

Après avoir établi les différents degrés de responsabilités à l'œuvre dans le déclenchement de la crise, l'on s'aperçoit néanmoins que le fardeau de la dette incombe davantage au débiteur qu'aux créanciers. Cet argumentaire sur l'iniquité du partage du fardeau, induit par une décentralisation impossible et inefficace, nous servira par la suite à expliquer qu'un rehaussement supplémentaire du pouvoir de négociation des créanciers n'est pas justifié. En termes économiques et sociaux, l'iniquité se traduit, chez le débiteur, par le phénomène de décennie perdue.

2.1.1.2 • La décennie perdue : Une résultante récurrente de la crise

Nous remontons à nouveau vers les premières crises pour montrer que le phénomène de décennie perdue ne date pas de la crise de 1882. Les données datant de la première crise de la dette, en 1825, sont difficiles d'accès. Durant les années 1830 et 1840, aucun accord solide ne parvient à être trouvé (voir annexe 4) et le cours des titres latino-américains sur le marché londonien demeure déprimé. Du côté des débiteurs, durant trente ans, la capacité financière reste dégradée, car non seulement l'accès aux marchés est fermé, mais les échanges extérieurs sont également abouliques. D'autre part, la plupart des climats politiques internes atteignent des sommets explosifs, soit du fait des interventions directes des pays de résidence des créanciers, soit du fait des guerres régionales et civiles. Entre 1820 et 1870, le PIB par habitant ne croît que de 0,1% par an (Maddison, 2001). Consécutivement, la conjoncture économique tombe au plus bas. Du côté des créanciers, la moitié des prêts accordés entre 1850 et 1873 servent à assurer le remboursement des titres en défaut depuis 1825 (Marichal, 1989 ; IADB, 2007, voir annexe 5). D'autre part, les réductions de dette ne sont pas une pratique courante, de sorte que la plupart des remboursements, même différés, incluent les arriérés et se font en plein (IADB, 2007). Par conséquent, les décotes sont mineures.

Après la crise de 1873, les données sont plus accessibles, au moins au niveau des créanciers. Du côté des débiteurs, même si les chiffres exacts de la récession sont vagues, celle-ci est importante pour les plus petites économies puisque ce sont elles, les premières, qui font défaut¹. Les autres, notamment l'Argentine, le Brésil et le Chili, qui tentent de

1 • Le TRI est le taux qui annule la différence entre le prix d'émission d'un titre et la valeur actuelle des flux futurs qu'il génère. Les investisseurs, en Livres sterling comme en dollars, ont réussi de manière assez différente sur le long terme. Le TRI des émissions en livres sterling est relativement proche du taux statutaire. Ce qui est déjà moins le cas pour le TRI de l'échantillon complet des émissions en dollars (comprenant des émissions d'entités privées également). En effet, pour les obligations en dollars, seuls les rendements des prêts en faveur des entreprises privées et des banques affiliées à des gouvernements se sont effectivement effondrés.

rembourser leurs obligations grâce aux exportations, mais au prix d'ajustements internes importants, subissent également un climat économique dégradé. La situation est similaire pour les pays tels que le Mexique, l'Equateur et le Venezuela, qui ont suspendu leurs paiements avant le déclenchement de la crise. Ces derniers ne parviennent pas en effet à contracter de nouvelles sources de financement puisque la conjoncture internationale, tant commerciale que financière, est au plus bas (Marichal, 1989). Le CFBH négocie alors au nom des porteurs et dispose d'une arme de négociation redoutable, celle de leur fermer tout accès au marché londonien sur simple communication. Le comité reflétant avant tout les intérêts des créanciers, aucune remise de dette n'est envisagée, même s'il lui arrive de faire preuve de souplesse. En outre, les chiffres disponibles montrent un taux de croissance annuel moyen de 3.3% en Amérique Latine entre 1870 et 1913 (CEPALC, 2005). S'il est vrai que la crise est plus rapidement résolue que celle de 1825, notamment du fait de la présence du CFBH, il faut cependant noter qu'un tel taux cache des disparités et que la reprise de la conjoncture mondiale, suite à la deuxième Révolution industrielle, contribue à la croissance du PIB dans la région entre 1850 et 1873, puis entre 1880 et 1913. Par ailleurs, malgré un nouvel essor du crédit dans les années 1880 en Europe, l'Amérique Latine en profite de manière inégale. Si le commerce extérieur de l'Argentine, du Brésil, du Mexique ou encore du Chili prend un nouveau départ, celui du Pérou et de la Colombie diminue, tandis que celui des petits pays croît lentement (Marichal, 1989). L'Argentine pâtera d'ailleurs très lourdement de sa politique expansionniste avec la crise de Baring, laquelle atteint le Brésil, et se solde par la restructuration la plus compliquée de l'histoire, jusqu'à celle de 2001. D'autre part, malgré ce taux, la croissance annuelle moyenne du PIB par habitant entre 1870 et 1910 n'atteint que 1,8% (Maddison, 2001). Du côté des créanciers, les rendements réels opérés entre 1850 et 1914 sur les titres de quatre pays latino-américains (l'Argentine, le Brésil, le Chili et le Mexique) ont excédé d'un tiers les rendements anticipés (Eichengreen, 1991). Pour les autres pays, le rendement réel a difficilement atteint le rendement escompté. Pour autant, les auteurs notent que le rendement réel agrégé sur toute la région est resté positif.

Parmi les quatre grandes crises de la dette, celle de 1929 est la crise à l'issue de laquelle les créanciers ont subi la décote la plus importante, notamment en raison des rachats de dette (*buyback*) par les pays débiteurs (voir infra). Néanmoins, ici encore, les rendements réels sont restés positifs. Les estimations de Eichengreen et Portes (1985), portant sur un échantillon des titres souverains, ou garantis par l'Etat, et libellés en dollars,

1 • La valeur des exportations sur toute la zone chute de 64,3% entre 1929 et 1933. Les pays les plus gravement touchés sont Cuba, avec une chute de 70%, et la Bolivie ainsi que le Chili, qui subissent une baisse de plus de 80%. Or, le PIB de la Bolivie est dépendant à hauteur de 80% de ses exportations, tandis que celui du Chili est constitué à presque 40% de ses revenus d'exportation (Fernandez, 2005).

2 • Les auteurs prennent 1929 comme indice de base (100).

donnent un taux de rentabilité interne¹ (TRI) de 3,25%. Du côté des débiteurs, le prix de certaines exportations s'effondre du tiers, d'autres de moitié et d'autres encore des deux tiers¹. Les Etats en cessation de paiement doivent dévaluer leur monnaie et le chômage augmente, jusqu'à toucher parfois la moitié de la population active (Fernandez, 2005). Au final, durant les années 1930, tous les PIB réels par habitant diminuent entre 10 et 30 points, les plus fortes baisses étant enregistrées au Chili et au Nicaragua (Eichengreen et Lindert, 1991)². Si les conséquences de la crise des années 1930 ont donné lieu à un mouvement d'autonomisation qui est parvenu à rétablir certaines conditions de la croissance, celles de la crise de 1982 ont au contraire créé les conditions d'une forte dépendance des économies latino-américaines au FMI et aux marchés financiers extérieurs. En outre, l'issue de la gestion de la crise de 1982 est connue, sous l'angle des débiteurs, sous le nom de décennie perdue.

2.1.2 • La décennie perdue des années 1980 : La conséquence d'une mauvaise gestion de la crise

La décennie perdue des années 1980 est largement imputable à la gestion de la crise de 1982. Le processus de négociation est lui-même biaisé en faveur des créanciers. En effet, non seulement les débiteurs ne peuvent y avoir accès qu'après autorisation du FMI, laquelle dépend de la bonne application de mesures d'ajustement lourdes de conséquences économiques et sociales dans un climat politique tendu, mais les négociations sont, qui plus est, séquentielles, ce qui permet aux banques d'adopter un comportement « coriace » vis-à-vis des débiteurs (Armendariz De Aghion, 1990).

La phase attentiste, patente entre 1982 et 1985, et qui se poursuit malgré le plan Baker jusqu'en 1989, contribue largement à empirer la situation des pays débiteurs tandis qu'elle permet le sauvetage des banques créancières. Les transferts nets de capitaux deviennent négatifs dès 1982 (voir tableau 2). La stratégie des gouvernements des créanciers était effectivement focalisée sur la persistance des flux de remboursement de la part des pays débiteurs.

1 • Les auteurs montrent qu'avec une réduction de dette prenant la forme de cinq annuités sans paiement d'intérêts, lesquelles auraient été annulées et non capitalisées, à un taux de 7%, la réduction aurait équivalu à 31 cents pour chaque dollar de dette. Une telle réduction ne s'appliquant pas aux trois pays les plus lourdement endettés (Brésil, Mexique et Venezuela), le coût d'un tel geste n'aurait correspondu qu'à 15% du capital des plus grandes banques, et à 5% du capital des autres banques. Par ailleurs, l'étude du *Herald Tribune* de 1983 a montré qu'un moratoire sur les paiements du Mexique, du Brésil et de l'Argentine n'aurait fait que perturber le volume des profits des banques américaines les plus engagées, sans pour autant entraîner leur effondrement (*in* Chesnay, 1984).

**Tableau 2 : Transferts nets de pays débiteurs
d'Amérique Latine, 1981-1985**

Année	Entrées nettes de capitaux	–	Paiements des intérêts et bénéfices étrangers	=	Transferts financiers nets
1981	49,1		27,8		21,3
1982	27,6		36,8		-9,2
1983	6,1		34,9		-28,8
1984	11,6		37,1		-25,5
1985*	4,1		36,7		-32,6

Source : Banque Interaméricaine de Développement, 1986, *in* Sachs et Williamson, 1986

* Donnée préliminaire

La période couvrant 1982 à 1985 ne permet en fait qu'un désengagement des banques américaines les plus exposées, alors qu'avec « un minimum de sélectivité, une réduction de la dette pouvait être facilement absorbée par les banques »¹ (Sachs et Williamson, 1986, p.408). Même si elles étaient incitées à refinancer certains prêts, les montants en jeu étaient bien inférieurs aux intérêts qu'elles recevaient, ce qui a permis à certaines banques de faire des bénéfices (voir tableau 3). Pendant sept ans, les décotes, en termes nominaux, sont inférieures à la valeur de marché des dettes. De fait, en valeur marchande, aucune remise de dette n'est accordée (voir tableau 4).

**Tableau 3 : Bénéfices nets des neuf
plus grandes banques américaines : 1980-1987**

Banque	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987a
Citicorp	449	531	723	860	890	998	1058	-999
Bank America	643	445	390	391	346	337	-518	-929
Chase Manhattan	354	412	308	430	406	565	585	-832
Manufacturer's Hanover	229	252	295	337	353	408	411	-1103
J.P. Morgan	342	348	394	460	538	705	873	952
Chemical	174	205	241	301	341	390	402	-703
Security Pacific	181	206	234	264	291	323	386	112
First Interstate	225	236	221	247	276	313	338	-165
Bankers Trust	214	188	223	260	307	371	428	-151
First Chicago	63	119	137	184	86	169	276	-438

Source : Sachs, 1987.

a Projection

**Tableau 4 : Encours de la dette
de quelques pays latino-américains (1989)**

Pays	Dette (en milliards de dollars)	Valeur de marché (en milliards de dollars)	Valeur de marché (en % de la valeur nominale)
Argentine	33,6	6,3	19
Bolivie	0,9	0,1	10
Brésil	62,2	21	34
Chili	11,2	6,6	61
Costa Rica	1,5	0,2	14
Equateur	5,5	0,8	14
Mexique	63,8	24,1	38
Venezuela	22,6	8,2	37

Source : Sachs, 1989.

L'arrivée du plan Baker est trop tardive et ne change pas réellement la situation. L'exposition des banques continue de reculer tandis que la dette des pays débiteurs a doublé entre 1980 et 1989 (voir tableaux 5). L'étude de Gould (2003) sur les influences extérieures de la conditionnalité du FMI montre que la proportion de conditions favorables aux banques dans la conditionnalité du FMI a commencé à augmenter significativement à partir de 1982, jusqu'à atteindre 90% en 1989, juste avant l'arrivée du plan Brady, qui amorce une diminution de cette part.

**Tableau 5 : Dette publique extérieure
des plus grands débiteurs d'Amérique Latine, 1980-1989**

Pays	1980	1982	1989	1980-89	1980	1982	1989	1980-89
	Dette sur exportations			Variation	Dette sur PIB			Variation
Argentine	242,4	447,3	537,0	221,5%	48,4	83,8	129,7	267,9%
Brésil	304,8	395,4	301,6	98,9%	30,6	36,1	24,1	-78,8%
Chili	192,5	335,9	187,7	97,5%	45,2	76,7	78,3	173,2%
Colombie	117,1	204,3	220,8	188,5%	20,9	26,9	45,8	219,1%
Equateur	201,6	281,3	392,3	194,6%	53,8	66,9	112,9	209,8%
Mexique	259,2	311,5	262,9	101,4%	30,3	52,5	51,2	169,0%
Pérou	207,7	294,0	432,2	208,1%	51,0	49,7	70,8	138,8%
Venezuela	131,9	159,8	211,5	160,3%	42,1	42,4	79,9	189,8%

Source : Cohen, 1996.

En outre, la conditionnalité du FMI est fondée sur l'unique responsabilité du débiteur, de sorte que tout le poids de l'ajustement lui incombe. Basée sur l'approche monétaire de la balance des paiements et la théorie de « l'Absorption », la conditionnalité part en effet du principe que l'endettement résulte d'un déséquilibre de la balance des paiements. Cela revient à conclure que le déséquilibre vient d'un excès de la demande et d'un excès de crédit interne, alors financés par l'extérieur. C'est la raison pour laquelle les restrictions budgétaires, la contraction du crédit, notamment par le relèvement des taux d'intérêt, le relèvement de la fiscalité ou encore les privatisations doivent, dans ce cadre, permettre de générer les ressources nécessaires au remboursement de la dette. En outre, déjà critiqué dans les années 1970 (L'Héritau, 1979), ce type de conditionnalité ne parvient pas à réduire le niveau d'endettement. Au contraire, la contrainte extérieure (i.e. la spéculation) n'est absolument pas appréhendée, et les IFI persistent dans la promotion de l'endettement international. La dette extérieure des pays d'Amérique Latine continue donc de croître, passant de 200 milliards de dollars en 1980 à 260 en 1985, avant d'arriver à 280 milliards en 1990 (CEPALC, 2003). La situation économique et sociale sur l'ensemble de la région est pourtant préoccupante. Entre 1981 et 1989, le revenu par habitant diminue de 3,1%, et le PIB réel par habitant, qui avait augmenté de 3% entre 1960 et 1979, puis de nouveau de 3% entre 1970 et 1979, enregistre une baisse de 1% entre 1980 et 1989, avec un pic atteignant presque -5% en 1983 (PNUD, 1991). Simultanément, les termes de l'échange continuent de se dégrader, les ratios de la dette par rapport aux exportations explosent entre 1981 et 1985, et la situation d'hyperinflation aggrave la situation, comme au Brésil (934% en 1988), en Argentine ou encore au Pérou, où le taux d'inflation s'évalue en plusieurs milliers de pourcents en 1989 (Sachs, 1989). La conséquence logique de ce marasme est, comme dans les années 1930, l'instabilité politique (Banque Mondiale, 1991). Lorsque le plan Brady amorce un allègement de la dette, de l'ordre de 20 à 30%, il est déjà trop tard. Krugman (1988) avait prévenu qu'à moins d'une réduction minimale de 40%, la situation ne pouvait s'améliorer. En outre, les options du plan avaient déjà commencé à être utilisées avant l'intervention de Brady, et il n'existe aucune corrélation entre le plan et la faible amélioration des indicateurs économiques de certains pays l'ayant intégré (Vasquez, 1996). Au contraire, la valeur des dettes échangées dans le cadre du plan Brady était finalement plus élevée que celle des dettes échangées par les pays non inclus dans le plan (Bulow et Rogoff, 1990). Les banques n'ont pas vraiment été impliquées, d'autant qu'elles sont, à ce moment-là, déjà recapitalisées. Les pays débiteurs, qui subissent

1 • Equivalent dollars de 1981.

2 • Les pertes sont évaluées sur la base de la valeur de marché des nouveaux instruments et de la valeur des anciens immédiatement après l'échange.

3 • Les remises de dette réelles sont évaluées selon le taux d'intérêt auquel le débiteur peut se financer en période normale. Or, les taux d'intérêt post-restructuration demeurent supérieurs aux taux prévalant avant l'échange.

de leur côté les affres des plans d'ajustement, ne font en fait que changer de créanciers, auxquels se mêlent désormais les institutions multilatérales et les marchés financiers. Pour les créanciers, le taux de rendement nominal moyen entre 1970 et 1992 a été de 8%, soit un taux réel de 2,1% (Klingen, 1995, *in* Eichengreen et al., 1995). Au final, entre 1981 et 1999, le service de la dette de l'Amérique Latine et des Caraïbes ne diminue pas, mais augmente. De plus de 45 milliards de dollars en 1980, il passe à presque 48 milliards en 1985, 49,5 en 1989, 52,4 en 1992, 80 en 1995 pour arriver à 161,5 milliards de dollars en 1999 (Alternative Sud, 2002).

La violence de la récession traduit l'iniquité dans le partage du fardeau de la dette. En outre, Barthélemy et Vourc'h (1994) ont estimé qu'entre 1985 et 1989, le fardeau supporté par les créanciers dans les pays lourdement endettés à revenus intermédiaires, dont fait partie l'Amérique Latine, s'est élevé à 44 milliards de dollars¹. De leur côté, les débiteurs ont supporté un fardeau d'environ 580 milliards de dollars, soit plus de treize fois supérieur. Dans les pays à revenus intermédiaires modérément endettés, le partage du fardeau du côté des créanciers a été négatif, de sorte que les créanciers ont finalement réalisé un gain. En outre, la récession émane d'une décentralisation biaisée de la gestion de la crise, qui se traduit par des interventions timides mais tout de même partisans. Si le premier diagnostic de crise, tablant sur l'illiquidité, était risqué au vu de l'ampleur de l'encours de la dette et du comportement des banques, sa persistance avec le plan Baker était quant à elle saugrenue.

Finalement, ni la décentralisation, ni les timides interventions extérieures n'auront eu raison de la crise. La principale faille était donc, déjà à l'époque, l'absence d'un véritable mécanisme de restructuration prévisible et ordonné. Comparativement aux années 1980, les années 1990 ne se sont pas vraiment déroulées sous de meilleurs auspices. Le taux de croissance annuel moyen du PIB réel par habitant durant les années 1990 n'a atteint que 1,4% (Weistbrot et Rosnivk, 2003). Les crises financières à répétition, et les effets de contagion horizontale, sont à l'origine de ce faible taux. Ainsi peut-on parler d'une deuxième décennie perdue durant les années 1990. En outre, Sturzenegger et Zettelmeyer (2007) ont comparé les pertes des créanciers aux remises de dette favorables aux débiteurs entre 1998 et 2005. Globalement, si les créanciers ont enregistré des pertes comprises entre 15 et 70% de leurs créances², et si l'ampleur des remises de dette varie largement selon les débiteurs et les conditions de la restructuration³, « les réductions de dette sont quasiment toujours inférieures aux pertes enregistrées par les créanciers » (op. cit. p.11).

Episodiquement néanmoins, le souverain a pu réagir en tant que tel et ainsi résoudre une crise de manière unilatérale. Nous analysons ces épisodes de répudiation sous l'angle d'une tentative d'insurrection contre l'impérialisme des grandes puissances d'abord, et des marchés financiers ensuite.

2.2 • ... Et montée ponctuelle de l'unilatéralisme comme réaction souveraine

La montée de l'unilatéralisme traduit un regain de souveraineté consistant à s'autonomiser vis-à-vis de l'autocrate. Ces soubresauts sont parsemés au cours de l'histoire, car il ne s'agit à chaque fois que d'un pays ou d'un petit groupe de pays. Elle se traduit par la répudiation, qui est l'acte d'annulation unilatérale de sa dette par le débiteur. Selon notre analyse, la répudiation peut prendre deux formes ; la répudiation *de facto* et la répudiation *de jure*. La première forme n'est pas motivée, et s'apparente à la répudiation uniquement parce que dans les faits, elle a pour conséquence de réduire la valeur de la dette sans concertation avec les créanciers. Elle se produit en situation de crise, et peut s'exprimer soit à travers le rachat unilatéral des titres de dettes, soit à travers une offre d'échange unilatérale, comme dans les années 1930 et en 2005 en Argentine (2.2.1). La deuxième peut survenir hors contexte de crise et être motivée soit politiquement, soit juridiquement, comme en témoignent respectivement le cas mexicain au XIX^e siècle et le cas équatorien au XXI^e (2.2.2). Si la répudiation *de facto* constitue avant tout une tentative de dernier recours pour solutionner une crise, celle *de jure* traduit davantage la volonté d'un retour à la souveraineté nationale. Les deux représentent néanmoins, chacune à leur manière, une réaction face à la relation de dépendance qui lie le débiteur à ses créanciers ainsi qu'à l'iniquité systématique du partage du fardeau de la dette malgré la double responsabilité en jeu.

2.2.1 • La répudiation *de facto* : Un unilatéralisme de dernier ressort face à l'iniquité du partage du fardeau

Un constat récurrent, suite à la plupart des crises, est la persistance des flux de remboursements des débiteurs malgré leur insolvabilité avérée. Toutes les analyses post-

1 • Roosevelt refuse d'entraver le commerce des débiteurs, argumentant qu'un tel blocus nuirait d'autant plus aux capacités de remboursement. Quant au gouvernement britannique, il reproche à ses investisseurs d'avoir préféré des investissements étrangers, risqués et à haut rendements, à des placements moins fructueux dans les bons nationaux du Trésor (Eichengreen et Lindert, 1991).

crise, de 1825 à 2001, montrent qu'à chaque fois, les débiteurs ont tenté d'éviter le défaut. La montée de l'unilatéralisme ne se traduit donc pas au niveau du défaut lui-même, mais de la gestion du défaut une fois celui-ci annoncé. Le rachat des titres de dette sur le marché secondaire par le gouvernement débiteur représentant un acte unilatéral et une pratique illégale, il peut donc intégrer les cas de répudiation partielle *de facto* (2.2.1.1). Une deuxième pratique consiste à imposer les termes d'accord de restructuration aux créanciers à travers une offre « à prendre ou à laisser », sachant que « laisser » implique le non recouvrement des créances (2.2.1.2). Là encore, l'acte est unilatéral et en pratique illégal, et représente donc une forme de répudiation partielle *de facto*.

2.2.1.1 • Le rachat unilatéral de la dette comme conséquence de l'abandon des débiteurs : Le cas de la crise de 1929

A partir de 1929, malgré la crise qui touche en premier les pays latino-américains, tous les pays de la zone parviennent non seulement à maintenir les paiements au titre du service de leur dette extérieure pendant deux ans, mais également à laisser les entreprises étrangères, implantées sur leur territoire, rapatrier les profits dans leur pays d'origine. Aucun pays ne fait défaut avant la Bolivie, au début de l'année 1931, alors que les tensions s'aggravent depuis 1928. Entre 1930 et 1932, quasiment tous les pays de la zone vont devoir faire face à divers coups d'Etat et révoltes civiles. La grande majorité de la dette est due à des créanciers nord-américains, ce qui affaiblit le pouvoir de négociation du CFBH britannique. Du côté américain, les restructurations sont menées par des comités formés de manière *ad hoc* en réponse à des défauts individuels. Ces associations utilisent la publicité des journaux ainsi que des agents payés à la commission pour garantir les dépôts et enregistrer les obligations. Cette compétition accrue encourage les comités et leurs agents à faire des promesses extravagantes et de fait intenable à leurs clients (Marichal, 1989). Très vite, les débiteurs ne parviennent plus à distinguer entre les véritables comités spécialement organisés et les leurres. Il convient ensuite de rappeler que l'organisation du FBPC et les relations avec son homologue britannique sont quelque peu chaotiques, alors qu'aucun gouvernement n'est prêt à intervenir en faveur de ses membres¹. Parallèlement aux diverses négociations bilatérales, aucune des propositions de la communauté officielle internationale n'est politiquement relayée. Au final, « ces pays ont été abandonnés avec

une dette en forte augmentation, des moyens de paiement sévèrement réduits et aucun instrument disponible pour négocier un règlement international de la crise » (Jorgensen et Sachs, 1988, p.26).

Devant une telle impasse, les débiteurs décident d'agir unilatéralement. Certains rachètent leurs propres titres de dette à leur valeur de marché. La panique des créanciers quant aux éventuelles cessations de paiement en cascade a en outre très vite érodé la valeur des titres, parfois de plus de 75%. Le Pérou est le débiteur ayant le plus bénéficié de cette stratégie, rachetant 31% de son principal en défaut pour un prix moyen de 21 cents pour un dollar (Eichengreen et Portes, 1989). Au final, le quart du total des rachats de dettes a été opéré dès les premières années de la crise, lorsque l'Amérique Latine était encore abandonnée à son sort. D'autres, dans le cadre des négociations bilatérales et décentralisées, font des offres unilatérales de restructuration, réduisant rondement la valeur du principal et des intérêts. Cette imposition des termes de la restructuration est alors définie comme une répudiation partielle, dans la mesure où si les flux de remboursements reprennent, la décote de la valeur des créances est importante et émane d'un acte unilatéral. À la fin des années 1930, la capacité de la zone à servir les intérêts sur leur dette restante commence à s'améliorer. Pour autant, les négociations engagées avec les créanciers, tous débiteurs souverains confondus, ont pris en moyenne un quart de siècle pour être totalement abouties.

La décentralisation effectivement opérée dans les premiers temps de la crise s'apparente davantage à un abandon des débiteurs et des créanciers à leur sort. Or, la crise étant de nature systémique, une gestion délocalisée et parcellaire ne peut aboutir. Les pays débiteurs, souverains, peuvent alors tirer parti du laxisme de la communauté officielle internationale pour solutionner eux-mêmes leur situation. Pour autant, si une partie de la crise est solutionnée, les débiteurs n'échappent pas à la récession des années 1930.

Etant donnée l'ampleur de la crise des années 1930, les offres unilatérales d'échange n'ont pas soulevé de contestations majeures. L'offre argentine de 2005, en revanche, a été médiatiquement suivie et a jeté un froid sur la communauté financière internationale, les juges privés ayant supplanté le pouvoir suprême du FMI.

-
- 1 • L'évasion fiscale va rapidement réduire les ressources du gouvernement de moitié.
 - 2 • Le quota de retrait imposé aux résidents attise la colère des plus pauvres, qui s'organisent dans la rue de manière de plus en plus violente. Il faut rappeler que la baisse des salaires dans la fonction publique et l'augmentation de la TVA de 14 à 21 % vient de faire exploser la pauvreté.
 - 3 • Qui a garanti un prêt de 250 milliards de dollars en 1999.
 - 4 • L'ensemble de l'encours extérieur se partageait entre 7 devises différentes (50% en dollars, 34% en euros) et 8 juridictions différentes : notamment 50% sous loi new-yorkaise sans clauses d'action collective (CAC), 19% sous loi anglaise avec CAC, et 11% sous loi argentine. Les *Brady bonds* émis à l'issue de la crise de la dette des années 1980 représentent pour leur part 6,5% du total. Les détenteurs de ces titres étaient à 38,4% argentins (notamment les banques et les fonds de pension), 9% étaient des fonds d'investissement américains, et 31% des petits porteurs allemands, suisses et surtout italiens (Sgard, 2005).
 - 5 • On comptabilise une trentaine de morts durant les manifestations de décembre 2001.

2.2.1.2 • L'offre d'échange unilatérale comme issue à des négociations interminables : Le cas argentin de 2005

Durant le régime dictatorial de 1976 à 1983, notamment cautionné par un prêt du FMI, la dette extérieure de l'Argentine est multipliée par plus de cinq, passant de 8 à 44 milliards de dollars (Husson, 2002). A l'issue de la décennie perdue des années 1980, l'inflation atteint des pics de 3000%. L'Argentine intègre alors les accords Brady, se place sous tutelle du FMI et, en 1991, adopte le *currency board*, avec une parité peso/dollar de un. La situation économique s'améliore dans un premier temps et la LF se met en place, de manière brutale, encore une fois¹. Les comptes de capitaux sont ouverts et, comme dans le cas mexicain, les privatisations en masse doivent attirer les dollars afin de compenser l'émission de pesos (Damill et al., 2005). Au début des années 2000, 40% des entreprises et 90% des banques ont été vendues aux étrangers. Même le système de sécurité sociale a été privatisé. L'Argentine connaît d'abord les relents de la crise mexicaine de 1994, avec une baisse des entrées de capitaux, laquelle affaiblit la confiance des marchés dans le régime monétaire dès 1995. Mais c'est surtout la crise brésilienne de 1999 qui va avoir raison de l'économie argentine. 40% des exportations argentines sont destinées au Brésil, et celui-ci, largement touché par la crise asiatique, puis russe, vient de dévaluer drastiquement le real. Le commerce argentin, déjà pénalisé par la force d'un peso strictement aligné sur le dollar, s'en trouve fortement affecté. A l'extérieur, après les crises de la deuxième moitié des années 1990, les marchés sont devenus d'autant plus méfiants à l'égard des économies émergentes. Or, la viabilité du *currency board* est remise en question par la libre mobilité des capitaux et le contexte politique est tendu, la population ne tolérant plus les mesures d'ajustement du FMI². La méfiance des marchés s'accroît, et la crise éclate en novembre 2001.

Ce sont ici les conditions de la restructuration qui sont remarquables. L'Argentine, d'abord élève modèle surfinancé par le FMI et la Banque mondiale³, se retrouve seule à négocier avec une foule de créanciers en panique et peu disposés au compromis. 178 produits financiers sont en jeu, pour un montant total de dette extérieure souveraine de 82 milliards de dollars, distribués entre huit juridictions différentes⁴ (Sgard, 2009). Les retraits massifs sont stoppés tardivement par la mise en place d'un contrôle des changes, mais la situation demeure critique. L'Argentine se retrouve littéralement isolée, ruinée et en proie

1 • Jusqu'à la dette grecque, actuellement en restructuration.

2 • Trois types de bonds sont proposés, le *Bono Par* sans réduction du capital mais à un taux d'intérêt réduit du triple et une échéance allongée, le *Bono Cuasi*, avec une réduction de 30% du principal et un allongement du calendrier, et le *Bono de Descuento*, prévoyant quant à lui une réduction de 70%.

à de graves tensions civiles⁵. En effet, le pays, en défaut de paiement sur la dette souveraine la plus importante de l'Histoire¹, tente de tenir tête aux marchés désorganisés qui lui ont fermé tout accès, affronte une récession de presque 12% du PIB en 2002, sort du *currency board* pour relancer ses exportations par la dévaluation, mais ne parvient pas à négocier un plan de sortie avec ses créanciers. Parallèlement, ses relations avec le FMI et le Trésor américain s'enveniment. Entre 2002 et 2004, le rendement des titres argentins correspond à la moitié de celui des titres émis par l'Amérique Latine en général. L'organisation des créanciers est chaotique et peu solidaire. Vingt-et-un comités de porteurs sont montés, avec chacun des intérêts bien distincts, si bien que chaque offre est immédiatement refusée.

Nestor Kirchner, élu président de la République argentine en mai 2003, décide alors en 2004 d'adopter une politique de rupture avec les créanciers. La conversion des dettes prévoit une réduction du capital de 75% d'abord, puis de 65%. Les comités de créanciers refusent. Ils pensent avoir un poids, et réclament le soutien du FMI et des Etats-Unis. Le soutien est accordé et les relations entre l'Argentine et le monde de la finance créancière s'empoisonnent davantage, même si le prêt du FMI est reconduit pour trois ans (Aglietta, 2004). Les négociations sont difficiles et les modalités de la conversion sont annoncées en janvier 2005². En cas de refus, la dette sera tout bonnement répudiée (Shapiro et Pham, 2006), et le gouvernement en vient à se lier juridiquement les mains pour tenir sa promesse (Sgard, 2009). Le service de la dette reprend immédiatement, mais les intérêts sur la dette en défaut depuis 2001 ont été répudiés et les investisseurs ont perdu entre 60 et 70% de la valeur de leur placement. Finalement, 76,15% des détenteurs de la dette argentine finissent par accepter l'offre (FMI, 2005), après avoir essuyé, malgré l'appui du FMI, une fin de non-recevoir de leurs plaintes auprès des tribunaux new-yorkais. Le gouvernement a retenu certaines leçons fondamentales de la crise. Une partie des nouveaux titres est effectivement indexée sur le PIB de l'économie, 40% du nouveau stock de la dette du gouvernement central sont désormais libellés en pesos, et les nouveaux titres émis à court terme offrent un rendement bien inférieur à ceux qu'ils ont pu offrir auparavant (2,08% contre 5,96%).

Globalement, l'Etat argentin s'est retrouvé quasiment seul dans un étau constitué d'un côté de ses nombreux créanciers en proie à la panique et, de l'autre, d'une révolte populaire de grande ampleur. Le choix cornélien qui s'impose implicitement à chaque Etat qui se déclare en défaut de paiement a ici été révélé au grand jour. Comme le soulignera Marc Flandreau peu de temps après, « la répudiation de la dette n'est pas un vain procédé.

L'Etat doit choisir ceux qu'il va spolier. Les créanciers financiers? ou les assurés sociaux? » (*in* Plassart, 2006). Les cinq gouvernements qui se sont succédés entre 2001 et 2003 avaient spolié leurs assurés sociaux en s'endettant en interne pour financer l'encours extérieur. Devant l'ampleur de la colère populaire, le dernier a opéré un revirement. Si le FMI a considéré que l'offre argentine n'était pas viable (Sgard, 2005a), la croissance économique n'a attendu que quelques mois avant de repartir (8% environ dès 2005), et les investisseurs étaient de retour quelques mois après l'échange de titres. Avec un tel comportement, l'Argentine a lancé un mouvement régional d'autonomisation vis-à-vis des marchés et des IFI, traduisant bien l'explosion d'une soupape de sécurité qui bouillait depuis la grande crise de la dette des années 1980, voire depuis des siècles. Elle a révélé au grand jour la colère des débiteurs face aux effets pervers des procédures de restructuration trop favorables aux créanciers. Des dissymétries qui ont toujours existé, mais qui se sont considérablement complexifiées après le mouvement de LF. Ces dissymétries existent également dans la relation d'endettement, ce qui peut amener certains Etats à répudier leur dette hors contexte de crise. Ce type de répudiation, politiquement ou juridiquement motivée, est alors dite *de jure*, et exprime la volonté d'un retour à une souveraineté effective de l'Etat par rapport à l'hégémon du moment.

2.2.2 • La répudiation *de jure* : L'expression d'un retour à la souveraineté face aux relations de dépendance

La répudiation *de jure*, traduite par la cessation unilatérale et définitive de toute ou partie des remboursements, s'apparente davantage à une réaction politique qu'économique. Compte tenu de la relation de dépendance qui a lié les Etats latino-américains à d'autres Etats, puis au système financier international, les exemples de répudiations sont rares. Mais pas inexistantes. Une dette n'est jamais répudiée dans sa totalité, mais la partie qui l'est est souvent motivée. A ce jour, les deux exemples les plus éminents sont le cas mexicain de 1883, qui ouvre la voie à la doctrine de la dette odieuse (2.2.2.1), et le cas équatorien de 2008, qui l'utilise explicitement dans sa forme mineure ; la dette illégitime (2.2.2.2).

-
- 1 • Au moment où le surendettement du régime Miramon était patent, Jecker, banquier et spéculateur suisse, lui avait proposé un prêt « à un taux trois ou quatre cents fois usuraire, tout au plus quinze cent mille francs au gouvernement du général Miramon, qui lui avait en échange reconnu soixante-quinze millions » (Rocheport H, *Aventures de ma vie*, 1^{er} vol., *in* Michel, 1978). Juárez ayant réfuté la légitimité d'une telle créance, Jecker avait demandé le soutien du gouvernement français pour la recouvrer, ce qui lui avait été accordé compte tenu de ses relations avec le pouvoir.
- 2 • Elle comprend également la créance Jecker.

2.2.2.1 • Un premier cas officiel de dette odieuse : La répudiation de la dette franco-mexicaine

En 1927, Alexander Sack, ancien ministre de Nicolas II et professeur de droit à Paris, définit officiellement un concept apparu avec la décolonisation de l'Amérique Latine. Une dette est considérée odieuse si elle a été contractée par « un pouvoir despotique [...] non pas pour les besoins et dans les intérêts de l'Etat, mais pour fortifier son régime despotique, pour réprimer la population qui le combat, etc. » (Sack, 1927, p.154). Une telle dette doit de fait tomber avec le régime qui l'a contractée, « en particulier si les créanciers avaient connaissance de cet état de fait » (Kremer et Jayachandran, 2002). Le Mexique est précurseur de la répudiation d'une dette dite odieuse.

L'expédition française au Mexique se conclut par l'installation de Maximilien au pouvoir par Napoléon III. Durant le règne de Maximilien, l'encours de la dette explose et les caisses publiques se vident. L'expédition faisait suite à la décision de Juárez de répudier une partie de la dette du pays contractée illégalement par Miramón, dont la fameuse créance Jecker¹. La dette consécutivement exorbitante, bien que réduite, sera reconnue par Maximilien². A cela s'ajoute diverses malversations. La France, refusant de s'investir outre mesure dans la reconstruction de l'économie mexicaine, ne contractera pas, comme cela aurait dû être fait, un prêt en faveur du Mexique assorti d'une garantie française. A l'inverse, le pouvoir français ira jusqu'à contracter un emprunt en faveur de la France, mais au nom du Mexique (Détroyat, 1868). La position de Maximilien s'affaiblit sous le double effet des mauvaises relations avec la France et de la volonté des Etats-Unis de s'accaparer quelques ressources mexicaines. Mais c'est surtout le traité de Miramar, signé avec la France au milieu des années 1860, qui sonne le glas du régime de Maximilien. Le traité prévoit une réduction progressive mais drastique des troupes françaises au Mexique, au moment même où la colère de la population devient justement de plus en plus violente. Au niveau financier, le traité impose au gouvernement de Maximilien de financer le coût de l'expédition française et le salaire de l'armée présente sur place, soit une « indemnisation » annuelle de 25 millions de francs, payables au comptant (Kératry, 1868). Lorsque Maximilien réalise qu'il est cerné à la fois par la France et par la population mexicaine, il menace d'abdiquer. Mais il est trop tard, il est appréhendé par les forces révolutionnaires et exécuté sur ordre de Juárez, qui a entre temps repris les rênes du pouvoir. Juárez refuse d'honorer les créances de la dictature de Maximilien. Parue après sa mort, « la loi du 18 juin 1883, dite loi sur le règlement de la

dette nationale, répudié effectivement les dettes contractées de 1857 à 1860 et de 1863 à 1867 » (Tamen, 2004, p.10).

La présence des Etats-Unis prévient toute réaction de Napoléon III. C'est la première fois en Amérique Latine qu'un Etat répudie sa dette. Nombreuses sont les dettes odieuses, mais peu de gouvernements ont le courage de les annuler unilatéralement. Ce cas se présentera à nouveau, après la décolonisation de Cuba, en 1898, à cela près que la dette ne sera pas répudiée par le gouvernement cubain, mais par les nouveaux colons ; les Etats-Unis. Le motif n'était pas explicitement la dette odieuse, mais le fait que la Couronne espagnole devait assumer les risques qu'elle avait délibérément pris en contractant ces prêts. A nouveau en 1923, le président de la Cour suprême des Etats-Unis annule la dette du Costa-Rica, motivant sa décision par le fait que la dette n'a aucunement servi les intérêts du pays. Enfin, sans invoquer la doctrine de la dette odieuse, de peur que d'autres pays surendettés s'en réclament, les Etats-Unis ont annulé la dette irakienne fin 2004 pour ne pas avoir à la rembourser. Ainsi, jusqu'à l'Equateur en 2008, aucun gouvernement n'a annulé de manière autonome une telle dette.

2.2.2.2 L'utilisation de la doctrine de la dette illégitime : Le cas de l'Equateur en 2008

Sack (1927) classe dans la catégorie des dettes illégitimes « les emprunts contractés dans des vues manifestement intéressées et personnelles des membres du gouvernement ou des personnes et groupements liés au gouvernement, des vues qui n'ont aucun rapport aux intérêts de l'État » (p.155). Ces dettes sont particulièrement difficiles à faire émerger dans la mesure où la définition est vague et, de fait, sujette à interprétations. Juridiquement, elles devraient répondre à la notion de fraude, soit un « acte qui a été réalisé en utilisant des moyens déloyaux destinés à surprendre un consentement, à obtenir un avantage matériel ou moral indu ou réalisé avec l'intention d'échapper à l'exécution des Lois »¹. Un nombre conséquent de contrats répond à cette définition, en tout lieu et en tout temps, et leur révélation, rare, dépend d'une volonté politique extraordinaire. Le terme apparaît officiellement dans les mots du juge fédéral argentin en 2000, qui déclare illégitimes les dettes contractées durant la dictature (Hanlon, 2006). Le président équatorien, Rafael Correa utilise la doctrine en 2008 pour répudier 40% de la dette issue de la restructuration de 1999. Néanmoins, les motivations profondes d'un tel acte remontent à des faits plus éloignés dans le temps.

1 • D'abord, la baisse du cours du pétrole, produit sur lequel les IFI ont basé le processus de croissance du pays (Lenseigne et al., 1991), provoque un manque à gagner de 3,5% du PIB. Ensuite, les coûts liés au phénomène El Niño (13% du PIB) laissent encore des traces sur le budget public ainsi que sur la confiance des marchés. Enfin, la crise asiatique, puis la crise russe, stoppent soudainement les flux de capitaux à destination des pays émergents.

2 • Comportant une pénalité de 30% si le retard survient lors des trois premières années, 20% à partir de la quatrième année et 10% après la septième année.

Comme la plupart des pays latino-américains, l'Équateur a connu une longue période de dictature, de 1968 à 1979, pendant laquelle la dette externe publique a été multipliée par huit et la dette externe privée, par trente-sept. Le pays se déclare en défaut de paiements en 1983. Le FMI et la Banque mondiale font pression sur le gouvernement afin qu'il accepte le plan de « sucrétisation », consistant à garantir les dettes privées, lequel multiplie la dette publique par six. En outre, aucun contrôle n'ayant été effectué quant à savoir si ces dettes avaient déjà été honorées ou non, l'État a pu reprendre des dettes fictives (Bouchat et al., 2008). Le pays est alors soumis aux politiques d'ajustement structurel sous l'égide du plan Brady, et entre 1980 et 2000, le PIB équatorien n'augmente que de 2% par an, tandis que le PIB par habitant baisse de 0,5% par an. La LF est encore une fois abrupte, et les opérations *off-shore* vont bon train (Sturzenegger et Zettelmeyer, 2006). En 1997, la moitié des crédits bancaires est libellée en devises étrangères et est de fait vulnérable à une potentielle dépréciation de la devise nationale. Or, en 1998, trois chocs extérieurs viennent frapper l'Équateur, ce qui provoque des tensions sur le change et érode la confiance des créanciers du pays¹. De fait, en avril 1998, seule, la fermeture d'une petite banque équatorienne provoque une course à la liquidité qui marque le début d'une crise bancaire, laquelle se transforme rapidement en une crise systémique interne sans précédent. En 1999, l'Équateur est le premier pays à faire défaut sur ses obligations Brady, dont les conditions de rédaction ont impliqué une augmentation de 294% du service de la dette entre 1995 et 2008. Le 13 mars 2000, la « Loi de transformation économique de l'Équateur » formalise la dollarisation du pays, qui perd de fait toute marge de manœuvre monétaire. L'État va ensuite de nouveau devoir faire face à une restructuration de sa dette souveraine, sous forme d'échange de titres. Acosta (2003) parle alors d'un « merveilleux hold-up ». Car si l'échange se déroule dans le calme, les créanciers bénéficient effectivement de nombreux avantages. Ils reçoivent d'abord, avant échéance, les bons du Trésor américain achetés par emprunt pour garantir les bons Brady après la restructuration de 1994, pour un montant de 722 milliards de dollars (Acosta, 2005). Ils encaissent ensuite le montant des intérêts échus, soit 883 millions de dollars, payés au comptant. Parallèlement, le gouvernement, pour convaincre les créanciers, s'auto-impose des sanctions en cas de retard dans les paiements². La « gestion active de la dette » (Acosta, 2005, p.6) demande enfin que le Gouvernement rachète les titres sur le marché secondaire pour maintenir leur cours à un niveau jugé convenable par les créanciers. Dans ces conditions, la pratique n'est plus considérée illégale. Le FMI reprend alors les affaires de l'Équateur en main. Concernant la discipline budgétaire et fiscale, il impose notamment un gel des salaires et 30 000 licenciements dans le secteur public, la compression du budget des

1 • El Fondo de Estabilizaciòn, Inversìon y Reduccìon del Endeudamiento Pùblico.

2 • Notamment en faveur de l'éducation, de la santé, des infrastructures et de la recherche et développement.

3 • Entre 1984 et 2000, année du paroxysme de la crise bancaire, sept Présidents s'étaient déjà succédés. Deux seulement ont vu leur mandat arriver à terme. La plupart avaient été renversés par la colère des foules, certains remplacés par leur vice-président, et l'un est devenu fou.

4 • Comisiòn para la auditoria integral del crédito pùblico. La CEIDEX avait déjà été créée dans ce but, mais non seulement elle n'avait eu que six mois pour rendre ses conclusions, lesquelles ne pouvaient dès lors être fiables, mais en plus, contrairement à la CAIC, elle ne bénéficiait pas du pouvoir de lancer des procédures judiciaires à l'encontre des responsables des irrégularités commises dans la rédaction des contrats de dette.

services sociaux, notamment ceux de la santé et de l'éducation, et la généralisation de la TVA. En 2002, un Fonds de stabilisation, d'investissement et de réduction de l'endettement public (FEIREP¹) est créé afin d'accueillir 70% des recettes d'exportations de pétrole et de bananes à destination du remboursement des créanciers (Bouchat et al., 2008).

Raphaël Correa, le ministre des Finances en 2005, tente de renverser le budget du FEIREP alloué au service de la dette en arbitrando en faveur des dépenses sociales². Néanmoins, les pressions de la Banque mondiale, consistant à bloquer le déboursement d'un prêt de 100 millions de dollars prévu pour l'Equateur, le poussent à démissionner de ses fonctions. Le chaos populaire intérieur avait fait se succéder, entre 1999 et 2005, quatre présidents, et aucun n'avait pu terminer son mandat³. Une fois élu Président, en 2006, Correa instaure une commission indépendante d'audit de la dette publique (la CAIC⁴). La CAIC rend son rapport en septembre 2008, signalant le caractère « illégitime » de nombreux contrats de dette. Cette illégitimité émane notamment de nombreux documents antidatés, de contrats non consentis par le gouvernement de l'époque et de contrats de dette dont la destination du financement n'a pas été respectée (Perez, 2008). En décembre 2008, Correa annonce la répudiation de 40% de la dette équatorienne liée aux *bonos* Global 12 et 30, les titres échangés dans le cadre de la restructuration de 1999. L'issue de la restructuration avait ainsi laissé Correa amer, alors même que celle-ci avait été saluée par une large partie de la littérature (Levasseur et Riffart, 2003, Roubini et Setser, 2004 ; Sturzenegger et Zettelmeyer, 2006). Les *spreads* ont pu atteindre 2800 points de base en août 2009, faisant de l'Equateur le pays le plus risqué d'Amérique Latine (Ministère des Affaires étrangères et européennes, 2009). Néanmoins, l'opération de rachat de la dette a été réalisée avec succès en juin 2009, et 91% des détenteurs des bons jugés illégitimes ont accepté la révision de la valeur faciale de ces titres au tiers de leur valeur nominale.

Si le taux de croissance du PIB diminue brutalement entre 2008 et 2009 et devient ensuite négatif, non seulement les causes sont également attribuables à la crise financière de 2007, qui a d'abord frappé l'Amérique Latine, mais il repart, qui plus est, en 2010 pour atteindre son niveau de 2008 (Banque Mondiale, 2011). Le PIB par habitant, en parité de pouvoir d'achat et en USD, a également augmenté entre 2008 et 2010, faisant diminuer le taux de pauvreté. L'Equateur est un petit pays dollarisé. En termes économiques, la répudiation de sa dette est donc quasiment passée inaperçue, mais l'acte politique n'en demeure pas moins fort. Il s'aligne en outre sur la mouvance qui s'est emparée de la région depuis la crise argentine et qui a conduit les Etats à privilégier leur population par rapport aux créanciers extérieurs.

Conclusion de section

Cette deuxième section a montré que la décentralisation, telle qu'opérée en pratique, n'est ni praticable, ni efficace. Sur le premier point, l'intervention systématique d'une tierce partie, malgré l'affichage d'une intention inverse, démontre l'impossibilité de décentraliser les négociations, notamment lorsque la crise est systémique. Sur le second point, l'aspect contre-productif d'une telle procédure vient de l'iniquité du partage du fardeau de la dette qu'elle engendre. En outre, cette iniquité se traduit soit par une ou plusieurs décennies perdues pour le débiteur, soit par une action unilatérale de ce dernier, notamment lorsque les conditions extérieures le lui permettent (comme en 1929) ou lorsque les négociations s'enlisent (comme en 2005 avec le cas argentin).

Conclusion du chapitre

Ce premier chapitre démontre la responsabilité des deux parties au contrat dans le déclenchement d'une crise de la dette souveraine. Les monographies permettent de rendre compte de l'absence de prise de conscience de la part de la communauté officielle internationale malgré la récurrence des preuves du dysfonctionnement de l'architecture financière, au moins à ce niveau. Au contraire, puisqu'en maintenant le système en l'état, elle pérennise ce dysfonctionnement. L'analyse du surendettement sous l'angle de la dépendance pourrait être taxé de partialité. Pour autant, s'il est vrai que le but était de prendre le contre-pied de l'adage selon lequel le débiteur est nécessairement responsable de sa défaillance, la réfutation dudit proverbe reste argumentée et démontrée. En outre, s'il est avéré que les marchés peinent à retenir les leçons des expériences passées en l'absence de contraintes, les débiteurs, quant à eux, sont dans l'impossibilité de le faire en raison de la domination exercée sur eux par les premières puissances mondiales.

Malgré l'établissement d'une double responsabilité à l'œuvre dans le déclenchement de chaque crise, le partage du fardeau n'a jamais été équitablement réparti. Même lorsque les créanciers ont subi une forte décote de leurs créances, les rendements se sont *in fine* avérés positifs. Du côté des débiteurs en revanche, la récession suivant la crise et la fermeture des accès aux sources de financements devenues essentielles ont eu des répercussions sévères sur le niveau et la qualité de vie des populations à moyen et long terme. C'est seulement à la fin des années 1990 que la communauté internationale a pris conscience « que le marché ne peut exercer une discipline réelle que si les créanciers doivent assumer les risques qu'ils prennent, mais elle a été incapable de se mettre d'accord sur la façon d'y parvenir » (CNUCED, 2001, p.5). En outre, l'hypothèse d'efficience continuant de prévaloir, les concertations ont débouché sur l'officialisation de l'approche contractuelle et décentralisée. S'il est souvent mentionné que l'immunité souveraine protège le débiteur de toute action de la part de ses créanciers privés, alors une gestion statutaire et centralisée aurait dû être privilégiée afin de contenir les prérogatives du débiteur en la matière. Le choix de l'approche décentralisée s'explique alors par le fait que les marchés ont toujours eu, malgré tout, un pouvoir de négociation supérieur à celui du souverain dépendant, de sorte que le contexte n'avait pas à être modifié.

CHAPITRE 2 :

La décentralisation des négociations : Le résultat de l'opinion des marchés

Ce second chapitre met en lumière les causes de la persistance de la méthode décentralisée pour résoudre les crises de la dette souveraine malgré les expériences historiques infirmant sa faisabilité et son efficacité.

A cette fin, nous relevons les sous-bassements théoriques du principe de décentralisation et analysons les débats récurrents entre la centralisation et la décentralisation en prenant comme assise le dernier débat en date. La centralisation est représentée par l'approche statutaire, qui vise, à travers un mécanisme institutionnalisé, à centraliser le processus de négociations autour d'une tierce partie arbitrale. Le but est alors de solutionner les désaccords non seulement entre créanciers, mais également entre les créanciers et leur débiteur afin d'assurer la rapidité de la procédure et l'efficacité de son issue, notamment en termes d'équité du partage du fardeau. L'approche contractuelle préconise quant à elle un mécanisme de restructuration informel et décentralisé vers les deux parties au contrat, car l'objectif est de respecter l'intégrité du contrat. Relancé en 2001, le débat a opposé la proposition du FMI en faveur d'un mécanisme de restructuration de la dette souveraine (MRDS) pour l'approche statutaire, aux clauses d'actions collective (CAC) proposées par le Trésor américain, représentant alors l'approche contractuelle.

Nous aboutissons à la conclusion selon laquelle les sous-bassements théoriques, de nature orthodoxe, ne constituent que l'assise intellectuelle de l'opinion des marchés, elle-même reflétée dans les prises de position des Etats-Unis lors de chaque conflit opposant la régulation au « laissez-faire ». *A contrario*, la centralisation n'est justifiée par aucune théorie et ne remet pas en cause les hypothèses orthodoxes.

La structure de ce chapitre s'articule autour de deux sections. La première section expose les choix théoriques confortant l'autorégulation des marchés et la discrimination de l'Etat débiteur. La deuxième section analyse le débat entre les CAC et le MRDS en termes d'économie politique, et montre que le choix des CAC n'a pas résulté de leur meilleure efficacité *a priori*, mais de considérations avant tout idéologiques.

Section 1 : Une décentralisation légitimée par la théorie économique

Cette première section met en lumière les soubassements théoriques ayant mené au choix de l'approche contractuelle comme cadre régissant le processus de restructuration. La décentralisation émane en effet d'une analyse orthodoxe du comportement des deux parties au contrat, laquelle conduit à considérer l'efficacité des marchés comme acquise, et infirme alors la légitimité de l'immunité souveraine (1). L'affaiblissement consécutif du poids du débiteur dans les négociations permet ainsi d'asseoir l'efficacité de la procédure décentralisée, de sorte que toute intervention extérieure s'avère finalement contreproductive (2).

1 • Les soubassements théoriques de la gestion décentralisée

La décentralisation est basée sur l'hypothèse d'efficacité des marchés, laquelle assure que les marchés sont capables de s'auto-ajuster aux événements de manière rationnelle et ne nécessitent aucune régulation structurelle extérieure (1.1). En face cependant, le débiteur est souverain, et dispose à ce titre d'une protection abusive symbolisée dans l'immunité souveraine. Dans la mesure où l'immunité souveraine protège théoriquement l'Etat contre toute poursuite engagée par des personnes privées, les négociations sont alors empreintes d'une asymétrie dommageable à l'issue de la procédure. Par conséquent, il est nécessaire d'affaiblir la notion d'immunité pour rééquilibrer les pouvoirs de négociations (1.2).

1.1 • La théorie de l'efficacité des marchés : Des crises *a priori* autorégulées

L'hypothèse d'efficacité, proposée, entre autres, par Eugène Fama (1967), conclut à l'efficacité de l'autorégulation des marchés (1.1.1). Or, si les marchés sont intrinsèquement rationnels et allouent le capital au profit des projets les plus rentables et les plus sûrs, alors toute intervention extérieure est assimilée à une intercession illégitime et contreproductive. La modification, d'ordre négatif, induite par l'intervention extérieure suscite alors ce que l'on appelle communément un aléa moral (1.1.2).

1 • Ce qui implique que le substantif « efficience » ne doit pas nécessairement être compris en termes de perfection mais davantage en termes d'efficacité. D'autant que le terme anglais « *efficiency* » se traduit littéralement par efficacité, et non par efficience.

1.1.1 • L'hypothèse de l'efficiencia des marchés

L'hypothèse d'efficiencia des marchés est sous-jacente aux analyses prônant la décentralisation des négociations. Elle implique que si le comportement global du souverain, lequel agit sur l'encours de la dette, peut ne pas être efficiencia (à l'instar des politiques populistes), celui des marchés l'est. Dans cette hypothèse, si l'issue des interactions de ces deux comportements devient contreproductive, alors l'ajustement doit être opéré *via* le souverain et non *via* les marchés. Pour Fama (1969, p.2), « un marché sur lequel les prix reflètent constamment et pleinement l'information disponible est dit efficiencia ». Ce reflet entier et constant signifie qu'il n'existe aucun coût de transaction dans les échanges de titres, que l'information est gratuite, et que tous les opérateurs s'accordent sur les impacts de l'information actuelle sur les prix, actuels et futurs, de chaque titre. De fait, l'efficiencia allocationnelle, qui définit la capacité des marchés à allouer le capital vers les secteurs les plus productifs, dépend de l'efficiencia informationnelle, laquelle reflète la disponibilité de l'information, mais également de l'efficiencia opérationnelle, qui traduit l'aptitude des marchés à réduire au minimum les coûts de transaction. Néanmoins, Fama tient compte du fait que la réunion des conditions d'efficiencia est délicate en pratique, et distingue alors plusieurs formes d'efficiencia selon la disponibilité de l'information¹. Dans sa forme forte, l'efficiencia implique que l'information dans sa totalité est connue de tous les intervenants du marché. Dans sa forme semi-forte, les opérateurs ont seulement en possession les informations d'ordre public (rapports annuels, discours etc.). La forme faible ne peut se baser, quant à elle, que sur les prix passés. Ainsi, quelle que soit la forme d'efficiencia en jeu sur un marché donné, celui-ci reste efficace puisqu'il utilise toujours toute l'information disponible, quelles que soient la complétude et la qualité de cette dernière. Par conséquent, le marché est composé d'agents représentatifs formant des anticipations rationnelles.

Dans ces circonstances, la crise est soit le résultat de la sanction légitime des marchés à l'encontre des politiques menées par le pays débiteur, compte tenu de l'information disponible, soit le résultat d'une déviation accidentelle ne remettant pas en cause la rationalité des marchés à moyen et long terme. Même la succession de crises durant les années 1980 et 1990 n'érode pas l'hypothèse d'efficiencia dans la mesure où les surréactions et les sous-réactions sont considérées comme des anomalies résultant de la marche au hasard (Fama, 1997), lesquelles n'entament pas significativement le cours du titre à long

terme. La marche au hasard (*random walk*) est une théorie selon laquelle, dans le cadre de l'efficience des marchés, lorsque le flux d'informations est gratuitement disponible et « qu'il est immédiatement intégré dans le cours du titre, alors les variations de prix de demain ne reflèteront que les nouvelles informations de demain, indépendamment des informations d'aujourd'hui » (Malkiel, 2003, p.1). De fait, les variations de prix du titre sont indépendantes des prix passés. Dans ce contexte, la rationalité des anticipations implique une marche au hasard des prix, de sorte qu'il est théoriquement impossible de battre le marché (i.e. d'enregistrer des profits supérieurs aux risques pris). En ce sens, les variations intempestives de prix constituent l'exception et non la règle, puisque « la valeur intrinsèque l'emportera à la fin » (Malkiel, 2003, p.3).

Vues sous cet angle, les variations de *spreads* des souverains émergents dans les années 1990, même si elles ont parfois excédé celles des fondamentaux de ces économies, n'auraient représenté que des soubresauts temporaires, et possiblement adaptatifs. La réaction des marchés n'en aurait pas moins été rationnelle à moyen et long terme. Cette rationalité des anticipations, définie par Samuelson et Nordhaus (2005) comme ne présentant aucune erreur systématique et intégrant toute l'information disponible, implique de fait que toute intervention extérieure au marché est contreproductive. En effet, si l'évolution normale et efficace des prix suit une marche au hasard et que le marché parvient à terme à s'autoréguler, alors toute interférence extérieure tend à saper ces fondements en y introduisant un biais, et s'avère donc nuisible. L'intercession d'une tierce partie au marché modifie en effet les anticipations, lesquelles peuvent tendre à ne plus être rationnelles, et donc efficaces. C'est là le soubassement qui motivera les critiques contre les interventions du FMI à partir des années 1990, lesquelles auraient généré un tel biais, alors appelé « aléa moral ».

1.1.2 • Un aléa moral consécutivement créé par l'intervention extérieure

Pour la théorie standard, les marchés étant intrinsèquement efficaces, l'aléa moral ne peut être qu'exogène (1.1.2.1). Par conséquent, toute tentative de modification du comportement des marchés, en amont ou en aval du défaut, introduit un biais négatif prompt à réduire cette efficacité. Ce fut notamment l'argument sous-jacent contre les interventions du FMI dans les années 1990, lesquelles s'apparentaient à celles d'un prêteur international en dernier ressort (1.1.2.2).

1 • Livre IV, chapitre 7, section 3 des *Recherches sur la nature et les causes de la richesse des nations* (1776).

2 • Si l'aléa moral était vu comme endogène aux marchés, il conviendrait alors de parler d'un renforcement de ce dernier sous l'effet d'une assurance extérieure, et non de création.

1.1.2.1 • Un aléa moral et une anti-sélection théoriquement exogènes aux marchés

Adam Smith (1776) est le premier économiste à avoir mis en lumière la notion d'aléa moral, que nous appliquons ici à son analyse du monopole du commerce des colonies¹. Pour lui, le fait de sacrifier les intérêts des consommateurs au profit de ceux des producteurs conduit à une situation de monopole. La configuration ainsi générée, par les pouvoirs publics, rend l'intérêt privé incompatible avec l'intérêt général. Le comportement du producteur est en effet modifié par la protection législative, puisqu'il n'est alors plus incité à réduire ses prix pour s'adapter à la concurrence, mais plutôt à les maintenir élevés une fois la concurrence décimée. Dans l'optique de Smith, l'aléa moral est généré par une intervention extérieure qui, en restreignant la concurrence et en assurant le monopole, aboutit à une situation macroéconomique contreproductive. Plus généralement, « l'aléa moral vient de ce que les actions de certains signataires d'un contrat ne sont pas vérifiables, ni même parfois observables par toutes les parties en cause » (Ülgen, 2002, p. 75).

Dans sa version courante, l'aléa moral est intrinsèquement lié au marché des assurances. Pour Stiglitz (1983), l'aléa moral survient en cas d'information imparfaite de l'assureur sur les actions de ses assurés. Le comportement de l'assuré ne peut en effet être parfaitement encadré par l'assureur et le contrat d'assurance ne stipule pas spécifiquement le comportement que l'assuré doit adopter. Dans ce cas, ce dernier est libre d'adopter un comportement risqué dans la mesure où rien ne le contraint à la prudence et où il n'aura pas à en supporter pleinement les conséquences. Ainsi, plus l'assurance est efficace et complète (i.e. tout risque), moins les agents sont incités à la prudence (Stiglitz, 1983). Si Stiglitz (1983) remet en question la perfection de l'information en raison de potentielles asymétries, l'efficacité des marchés n'est pas entamée puisque, implicitement, les agents seraient plus efficaces dans leurs prises de décisions en l'absence d'une assurance exogène. Si l'auteur avait auparavant remis en question l'efficacité des marchés décentralisés (Stiglitz et Grossman, 1980), l'hypothèse d'efficacité demeure paradoxalement en arrière plan de sa théorie de l'aléa moral. Le fait même que l'aléa moral provienne de l'assurance, par essence extérieure aux mécanismes de marché, corrobore l'efficacité des marchés libres car à l'inverse, l'agent livré à lui-même aurait un comportement davantage en adéquation avec l'intérêt général².

1 • *L'homo œconomicus* est l'agent économique issu de la théorie néo-classique. Il s'agit d'un agent rationnel connaissant ses priorités (i.e. dans le cadre de la transitivité), cherchant à maximiser son utilité (laquelle ne se réfère pas nécessairement au profit) et capable d'analyser et d'anticiper au mieux le contexte et les événements susceptibles de l'affecter.

2 • C'est notamment la raison pour laquelle nous intégrerons l'anti-sélection dans la notion d'aléa moral au cours du chapitre suivant.

Dans le cadre de l'endettement souverain, l'anticipation d'un renflouement public jouerait le rôle d'assurance contre les risques pris par le débiteur et ses créanciers. Pour Lane et Phillips (2002, p.8), les emprunteurs et les prêteurs, en tant qu'*homo œconomicus*¹, sont capables d'évaluer les risques pris « *aujourd'hui* sur les marchés financiers à l'aune de l'assurance qu'ils escomptent recevoir à l'avenir en cas de difficulté ». Dans ces conditions, plus la probabilité d'assurance est élevée, plus les agents, rationnels, adoptent un comportement à risque. L'anticipation d'une intervention extérieure modifierait alors de manière perverse le comportement des deux parties. Dans cette lignée, si l'aléa moral est généré par une action cachée (i.e. un comportement opportuniste *post*-contractuel), le phénomène d'anti-sélection tient quant à lui à une information cachée (*ante*-contractuelle). Egalement extraite de la théorie de l'assurance, l'anti-sélection « tient à ce que le contrat peut dépendre d'informations privées détenue par certains signataires qui peuvent avoir intérêt à les dissimuler ou à simuler une information différente » (Ülgen, 2002, p.75). Mise en évidence par Stiglitz et Weiss (1981), l'anti-sélection surgit lorsque le prêteur est moins informé que son débiteur, non seulement sur la situation financière de ce dernier, mais également sur la rentabilité du projet. Une telle asymétrie d'information amenuise l'efficacité du prêteur dans la mesure où l'ajustement va s'opérer par une augmentation générale des coûts d'emprunt et/ou un rationnement du crédit. Aussi, puisque l'ajustement ne peut être ciblé, le débiteur peut être incité à se lancer dans des projets d'autant plus risqués que sa capacité de remboursement est d'emblée réduite. Or, cette stratégie, consistant à jouer le tout pour le tout, accroît la probabilité de défaillance du débiteur.

Deux remarques fondamentales peuvent être tirées de ce dernier phénomène. Premièrement, le comportement opportuniste, tant *ex ante* qu'*ex post*, émane cette fois-ci non pas des deux parties, mais seulement du débiteur. Une telle conclusion permet de justifier le fait que l'ajustement (i.e. la sanction) s'opère *ex post via* le débiteur. Parallèlement, l'augmentation des coûts d'emprunt, induite par l'incertitude affectant les créanciers, ne représente que la conséquence logique et rationnelle d'un aléa moral particulier, cette fois-ci généré par l'anti-sélection. L'aléa moral et l'anti-sélection sont donc étroitement liés². L'augmentation des coûts d'emprunt, légitimée par toute intervention extérieure favorable au débiteur et donc susceptible d'induire un aléa moral du côté de ce dernier, est systématiquement mise en avant par les tenants de l'approche décentralisée de la gestion des crises (voir infra). Deuxièmement, il convient d'observer que, là encore, implicitement, c'est parce que l'information n'est pas parfaite que les marchés (i.e. les créanciers) ne sont

plus efficaces. En d'autres termes, si l'information était disponible et complète, les marchés retrouveraient leur efficacité, ce qui se traduirait, chez les créanciers, par un retour à une étude minutieuse de la solvabilité du débiteur. L'efficacité des marchés est théoriquement proportionnelle à la qualité de l'information détenue, de sorte que ni l'anti-sélection, ni l'aléa moral ne peut émaner d'un comportement intrinsèquement opportuniste de la part du prêteur. En raison de l'efficacité des marchés, les deux phénomènes n'émanent que d'une altération de l'environnement extérieur.

Si elle n'est plus citée explicitement, l'hypothèse de l'efficacité des marchés demeure la base de nombreux modèles de crises (Ülgen, 2010). En effet, l'assise reste la capacité des agents à synthétiser toute l'information disponible afin de former des anticipations elles-mêmes rationnelles. Ainsi, les renflouements massifs et systématiques du FMI ne questionnent pas tant la théorie dominante sur la capacité du système financier international à s'autoréguler, que les perturbations induites par de tels renflouements (Dooley, 2000). Dans les faits, si les critiques n'ont pas tant tenu à l'intervention en elle-même qu'aux caractéristiques de cette intervention (Lane et Phillips, 2002), c'est néanmoins l'intervention en tant que telle qui a fini par être rejetée. Or, l'aléa moral, tel que défini comme étant généré par la modification exogène des anticipations avec un effet contre-productif à l'échelon global, accrédite la théorie de l'efficacité des marchés. En effet, dans ces circonstances, en supprimant l'intervention extérieure, l'équilibre du marché est rétabli, ce qui signifie que celui-ci s'autorégule. Par conséquent, toute intervention extérieure peut s'avérer contreproductive.

1.1.2.2 • Les critiques consécutives liées au renflouement extérieur.

Le débat sur la réforme des institutions financières internationales (IFI) a démarré après le sauvetage massif du Mexique au début de l'année 1995. Le FMI ayant renfloué le pays à hauteur de plus de trois fois sa quote-part, de nombreux auteurs, à commencer par Sachs (1995) y ont décelé les caractéristiques propres au prêteur en dernier ressort (PDR, voir encadré 3) transposé à l'échelle internationale, mais également une source d'aléa moral. La difficulté d'adapter les préceptes du PDR à l'échelle internationale, ainsi que la pertinence même d'une telle adaptation, ont fait l'objet d'une vive littérature.

1 • Le taux pénalisant agirait alors en taux directeur, puisque si les banques paient cher leur renflouement, elles doivent symétriquement relever les leurs, attirant alors les capitaux en circulation vers l'épargne.

...Encadré 3 : Les caractéristiques du prêteur en dernier ressort

A l'échelle domestique, l'existence d'un prêteur en dernier ressort (PDR) a été légitimée par Thornton au début du XIX^e siècle (Diatkine, 2003). En liant la théorie monétaire et la théorie bancaire, son analyse tenait alors compte du risque bancaire (de défaillance du débiteur), inhérent notamment à l'asymétrie d'information entre créancier et débiteur, au phénomène de course à la liquidité, résultant de l'incertitude des épargnants quant à la capacité de la banque à faire face au risque bancaire, et pouvant générer un risque systémique si elle prenait de l'ampleur. La présence d'un régulateur externe en dernier recours était donc, pour Thornton, nécessaire au vu de l'impossibilité du système à se réguler de lui-même. Bagehot (1862) est ensuite venu compléter la thèse de Thornton en développant certaines modalités d'intervention du PDR. Notamment synthétisées par Aglietta et Denise (1999), ces modalités étaient, et sont toujours, au nombre de trois. D'abord, le PDR doit être en mesure de prêter sans restriction et de manière automatique afin de maintenir la confiance des opérateurs dans le système et ainsi contrecarrer le phénomène de course à la liquidité. Ensuite, il doit imposer un taux d'intérêt pénalisant sur ses prêts afin, d'une part, de limiter la fuite des capitaux¹ et, d'autre part, d'inciter les institutions financières à utiliser leurs propres ressources avant de faire appel aux siennes. Enfin, le PDR ne doit prêter qu'aux institutions illiquides mais solvables, c'est-à-dire capables de prouver l'existence d'un collatéral d'une valeur acceptable au prix du marché avant la survenance de la crise. Le but est à la fois d'éviter de dilapider l'argent public dans des institutions condamnées et, de manière sous-jacente, fautives, et de maintenir la confiance dans le système, puisqu'il serait admis que le PDR ne prête qu'aux institutions jugées « sérieuses ». En outre, ces règles doivent être établies au préalable et connues de tous.

Si le débat théorique sur la nécessité d'un prêteur international en dernier ressort (PIDR) est loin d'être tranché aujourd'hui encore, celui portant sur la légitimité du FMI à jouer un tel rôle s'est par contre soldé par une réponse négative. Or, parmi les causes ayant destitué le FMI de telles fonctions, l'argument de l'aléa moral a joué le plus grand rôle. C'est bien le caractère centralisé, automatique et exogène qui a posé le problème, d'ailleurs demeuré au stade théorique.

Au niveau technique et institutionnel, deux grands arguments ont joué en défaveur du FMI. D'une part, il lui manquait le pouvoir de création monétaire afin d'être en mesure de prêter sans restriction (Calomiris, 1998). Le Fonds ne peut en effet créer de la monnaie *ex nihilo*, pas plus qu'il ne peut emprunter sur les marchés. La limitation de sa capacité de financement jetait donc le doute sur sa capacité à résoudre la crise et ne pouvait par conséquent réduire l'incertitude, au contraire. D'autre part, le fait que le FMI soit composé

1 • Pour les auteurs, la règle comme la discrétion sont inapplicables dans le cas du FMI. La règle, qui implique l'établissement et la transparence des conditions d'intervention ex ante, peut être transgressée lorsqu'un pays ne répondant pas aux conditions posées est néanmoins renfloué du fait de son influence géostratégique sur l'un des créanciers membres du Fonds. La discrétion, opérée sous le régime de « l'ambiguïté constructive » et consistant à ne définir aucune règle au préalable mais à intervenir au cas par cas, est inopérante dans la mesure où « le FMI ne peut cacher des interventions qui découlent directement de ses statuts » (Kremer et Pfister, 2000, p. 5)

de pays membres créanciers discréditait son impartialité en le soumettant d'emblée à un conflit d'intérêts. Les considérations géostratégiques portant sur la nature du débiteur ne pouvaient dès lors être éliminées au profit de conditions de financement strictes et établies *ex ante* (Kremer et Pfister, 2000)¹.

Parallèlement aux limites institutionnelles, l'aléa moral généré par les interventions du Fonds s'est avéré être la critique la plus acérée, et s'est rapidement transposé à toute intervention financière extérieure : *« au dire des critiques, le fait de savoir que le FMI fournira des financements en cas de crise financière accroît la probabilité de crise, l'idée étant que les créanciers, sachant que les crédits du FMI aident les pays sujets aux crises à éviter le défaut de paiement, sont disposés à prêter à ces pays moyennant des écarts de taux d'intérêt plus faibles qu'ils ne le seraient en l'absence du FMI. La présence du FMI affaiblit donc les pressions sur les gouvernements pour qu'ils mènent de saines politiques, contribuant à empêcher les crises, notamment en matière de finances publiques et de contrôle du secteur financier »* (Lane et Phillips, 2001). L'aléa moral est donc observable du côté des créanciers comme de celui des débiteurs, et dépasse le cadre d'action du Fonds pour englober celui de toute intervention extérieure cherchant à contenir le risque lié à l'incertitude. Chez le créancier, l'aléa moral se manifeste par une plus grande prédisposition à prêter, notamment à un taux inférieur à celui qu'il serait disposé à appliquer s'il n'était pas assuré contre le risque. Chez le débiteur, l'aléa moral traduit la désincitation à prendre les mesures préventives qui s'imposeraient naturellement s'il était livré à lui-même. Le renflouement anticipé agit alors non plus comme un complément, mais comme un substitut de la vigilance des parties. Néanmoins, si l'aléa moral concerne également les créanciers, c'est bien chez le débiteur qu'il pose problème, puisque ce dernier représente la variable d'ajustement à travers les politiques menées. De fait, si les marchés sont effectivement incités à prêter plus facilement, le débiteur reste l'unique responsable de l'encours de sa dette.

Techniquement, il émane principalement de la difficulté plus globale de distinguer une crise de liquidité d'une crise de solvabilité, laquelle sera la même pour tout PIDR. Sachs (1999, p.1) définit la crise de liquidité comme la situation où « le débiteur ne peut se financer à court terme malgré le fait que le taux de rendement des emprunts à court terme excède le coût du capital sur le marché ». Symétriquement, la crise de solvabilité se déclenche lorsque le taux de rentabilité des emprunts, à court terme comme à long terme, est inférieur au coût du capital sur le marché. Pour différencier les deux types de crises, il est donc nécessaire de connaître le taux de

1 • Le collatéral est en effet absent de l'emprunt souverain dans la mesure où les bonds du Trésor américain ne sont pas infinis et constituent un prêt supplémentaire à rembourser pour le débiteur.

2 • Jorra (2010) expose une brève revue de la littérature sur les conséquences des interventions financières du FMI et de ses programmes de stabilisation. Plusieurs résultats se confrontent. Certains modèles montrent que les interventions du FMI ont une incidence négative sur la résolution de la crise du côté du débiteur (Barro et Lee, 2005). D'autres auteurs ont déduit de leur analyse que les interventions du Fonds avaient, à l'inverse, une incidence positive non seulement sur la prévention (Eichengreen et al., 2008), mais également sur la résolution des crises (Dreher et Walter, 2010).

rendement des emprunts pour le débiteur, reflétés dans ce cas par ses fondamentaux économiques, qui définissent finalement sa capacité intrinsèque de remboursement¹. Or, l'évaluation précoce de ces variables est très délicate, sachant que le PIDR est censé intervenir immédiatement et que l'information n'est pas nécessairement disponible ou avérée. Elle l'est d'autant moins qu'une crise de liquidité peut dégénérer en une crise de solvabilité sous l'effet de la panique des créanciers qui tentent tous de liquider leurs titres, de sorte que la transition peut être rapide. C'est avec ce phénomène de course à la liquidité que doit composer un PIDR, et c'est le plus souvent avec un certain recul historique que l'on peut appréhender la véritable nature de la crise. Mais à court terme, le renflouement d'un débiteur insolvable implique nécessairement un aléa moral. Or, à l'échelle internationale, le phénomène du « *too big to fail* » impose un biais moral à tout renflouement, puisqu'il s'abroge de fait de la distinction entre illiquidité et insolvabilité (Aglietta et De Boissieu, 1999). En effet, quelle que soit la nature réelle de la crise, aucun PIDR ne peut laisser sombrer un pays, ou une entité « *too big to fail* », dont le poids économique est tel que la crise qui le touche peut se propager à d'autres économies jusqu'à affecter le système financier international dans son ensemble. S'il est dans la mission du PIDR de préserver les systèmes financiers et monétaires internationaux, alors l'aléa moral est inhérent à sa fonction. Si Lane et Phillips (2001) rappellent que l'aléa moral est indissociable de tous les types d'assurance, on peut généraliser cet aléa à toute intervention extérieure visant à modifier les anticipations des agents économiques dans un contexte d'incertitude. Si l'aléa demeure un aléa, puisque les conséquences ne sont pas prévisibles, il n'a plus rien de moral et traduit seulement l'apparition de comportements stratégiques propres à toute économie de marché où règne l'incertitude. La preuve de l'existence de l'aléa moral ne s'est jamais véritablement imposée, les modèles l'accréditant se heurtant à autant de modèles la réfutant (Jorra, 2010)². Néanmoins, Levasseur et Riffart (2003) considèrent que si un biais peut être observé du côté du débiteur jusqu'à la crise russe de 1998, les résultats empiriques sur l'existence d'un aléa moral du côté des investisseurs ne sont pas probants. En effet, si la tendance au surendettement tend à se renforcer après renflouement du FMI, les analyses menées sur les marges obligataires et sur les *spreads* du marché obligataire souverain ne montrent pas de variation significative avant ou après intervention du Fonds. La logique sous-jacente est, une nouvelle fois, d'opérer un ajustement aux dépens du débiteur et non des créanciers.

Au-delà des aspects techniques, le débat tenant à l'établissement d'un PIDR oppose également ceux qui considèrent l'aléa moral comme inhérent aux marchés du crédit, marqués par l'incertitude et, de fait, par l'asymétrie d'information (Sachs, 1999 ; Miotti et Plihon, 2001), et ceux qui, dans la lignée de Smith (1776), partent du principe qu'il émane d'une intervention extérieure perturbant les anticipations d'agents économiques rationnels (Dooley, 2000). L'hypothèse de l'efficacité des marchés était donc, là encore, débattue à travers l'aléa moral, et les conclusions opérationnelles divergent radicalement selon le point de vue. Si le débat tel qu'exposé a été endormi par les propositions de Krueger (2001) et de Taylor (2002), il s'y reflète fortement. Car si l'aléa moral émane du système lui-même, alors il implique une intervention extérieure pour ramener les anticipations à un équilibre reflétant la valeur intrinsèque du titre de dette. De là découle implicitement la proposition Krueger de rétablir, même *ex post*, la confiance par un arbitrage externe. Mais s'il émane de l'intervention extérieure, alors le soubassement théorique reste bien l'efficacité des marchés, et la solution demeure donc décentralisée, puisque les marchés ne sauraient alors rester bien longtemps dans l'erreur. Cette position reflète la notion d'apprentissage par l'expérience qui accrédite l'efficacité du *statu quo* selon Roubini (2002a) et Dooley (2000), mais également la vision de Taylor d'une gestion de crise avant tout laissée aux mains des créanciers. Or, les abandons respectifs du PIDR et de la proposition Krueger permettent de dire que c'est la seconde interprétation qui l'a emportée. Par conséquent, l'aléa moral ainsi analysé légitime la décentralisation de la gestion de la crise et, de fait, la négociation de la restructuration. En outre, l'immunité souveraine ne permet pas de décentraliser les négociations car rien ne garantit que le débiteur n'en fera pas usage. Elle est donc elle aussi source d'aléa moral, et doit, de fait, être affaiblie.

1.2 • La théorie de l'immunité souveraine : La nécessité symétrique de renforcer le pouvoir de négociation des créanciers

Les travaux cherchant à comprendre les raisons du remboursement du débiteur souverain, malgré l'immunité qui le protège de toute réclamation par des personnes privées, ont émergé après les premiers affaiblissements juridiques de la doctrine. En outre, en avançant que le remboursement du souverain est conditionné aux pouvoirs de sanction des créanciers (1.2.1), elles ont alors assis la pertinence d'une jurisprudence favorable à un renforcement du pouvoir de ces derniers (1.2.2).

1.2.1 • L'incitation à payer du débiteur souverain conditionnée aux pouvoirs de sanction des créanciers

Eaton et Gersovitz (1981) ont tenté d'expliquer la volonté de remboursement du débiteur lorsque ce dernier est protégé par l'immunité souveraine. Les auteurs distinguaient alors clairement le débiteur privé, soumis au code national des faillites, et le débiteur souverain, contre lequel, théoriquement, aucune action en justice ne peut être intentée par des personnes privées. De fait, en l'absence d'intervention directe par le gouvernement des créanciers, le débiteur souverain a tout intérêt de faire défaut sur sa dette extérieure, voire à la répudier, dès lors que les flux nets de capitaux tendent à devenir négatifs. La rareté de cette stratégie dans la pratique émane alors du fait que les prêteurs peuvent symétriquement poser un embargo, qui plus est permanent, sur les futurs prêts. Les créanciers sont alors supposés être rationnels, entièrement informés sur la situation du débiteur et capables d'anticiper le défaut et la potentielle répudiation de la dette en refusant de financer ce type d'emprunteur. Pour les auteurs, la préservation d'une réputation de bon payeur est donc une incitation majeure à la volonté de rembourser de la part de l'Etat souverain. Elle permet un équilibre des pouvoirs, seul capable d'engendrer le bon fonctionnement du système de crédit international dans une optique d'économie de marché, au sein de laquelle le régulateur doit être, par définition, absent.

Bulow et Rogoff (1989) ont néanmoins affaibli l'hypothèse de la réputation, d'une part par la capacité des créanciers de revendre leurs titres et, d'autre part, par la possibilité pour les parties de renégocier la dette. L'approche par la réputation ne tient en effet que si les prêteurs ne peuvent liquider leurs positions. S'ils le peuvent, alors les créanciers s'avèrent interchangeables et le blocus financier n'est plus garanti. Ensuite, si la renégociation de la dette est possible, alors la répudiation n'est alors plus la seule option envisagée lorsque la dette devient excessive. Par conséquent, contrairement à Eaton et Gersovitz, Bulow et Rogoff considèrent que la principale incitation au respect du contrat par le débiteur est la menace de sanctions directes par les créanciers. Ces sanctions s'opèrent juridiquement et ont des conséquences avant tout économiques. Il s'agit effectivement pour les créanciers d'obtenir gain de cause « devant les tribunaux du pays créancier en influençant leurs législateurs nationaux » (Bulow et Rogoff, 1989, p.4) afin d'entraver la capacité du débiteur à opérer librement sur les marchés financiers et les marchés internationaux de biens. Bulow

et Rogoff expliquent donc la volonté de payer d'une manière différente de celle de Eaton et Gersovitz, mais dans un cadre plus paradoxal. D'un côté, les auteurs raisonnent dans un cadre d'économie de marché, dans lequel les parties opèrent de manière décentralisée. Mais de l'autre, l'intervention d'une tierce partie est nécessaire pour rendre ce cadre opérationnel. Consécutivement, il s'agit d'affaiblir la notion d'immunité souveraine en réduisant les activités de l'Etat aux transactions régies par le droit commercial privé.

Dans la pratique, les deux théories sont accréditées par les expériences historiques. Le CFBH a effectivement conditionné la réputation du débiteur lors des renégociations à la réouverture de l'accès au marché londonien et les années 1970 ont constaté l'érosion de l'immunité souveraine devant les tribunaux de commerce nord-américains.

Bien qu'aucune de ces deux théories n'envisage la responsabilité des créanciers dans l'encours excessif de l'endettement, définissant de fait le débiteur comme unique responsable de sa défaillance, les deux ont été légion jusqu'à l'article de Sachs (1995), lequel a souligné le phénomène de course à la liquidité comme facteur déclencheur de la transformation d'une crise de liquidité en crise de solvabilité. Dans les faits, elles restent néanmoins prédominantes pour expliquer la volonté de rembourser. La conséquence directe est que toute tentative pour inclure davantage le secteur privé dans la résolution de la crise implique une moindre portée des sanctions applicables au souverain. Par conséquent, l'affaiblissement de l'immunité souveraine n'a trouvé que peu de limites.

1.2.2 L'érosion de l'immunité souveraine répondant à la nécessité de renforcer le pouvoir de sanction des créanciers.

Les prêts souverains sont marqués par un paradoxe juridique. D'un côté, la primauté des contrats, dont la signature lie les deux contractants en vertu des obligations qu'ils s'imposent de manière consentante, doit être respectée en tout lieu et en tout temps. De l'autre, l'immunité souveraine protège l'une des parties de toute action en justice exercée par l'autre partie si cette dernière est une personne, morale ou physique, privée. L'antinomie entre les deux primautés a donc dû être tranchée, et la primauté des contrats a fini par surplomber l'immunité souveraine afin de protéger les créanciers (Gathii, 2009). Dès les années 1950, les Etats-Unis considèrent que l'emprunt souverain à l'égard de créanciers privés doit relever de l'activité commerciale de l'Etat, et que celle-ci doit de fait

1 • Selon l'immunité de juridiction, un Etat ne peut être cité devant un tribunal étranger en raison de ses actes gouvernementaux, tandis que l'immunité d'exécution fait référence au fait que les biens de l'Etat ne peuvent pas faire l'objet de mesures d'exécution (notamment la saisie-vente) pour assurer le paiement de ses dettes.

2 • Un précédent exceptionnel avait été créé par l'affaire *Berntein contre Van Heyghen Frères*, à l'issue de la seconde Guerre mondiale, dans laquelle le Conseiller juridique du Département d'Etat américain avait autorisé un tribunal de juridiction inférieure à statuer sur un acte souverain étranger (Juillard, 1965).

intégrer le droit commercial privé (Panizza et al., 2009). La pratique sera institutionnalisée par le *Foreign Sovereign Immunity Act* de 1976, qui exclut toute immunité de juridiction et d'exécution pour les activités commerciales¹.

En matière de jurisprudence, la première érosion de l'immunité souveraine s'est traduite par l'affaiblissement de la doctrine de l'*Act of State* à l'issue de l'arrêt *Banco National de Cuba contre Sabbatino*, en 1964. Jusque-là, la Cour Suprême des Etats-Unis interdisait aux tribunaux américains de statuer sur la validité d'un acte accompli par un Etat souverain étranger, ou par les personnes physiques morales agissant en son nom, sur son territoire, que la portée de l'acte demeure à l'échelle nationale ou qu'elle ait des conséquences extraterritoriales (Juillard, 1965). Toute personne privée souhaitant traduire le souverain devant le juge américain pour un acte leur faisant lésion, telle que la nationalisation d'une entreprise, se voyait immédiatement déboutée par la déclaration d'incompétence du tribunal concerné. Néanmoins, les années 1960, avec l'avènement du gouvernement Castro, voient se dégrader les relations entre Cuba et les Etats-Unis. Les Etats-Unis sont largement implantés sur l'île, possédant la plupart des grandes entreprises privées détentrices des moyens de production que Castro souhaite désormais nationaliser. En août 1960, l'ensemble des entreprises américaines est nationalisé. L'une d'entre elles, la *Compania Azucarera Vertientes Camaguey de Cuba*, venait de conclure un contrat à l'issue duquel elle devait exporter du sucre à destination de négociants new-yorkais. Désormais sous contrôle public, l'entreprise exécute le contrat, mais les négociants procèdent au paiement par l'intermédiaire d'un administrateur provisoire nommé Peter L. F. Sabbatino. La Banque Nationale de Cuba, qui s'apparente au gouvernement de Cuba, ne peut dès lors récupérer la somme due et se pourvoit devant les tribunaux fédéraux de New York pour demander le transfert des fonds. En vertu de la doctrine de l'*Act of State*, le juge de première instance déboute la demande du Cuba. Le contentieux naît de la décision de la Cour d'Appel d'interpréter l'absence d'indemnisation des actionnaires. Car si le deuxième circuit déboute à nouveau le plaignant, le fait de motiver sa décision montre qu'il statue sur une affaire qu'il n'a pas, normalement, à juger². A l'issue d'un long contentieux entre les tribunaux privés et le pouvoir exécutif, le *Foreign Assistance Act* est modifié en 1965 et subordonne l'ouverture du recours juridictionnel à la « violation d'un principe du droit international » (Juillard, 1965, p.24). Ladite violation est ici représentée par la non indemnisation des actionnaires après nationalisation d'une entreprise étrangère. Par conséquent, l'acte d'un souverain étranger peut désormais être interprété par le juge privé

si celui-ci constitue une violation du droit international. L'affaiblissement de la doctrine est important. En effet, dans la mesure où le droit international évolue constamment, une telle violation peut désormais être invoquée plus souvent.

L'affaiblissement de l'immunité souveraine en elle-même est clairement révélée en 1985 par la décision de la cour d'Appel de New York sur le litige entre *Allied Bank International* et *Banco Credito Agrícola de Cartago* (du Costa Rica). La nécessaire unanimité des créanciers, sous l'égide de la loi new-yorkaise, pour entériner l'offre de restructuration du débiteur implique alors qu'un seul dissident peut compromettre l'accord pourtant conclu par une majorité de créanciers. Allied Bank International (ci-après dénommée Allied) représentait alors l'agent de trente neuf banques syndiquées ayant octroyé des crédits au Costa Rica en 1979. A partir de 1981, les autorités publiques du Costa Rica (la Banque centrale et le gouvernement) suspendent les paiements sur la dette extérieure du pays et interdisent trois de leurs banques publiques d'honorer la reconnaissance des dettes dues aux banques représentées par Allied. Le but est alors de renégocier la dette dans son ensemble afin de respecter le principe d'équité entre créanciers. Allied refuse néanmoins de participer à la restructuration de 1983 et se pourvoit en justice pour accélérer le paiement des créances promises¹. Le Costa Rica invoque alors l'immunité souveraine et la doctrine de l'*Act of State* concernant la décision d'interdire le paiement de la dette des trois banques. Le premier jugement donne raison au Costa Rica, mais Allied frappe la décision d'appel et le Département de la justice américaine commence à suivre l'affaire. Il attaque alors la décision de première instance en l'invitant à reconsidérer la notion d'immunité souveraine. Un fait remarquable dans cette affaire est l'assimilation du défaut (i.e. la suspension des paiements) à l'acte de répudiation par le Département de justice, ce qui permet de légitimer l'accélération du paiement. Il conclut finalement que l'immunité souveraine ne peut être invoquée dans la mesure où la localisation « des obligations contractuelles est déterminée par le lieu d'exécution du contrat, lequel est représenté par le lieu sur lequel le capital et les intérêts du prêt sont remboursables, le pays dont la devise est utilisée pour le paiement, et le pays dont la loi s'applique ou gouverne le contrat » (Gathii, 2009, p.27). Dans ces conditions, l'immunité souveraine ne protège plus le débiteur que sur son territoire. Or, la majeure partie de la dette des pays latino-américains est libellée en devises étrangères (généralement le dollar) et/ou régie par une loi étrangère. Cette décision donne alors le coup de grâce à la doctrine de l'immunité souveraine et entérine la primauté des contrats en introduisant « un biais particulièrement fort en faveur des créanciers » (Gathii, 2009, p.69). Au final, elle permet de légitimer la décentralisation des négociations.

1 • A l'issue d'un accord de restructuration trouvé entre le Brésil et ses banques créditrices en 1988, le Brésil avait alors émis des titres de dettes négociables à valeur dépréciée connue sous le nom de *Multi-Year Deposit Facility Agreement* (MYDFA). De nouveau en défaut sur ces titres en 1989, le Brésil parvient à restructurer sa dette sous l'égide du plan Brady. Mais la Dart family, qui a accumulé pour 1,4 milliards de dollars des titres liés au MYDFA, refuse l'accord. La Banque centrale brésilienne, craignant que les Dart deviennent créanciers majoritaires et de fait en mesure d'accélérer les paiements, refuse alors de payer la CIBC Bank, l'administrateur provisoire pour les Dart. CIBC se pourvoit alors en justice et le Brésil invoque la loi « Champerty », qui interdit les poursuites judiciaires liées à un achat de titres dans l'unique but de poursuivre le débiteur. L'argument brésilien est rejeté, CIBC avançant que l'achat a été effectué dans le seul but d'obtenir remboursement. Le Brésil est au final contraint de rembourser cette partie de la dette en plein (Sturzenegger et Zettelmeyer, 2006).

De fait, en 1995, lors de l'affaire opposant la Banque centrale brésilienne à la CIBC Bank, le Brésil ne prend même pas la peine d'invoquer l'immunité souveraine ou la doctrine de l'*Act of State*, démontrant alors la faible protection désormais offerte par ces deux principes (Sturzenegger et Zettelmeyer, 2006). Pourtant, l'affaire met potentiellement en scène ce que l'on nommera plus tard les créanciers vautours¹. Ces derniers, profitant de la règle de l'unanimité des créanciers pour entériner un accord de restructuration, rachètent en effet des titres de dette dépréciés sur le marché secondaire, et refusent l'offre de restructuration du débiteur dans le but d'obtenir, par la voie judiciaire, un remboursement en plein. Ils sont donc à distinguer des créanciers récalcitrants, qui refusent également l'accord en vue d'un remboursement en plein, mais qui n'ont pas racheté les titres dépréciés dans la seule intention de faire une plus-value.

Il faut néanmoins attendre le dérapage de l'affaire opposant Elliott Associates à la Banco de la Nación du Pérou, en 2000, pour qu'un certain revirement soit opéré. La victoire du « fonds vautour » Elliott Associates permet en effet une prise de conscience de l'effet potentiellement contre-productif de la primauté des contrats dans un contexte de désorganisation des créanciers face à un souverain étranger juridiquement relégué au rang de personne morale privée. Elliott avait acheté des titres de dette en défaut avec une large décote et garantis par le gouvernement péruvien juste avant le plan Brady de 1996. Elliott poursuit le Pérou après la suspension des paiements de ce dernier et son refus de rembourser les titres à leur valeur faciale. Le fonds est débouté en première instance au motif que la saisie des titres péruviens sis à Bruxelles était susceptible de bloquer le plan Brady. C'est en appel qu'Elliott obtient un jugement favorable, lequel contraint le Pérou à lui rembourser ses créances en plein, soit 57 millions de dollars.

Après l'affaiblissement considérable apporté à la notion d'immunité souveraine, les débiteurs sont devenus très vulnérables face aux créanciers. Si, dans les années 1980, pour nombre d'auteurs, l'incitation à payer résultait de la sanction des marchés, à la fin des années 2000, Panizza et al. (2009) concluaient que les coûts domestiques liés à la crise consécutive au défaut étaient plus à même d'expliquer la persistance des remboursements. Malgré l'érosion de leur immunité et le renforcement des moyens de sanction des marchés, les débiteurs souverains font régulièrement défaut, et le coût de ce dernier est malgré tout important (Sgard, 2010). La complexité des relations entre créanciers et débiteur, qui s'est accrue après la libéralisation financière, a également engendré une complexification de la résolution de la crise et, de fait, une élévation du prix à payer pour le débiteur et ses créanciers. L'apogée a

été atteint avec la crise argentine, durant laquelle le pays a enregistré des années de récession dépassant 10% de son PIB, et à l'issue de laquelle les créances ont avoisiné une décote de 70%. C'est cette augmentation du coût du défaut qui a amené Krueger (2001) à considérer que le renforcement du pouvoir des créanciers était allé trop loin.

2 • Le débat sur la mise à l'épreuve de la théorie par les faits

Si elle n'a pas pour autant été abandonnée, l'hypothèse de l'efficacité des marchés a été, à de nombreuses reprises, mise à l'épreuve des faits. Les tenants de l'approche statutaire ont alors considéré que le problème était global et tenait à certaines failles de l'architecture financière internationale, de sorte qu'une régulation extérieure s'imposait (2.1). Sans affirmer que l'aléa moral était endogène au système, et considérant elle aussi que les renflouements du Fonds étaient contreproductifs, l'approche statutaire reconnaissait néanmoins la nécessité de modifier le système pour limiter les conséquences des crises. Pour les partisans de l'approche contractuelle, il ne s'agissait en revanche que d'un problème marginal, notamment renforcé par les interventions du Fonds en amont, et par l'absence de règles régissant l'action collective des créanciers en aval (2.2). Or, face à l'unique proposition de centralisation, trois propositions de décentralisation formaient une coalition (voir tableau 6).

2.1 • Une approche statutaire pour combler les failles de l'architecture financière internationale

Krueger a relevé en 2001 la plupart des écueils tenant aux restructurations passées. Elle a alors établi la responsabilité partagée entre les créanciers et le débiteur, et a jugé nécessaire de s'attaquer à la fois au problème d'action collective des créanciers et au problème de la vulnérabilité du débiteur (2.1.1). Un tel traitement nécessitait alors la présence d'une tierce partie capable d'arbitrer entre les intérêts en jeu (2.2.2).

2.1.1 • Le problème d'action collective et l'absence de protection du débiteur

Lors de ses premières allocutions, Krueger (2001 ; 2002) fait la synthèse des constats théoriques et empiriques opérés à l'issue des crises financières des années 1990. Si la liberté des mouvements de capitaux a engendré des gains importants en matière d'investissement et de croissance dans les pays récepteurs, elle a également donné lieu à des formes de financement dangereuses. L'intégration des économies émergentes au sein du marché globalisé n'a pas profondément changé les conditions de survenance des crises et de leur résolution, mais elle les a considérablement compliquées. La libéralisation financière dans les économies émergentes a permis d'accroître et de diversifier les sources de financement. L'interdépendance entre économies s'est accrue et, avec elle, *via* un phénomène de contagion horizontale accéléré, la probabilité de crises systémiques. Celles-ci sont en effet devenues plus rapides et plus brutales (Sgard, 2010). Les obligations, qui sont venues s'ajouter aux créances bancaires et qui s'échangent quotidiennement sur le marché secondaire, sont également sources d'anonymat entre créanciers. De fait, les intérêts des créanciers, qui ont toujours été différents, sont, depuis les années 1990, d'autant plus divergents. Ces complications sont alors synonymes de failles avant, pendant et après la restructuration.

En amont, les problèmes se présentent du côté des créanciers comme de celui du débiteur. Ce dernier, encouragé par le FMI dans le cadre d'un marché globalisé dénué de règles supranationales concernant le défaut souverain, a tendance à différer au maximum l'annonce de ses difficultés. Cette tendance à l'ajournement étant connue des créanciers, elle accroît l'incertitude de ces derniers dès lors qu'une information à connotation négative leur parvient. Dans un contexte spéculatif où la formation d'équilibres multiples est courante, l'incertitude peut rapidement se transformer en mouvement de panique, lequel se traduit généralement par une course à la liquidité (« *rush to the exit* »). Cette course traduit le premier problème d'action collective auquel les créanciers sont confrontés. S'il est opportun pour chaque porteur de retirer ses billes du jeu en cas de perte de confiance, un tel mouvement généralisé précipite la survenance d'une crise, souvent de nature systémique, de sorte que non seulement les ressources du débiteur sont proportionnellement ébranlées, mais la valeur des obligations du côté des créanciers tend également à s'effondrer. Dans ces conditions, le coût du défaut s'avère disproportionné pour le débiteur et pour ses créanciers (Krueger, 2001), sans pour autant affaiblir sa probabilité de survenance (Sgard, 2010).

1 • Jusqu'en 2003, c'était notamment le cas de la juridiction nord-américaine, sous laquelle la majorité des titres latino-américains sont émis.

Pour Krueger, plus les règles de gestion de la crise sont ordonnées et prévisibles, moins ce dilemme du prisonnier a des chances d'apparaître. En effet, lorsque les porteurs anticipent la difficulté de la procédure de restructuration, il apparaît rationnel pour chacun d'entre eux d'agir seul pour obtenir un recouvrement en plein. Cependant, cela a des répercussions négatives en termes d'intérêt général puisque seuls les premiers arrivés seront servis. L'action unilatérale d'un créancier se traduit aussi bien dans la tentation de liquider sa position sur un marché qui lui semble désormais trop risqué, que dans le recours aux tribunaux. En face néanmoins, les créanciers craignent qu'une facilitation de la restructuration ne conduise à une facilitation du défaut, lequel deviendrait de fait stratégique. C'est ce que Roubini et Setser (2003) appellent la course au défaut (« *rush to default* »).

Lorsqu'il apparaît, ce dilemme peut entraîner trois autres problèmes d'action collective, tout aussi préjudiciables, et se présentant cette fois lors de la survenance effective du défaut. L'incertitude porte cette fois sur l'issue de la crise. Premièrement, le fait que le moratoire sur les paiements ne soit pas officiellement accepté, par le FMI et les marchés, suscite une course aux tribunaux (« *rush to the courthouse* »). Dans ces circonstances, la cessation des flux de remboursement qui suit l'annonce du défaut accroît la méfiance des porteurs vis-à-vis de leurs chances de recouvrement. Les conséquences sont les mêmes, puisque s'il apparaît rationnel pour chaque créancier de tenter d'obtenir un remboursement en plein *via* la voie judiciaire, une telle option s'avère contreproductive dès lors que trop de créanciers la choisissent. Le défaut signifie effectivement que les ressources du débiteur ne suffisent plus à servir sa dette, notamment en termes de flux (i.e. d'intérêts). De fait, tous les créanciers ne pourront être remboursés à la valeur initiale de leurs créances et seuls les premiers arrivés seront servis. Dans ces conditions, la probabilité qu'une large majorité de porteurs soit lésée est élevée. Deuxièmement, si les créanciers et le débiteur parviennent malgré tout jusqu'à la table des négociations, mais toujours en situation d'improvisation, un deuxième obstacle à l'action collective peut émerger. Le problème du passager clandestin (« *free rider* ») peut apparaître dès lors que l'unanimité des porteurs est requise pour parvenir à un accord¹, et se présente lorsqu'une minorité de créanciers, dite dissidente (« *holdout* »), refuse les termes d'un accord pourtant accepté par la majorité comme étant favorable au groupe. C'est donc la règle de l'unanimité qui incite la minorité réfractaire à se pourvoir devant les tribunaux pour tenter d'obtenir un traitement préférentiel (Roubini, 2002). C'est elle également qui conforte de la sorte l'action des « créanciers vautours ». La solution était alors, pour Krueger, d'abolir la règle

1 • Théoriquement au moins, aucun juge ne peut liquider un Etat comme on liquide une entreprise, c'est-à-dire en partageant ses actifs au prorata de l'apport des financeurs, ou remplacer ses représentants par un personnel que les créanciers auraient choisi.

de l'unanimité en faveur de la clause de majorité, afin qu'à partir d'un certain taux de participation, défini à l'avance, l'accord puisse lier l'ensemble des créanciers et garantisse alors un traitement équitable. Troisièmement, un tel contexte d'incertitude peut décupler les difficultés du débiteur dans la mesure où la règle du débiteur en possession de ses actifs (« *debtor in possession* ») ne peut être respectée. Toute procédure de faillite fait effectivement en sorte que le débiteur puisse continuer son activité durant les négociations, ce qui suppose des financements intermédiaires. Or, aucun créancier n'a intérêt à accorder de tels financements à un débiteur engagé dans la restructuration de sa dette dans la mesure où la séniorité n'existe pas dans le contexte souverain. L'incertitude du nouveau créancier quant à la possibilité que son prêt fasse lui aussi l'objet d'une restructuration légitime accroît sa réticence à apporter de l'argent frais (*fresh money*). Dans ce dernier cas, il est par contre nécessaire de rendre les nouveaux créanciers privilégiés afin de garantir leur remboursement. Symétriquement, la conditionnalité doit permettre de rassurer les créanciers quant à leur probabilité d'obtenir un taux de recouvrement convenable.

En aval enfin, la restructuration peut s'avérer lente et laborieuse, de sorte que les coûts de la crise sont bien plus élevés que ce qu'ils auraient été en présence d'un véritable mécanisme de restructuration. C'est à cause de ces problèmes qu'une crise de la dette souveraine est souvent décriée comme ayant des effets à long terme (Roubini, 2002a). La détérioration de la note du souverain en défaut rend les marchés méfiants. Les créanciers ne reviennent pas facilement vers une économie en crise, et le débiteur subit alors une isolation financière durable, souvent illégitime, et qui aurait pu être évitée. Krueger parle d'un « trou béant » de l'architecture financière internationale (Krueger, 2001, p.1) pour qualifier l'absence de proposition visant à résoudre de manière ordonnée et prévisible ce type de crise. Pour elle, le problème est qu'une telle faille appelle systématiquement le renflouement extérieur public, notamment traduit par les financements du FMI. Or, le but étant également de réduire la mise à contribution du contribuable, notamment pour limiter tout aléa moral, Krueger souhaite concrétiser l'implication du secteur privé dans la résolution des crises à travers un mécanisme centralisé.

Pour solutionner l'ensemble de ces problèmes, Krueger (2002) s'est alors appuyée sur le chapitre 11 du Code américain des faillites. Celui-ci régit la restructuration et la liquidation d'entités privées, et aborde les règles élémentaires qui doivent être respectées dans toute procédure de faillite. Or, si le défaut souverain ne s'apparente pas à la faillite d'une personne privée¹, il implique néanmoins les mêmes risques au niveau de la sauvegarde

des ressources du débiteur et de la gestion des problèmes d'action collective des créanciers. L'adaptation du chapitre 11 par Krueger s'inscrit par définition dans l'approche statutaire.

2.1.2 • La nécessité consécutive d'une approche statutaire : Le Mécanisme de restructuration de la dette souveraine (MRDS)

En 2001, Anne Krueger, alors première directrice générale adjointe du FMI, proposait une approche statutaire pour combler les failles inhérentes à la restructuration de la dette souveraine dans le contexte de la globalisation (Krueger, 2001). Selon Krueger, la complexification des relations entre le débiteur et ses créanciers appelait l'intervention d'un médiateur capable à la fois de protéger l'économie débitrice défaillante et la valeur des titres des créanciers. La première version du mécanisme proposé, appelé mécanisme de restructuration de la dette souveraine (MRDS), était très ambitieuse. Si pour Krueger, les crises de liquidité pouvaient continuer de faire l'objet d'une gestion *ad hoc*, les crises d'insolvabilité devaient par contre être résolues dans le cadre d'un processus complet, supranational, ordonné et prévisible.

Le MRDS avait pour objet de répondre aux quatre grands objectifs inhérents à toute procédure de restructuration et s'apparentant au chapitre 11 du code américain des faillites. Il s'agissait d'abord d'éviter les courses à la liquidité et aux tribunaux afin d'inciter le débiteur à faire état de ses difficultés de paiements bien plus tôt qu'auparavant. Ainsi, les coûts économiques et sociaux encourus par l'économie débitrice seraient réduits et la probabilité de négociations chaotiques, annihilée. Le deuxième objectif était de préserver la valeur des créances des créanciers, notamment en garantissant au mieux les ressources de l'économie débitrice. Troisièmement, et consécutivement, il s'agissait de fournir de l'argent frais au débiteur afin de lui permettre de continuer son activité économique. Enfin, il s'agissait de mieux coordonner les créanciers durant les négociations pour résoudre les problèmes du dilemme du prisonnier et du passager clandestin.

A l'échelle des moyens, Krueger voulait d'abord permettre au pays débiteur de poser un moratoire sur ses paiements, lequel, une fois avalisé par le Fonds, aurait ouvert les négociations avec les créanciers. Associé à la suspension des poursuites par les créanciers et à la possibilité d'un contrôle des changes dans certaines situations, le moratoire aurait

alors suscité des négociations à l'abri de la panique. Ce premier lot de réformes aurait conduit à une meilleure protection du débiteur en limitant les droits des créanciers, mais aurait également joué en faveur de ces derniers en limitant la décote des obligations. Il correspondait donc également au deuxième objectif.

En outre, le traitement équitable des créanciers aurait ensuite impliqué une agrégation des différentes classes de créances, impliquant tout aussi bien les obligations que les créances bancaires, voire commerciales. Par conséquent, le MRDS se serait appliqué à tous les types de créances, y compris, et c'était là un aspect nouveau, aux obligations domestiques. Jusque-là, la dette domestique, dont l'encours est souvent problématique, n'avait jamais fait l'objet d'une inclusion dans les renégociations puisque le souverain dispose de sa propre juridiction en la matière. Il est tout aussi vrai néanmoins que la solvabilité du débiteur ne peut être analysée sans prendre en compte ses obligations nationales. Le Fonds aurait alors établi un système d'agrégation des créances à l'intérieur de chaque classe, et non une agrégation pure et simple des classes elles-mêmes. *In fine*, l'approbation d'une « super-majorité » pour chaque classe aurait scellé l'accord de restructuration final (Krueger, 2002).

Les créanciers auraient d'autre part été encouragés à fournir de l'argent frais à l'économie débitrice afin de répondre aux besoins du *debtor in possession*. Les nouveaux apports bénéficieraient alors de la séniorité, et seraient ainsi prioritaires dans le remboursement mais également protégés de la restructuration.

Enfin, le mécanisme prévoyait un vote à la majorité pour la conclusion de l'accord final, lequel aurait lié tous les créanciers, y compris les réfractaires. Par là même, toute action des créanciers vautours aurait pu être éliminée. En pratique, les principes du MRDS aurait primé sur les lois nationales, de sorte qu'aucun créancier n'aurait pu recourir à une juridiction nationale si le MRDS était ouvert. L'affirmation de cette primauté aurait nécessité soit la ratification d'un traité international, soit l'amendement des statuts du FMI. Un amendement des statuts du Fonds aurait alors été plus facile à opérer dans la mesure où il ne requiert « que » l'assentiment de 85% des droits de vote, contrairement à la ratification d'un traité international exigeant l'unanimité. Dans les deux cas néanmoins, la volonté politique devait être forte et homogène, ce qui n'a pas été le cas (voir infra).

Au final, la tierce partie aurait été officialisée dans l'institution du FMI. Le Fonds jouait en effet un rôle fondamental durant toute la procédure. Présent dès l'ouverture du MRDS, *via* son accord sur le moratoire, il suivait le processus jusqu'à la fin, puisque c'est lui

qui devait homologuer l'accord de restructuration final afin que ce dernier soit officiel et opérationnel. C'est notamment ce point qui vaudra, pour diverses raisons, les plus grandes critiques à la proposition Krueger (voir infra).

Néanmoins, les obstacles, que Krueger jugeait insurmontables sans une telle procédure, n'avaient pas la même importance pour toutes les parties prenantes au débat. D'autres auteurs considéraient en effet, consécutivement au soubassement théorique de l'efficience des marchés, que le coût du défaut n'était pas nécessairement illégitime et que les problèmes d'action collective n'étaient pas aussi importants que ce que Krueger rapportait. De fait, face à la seule approche statutaire en lice, s'érigeait l'optique du *statu quo*, voire d'une régulation marginale, notamment symbolisée par un code de bonne conduite et l'inclusion de clauses d'action collective (CAC) dans les titres de dette.

2.2 • L'approche contractuelle : La relativité des problèmes inhérents à la restructuration

Si l'on considère que les problèmes inhérents aux anciennes procédures de restructuration sont bénins, alors les améliorations à apporter doivent elles aussi être mineures. Par ordre croissant de contrainte, il existe trois types de modifications marginales. Fondé sur les expériences du début des années 2000, à l'issue desquelles la participation des créanciers a été élevée, le *statu quo* pur et simple propose de seulement généraliser la pratique des accords de sortie (*exit consent*). Parallèlement, la Banque de France a édicté un Code de bonne conduite destiné à encadrer le *statu quo* par quelques règles simples et non contraignantes (2.2.1). La proposition de Taylor en faveur de l'inclusion de clauses d'action collective dans les titres de dette sur le marché new-yorkais ne suscite quant à elle que des modifications également mineures, mais va légèrement plus loin que les deux premières en réactualisant un procédé qui avait été refusé par les marchés cinq ans plus tôt (2.2.2).

2.2.1 • Entre le « laissez-faire » : Le *statu quo* et le code de bonne conduite

Les méthodes les plus décentralisées sont en effet le *statu quo* à la Dooley (2.2.1.1), qui souhaite maintenir le système en l'état, et le Code de bonne conduite, qui préconise un encadrement *a minima* (2.2.1.1).

1 • Par la suite, l'offre d'échange sera définie comme un échange de titres sans CAC, pour symboliser le procédé du *statu quo*, tandis que les CAC impliqueront une offre d'échange de titres les contenant.

2.2.1.1 • Le *statu quo* pur et simple

Pour Dooley (2000) et Roubini (2002 a et b), la gestion des crises à la fin des années 1990 n'avait pas été aussi chaotique que dans la vision Krueger. Les moyens qui avaient été employés pour résoudre les dernières crises de la dette souveraine devaient alors seulement être entérinés. Après la crise de 1982, différentes solutions de marché ont émergé pour tenter de procéder au remboursement des créanciers. Trois grandes options ont alors été utilisées (Krugman, 1988). D'une part, les échanges de dette (*debt-equity swap*) ont démarré dès 1985. Le plan Brady les a également encouragés, de sorte que les opérateurs de marché ont pu racheter des titres de dette avec décote et les échanger contre des actions détenues par l'Etat, ou des obligations en monnaie locale (*local currency conversions*). D'autre part, les rachats de dette sur le marché secondaire par le pays débiteur (*buy-back*) ont été autorisés à partir de 1988 afin de limiter la décote des créances (Vasquez, 1996). Dans le cadre du plan Brady, le gouvernement pouvait soit utiliser ses réserves, soit financer le rachat par un autre prêt envers le FMI. Enfin, la sécurisation des créances par un collatéral (*securitization*) devait permettre de restaurer la confiance des opérateurs du marché et ainsi de limiter leur désengagement. En cas de défaut, ils recevraient alors le remboursement des titres collatéralisés, le plus souvent sur les obligations du Trésor américain. Depuis les années 1990, l'ampleur prise par l'encours de la dette empêche leur sécurisation entière par les titres nord-américains et les autres options demeurent informelles ou inusitées. Ainsi, l'offre d'échange (*exchange offer*) est devenue, notamment avec la restructuration de la dette équatorienne en 1999, le mécanisme le plus utilisé. L'offre d'échange consiste, qu'il y ait défaut ou pas, à restructurer la dette en émettant de nouvelles obligations remplaçant les anciennes et révélant alors les termes de la restructuration. Cette pratique est normalement interdite, de sorte que l'Etat doit alors chercher le consentement d'une majorité qualifiée de porteurs pour modifier les termes du contrat. Cette pratique, connue sous le nom d'accord de sortie (*exit consent*), permet alors de modifier les termes de paiement avec l'accord d'une majorité de créanciers (Buchheit et Gulati, 2000). Si la majorité, dont le seuil est défini au préalable, est consentante, alors l'Etat a le droit de modifier les termes du contrat de prêt. L'amendement implique une modification du calendrier de remboursement, des taux d'intérêt servis sur la dette, voire du principal. L'avantage d'une telle procédure est qu'elle ne requiert pas l'unanimité des créanciers. Cela ne signifie pas pour autant que l'accord de la majorité lie tous les créanciers, de sorte que les dissidents peuvent toujours tenter d'obtenir un remboursement aux conditions initiales devant les tribunaux¹.

Dans l'optique de l'illégitimité de l'immunité souveraine face à l'efficacité des marchés, le coût du défaut restait légitime. L'apprentissage serait ainsi un excellent remède à la maladie, et les partisans du *statu quo* considèrent que le « laissez-faire » permet de faire perdurer dans les mémoires des deux parties prenantes la douleur causée par un défaut souverain, de sorte que ce dernier doit se produire le plus rarement possible. Ainsi, pour Dooley (2000), plus les sanctions du défaut sont élevées, plus l'Etat est incité à rembourser, et plus le marché est confiant quant à la probabilité d'être effectivement remboursé. Par ailleurs, une telle disposition prévient le risque moral, puisqu'il est acquis que le secteur public n'interviendra pas. La stabilité du système financier international est alors supposée assurée et pérenne.

L'argument majeur du *statu quo* relève du fait que les approches statutaire et contractuelle ne sont pas indispensables dans la mesure où ni la course à la liquidité, ni la ruée sur les tribunaux, ni l'existence de créanciers vautours ne pose véritablement problème en réalité (Roubini, 2002b). La ruée vers la liquidité peut être résolue par un moratoire sur les paiements décidé unilatéralement par l'Etat, lequel peut s'accompagner d'un contrôle sur les sorties de capitaux, d'un contrôle des changes ou d'un gel des dépôts. Le problème de la course aux tribunaux pourrait alors être provoqué par le moratoire lui-même, mais l'immunité souveraine, bien qu'affaiblie, continue, pour l'auteur, de protéger l'Etat d'une saisie de ses biens par les créanciers. Pour les tenants de cette approche, les problèmes liés au passager clandestin peuvent être contenus dans l'utilisation des mécanismes existants, notamment parce que le problème des créanciers vautours est, selon eux, relativement rare. En outre, la présence de créanciers vautours tient à la probabilité d'obtenir un traitement préférentiel. De fait, plus cette probabilité est réduite, moins les dissidents se risqueront à tenter d'obtenir davantage. Pour réduire cette potentialité, l'Etat doit faire jouer le mécanisme classique de l'équilibre entre incitations (paiements immédiats, utilisation de collatéraux ou encore séniorité accordée aux créanciers collaborant) et sanctions (menace de défaut, voire de répudiation). D'autant que le recours au juge reste coûteux, et l'arbitrage de ce dernier est toujours incertain, ce qui doit réduire d'autant le nombre de porteurs susceptibles de s'engager dans une telle voie.

Les partisans du « laissez-faire » mettent ainsi en avant les exemples « à succès » de restructurations opérées sous les conditions existantes, avec notamment l'utilisation des accords de sortie. L'Equateur, l'Ukraine ou encore le Pakistan sont en effet régulièrement cités en exemples dans les cas de restructurations réussies négociées de manière décentralisée (Roubini, 2002b ; Levasseur et Riffart, 2003b ; Roubini et Setser, 2004). Les accords de sortie

1 • Pour plus de détails, voir Buchheit et Gulati (2000).

2 • Le rapport Rey de 1996 avait d'autre part déjà abordé les questions des comportements « désirables » avant et après le défaut, lorsqu'il préconisait la mise en place des clauses d'action collective (G10, 1996). L'extension des prêts du FMI en situation d'arriéré pour les obligations souveraines en 1998 posait également comme condition d'accès la bonne foi du débiteur. Le sommet du G8 à Cologne en 1999 a ensuite axé plus profondément sur les problèmes liés à l'implication du secteur privé dans la résolution des crises, ce qui impliquait de fait une certaine bonne foi de la part des créanciers. En 2000, le cadre de Prague était renforcé par la définition de neuf principes régissant la coopération tant au niveau de la prévention que de la résolution des crises de la dette souveraine. En janvier 2003 enfin, Jean-Claude Trichet, le gouverneur de la banque de France posait quant à lui pour la première fois les termes d'un véritable Code de bonne conduite dans la renégociation des dettes souveraines.

sont opérés à l'initiative du débiteur, lequel modifie les termes initiaux du contrat de prêt. Ce processus est assez ancien, il a été utilisé lors de la crise de 1929 par les entités privées dont le cours des titres s'était effondré. La pratique est réapparue dans les années 1980, lors de la grande crise de la dette¹, notamment sous l'égide du plan Brady. Pour les auteurs, la pratique fonctionne. L'Etat propose de nouvelles obligations et sa bonne foi est évaluée directement par les créanciers, *via* leur taux de participation. La procédure a le mérite d'être rapide, et une fois généralisée, elle réduirait d'autant les coûts liés à la lenteur d'autrefois.

Pour autant, afin de garantir un comportement de bonne foi de la part des deux parties, d'autres auteurs ont proposé de maintenir le *statu quo*, mais de l'encadrer par certaines règles non contraignantes. C'est notamment le cas du Code de bonne conduite édicté par la Banque de France en 2003.

2.2.1.2 • Le Code de bonne conduite : Un *statu quo* encadré

Face à la difficulté de construire un véritable mécanisme de gestion des crises de la dette souveraine, la Banque de France a développé en 2003 un « code de bonne conduite » à l'attention des débiteurs souverains et de leurs créanciers privés (Couillault et Weber, 2003). Bien que le code de la Banque de France soit arrivé après les propositions de Krueger et de Taylor (cf. infra), l'idée d'un simple guide comportemental est lui, un peu plus ancien. Une annexe de résolution de l'organe intersession de la CNUCED en septembre 1980 mentionnait déjà la nécessité de l'adoption de certaines règles en présence de difficultés financières d'un débiteur souverain (*in* Helleiner, 2006)².

Tel qu'énoncé par Couillault et Weber (2003), un tel code doit au mieux pouvoir prévenir une crise de surendettement souverain et, au pire, la résoudre. Pour les tenants de cette alternative, l'intérêt est de fournir un cadre informel à la gestion de ce type de crises. Cela permet de passer outre les barrières politiques se dressant devant l'établissement d'un véritable mécanisme, puisque la mise en œuvre est strictement basée sur le consentement de chaque partie. De la même manière que le *statu quo* présenté plus haut, le Code de bonne conduite pense trouver sa légitimité à partir du postulat selon lequel « les problèmes liés à une action collective (c'est-à-dire les difficultés à identifier les détenteurs d'obligations, à coordonner les réunions avec les créanciers et à parvenir à un accord approuvé par une large majorité d'entre eux) ne sont pas aussi importants qu'on l'a souvent craint » (Couillault et

Weber, 2003, p.2). Le code est de fait simplement composé d'un ensemble de principes généraux et d'une boîte à outils plus spécifique.

Les principes généraux sont au nombre de six. La Banque de France conseille d'une part au débiteur et à ses créanciers d'entretenir un dialogue précoce et régulier afin de créer et d'affermir une relation de confiance. La confiance ainsi édifiée permettrait de détecter rapidement les difficultés du débiteur et susciterait, le cas échéant, une large participation des créanciers. Deuxièmement, la transparence des informations véhiculées par le débiteur doit occasionner une évaluation approfondie de la situation du débiteur de la part des créanciers afin de détecter rapidement une potentielle insoutenabilité de la dette. En cas de restructuration, les créanciers doivent être représentés équitablement pour éviter qu'une classe se sente lésée par rapport à une autre. Quatrièmement, dans la même optique, l'équité dans la représentation doit être suivie d'une comparabilité de traitement pour susciter une large participation. La conditionnalité économique et financière doit ensuite permettre au débiteur de revenir à un niveau d'endettement viable et de préserver la valeur des titres des créanciers. Enfin, un comportement de bonne foi, tant de la part du débiteur que des créanciers, est impératif afin de rétablir des relations financières « normales » à l'issue du processus. Du côté du débiteur, la loyauté implique de minimiser les coûts subis par ses créanciers et de respecter autant que possible l'intégrité des contrats initiaux. De leur côté, les créanciers doivent avoir conscience qu'un abandon de certaines créances peut parfois s'avérer nécessaire.

La boîte à outils du Code se divise en huit critères. Le premier critère veut structurer le dialogue entre les parties, soit selon une représentation des créanciers au sein de comités constitués de manière *ad hoc*, soit au sein d'organes permanents, à l'instar du Club de Paris pour les dettes publiques bilatérales. Concernant le partage des informations, le débiteur doit fournir un certain nombre de renseignements jugés indispensables, comme l'encours de sa dette totale, ses perspectives d'évolution ou encore les modalités du processus de négociations (calendrier, traitement des différentes classes d'actifs etc.). Ces informations doivent être transmises de manière uniforme, de sorte que tous les créanciers puissent y avoir accès. Troisièmement, la représentation des créanciers doit être assez flexible pour tenir compte des différentes classes en jeu. A ce titre, les clauses d'action collectives (CAC), si elles ont été incluses dans les contrats de prêts, doivent être utilisées pour s'appuyer sur le seuil de majorité requis. Dans le cas contraire, les CAC doivent servir de modèle. Quatrièmement, si un moratoire s'avère nécessaire, celui-ci doit être appliqué en accord

avec les créanciers, sauf circonstances extrêmes exigeant une suspension unilatérale des paiements. Dans les deux cas, l'élaboration préalable de critères définissant l'utilisation du moratoire peut être utile afin d'éviter tout mouvement de défiance. Cinquièmement, le Code propose de mettre en place des principes directeurs déterminant le champ de la dette à inclure dans les négociations. Le Code aborde surtout la partie bilatérale de la dette publique, invitant le Club de Paris à se joindre à la restructuration lorsque celle-ci est importante. Sixièmement, dans le cadre des modalités de la restructuration, les créanciers doivent avoir conscience qu'une réduction de la dette peut être nécessaire au retour à la solvabilité du débiteur. L'outil le plus original du Code se situe à la frontière entre le caractère non juridictionnel des lignes directrices et la proposition d'un recours à un médiateur en cas de désaccord majeur entre les parties. Le médiateur n'aurait qu'un rôle de catalyseur, limitant « les risques de suspicion mutuelle » (Couillault et Weber, 2003, p.8) et aidant à identifier les points de divergence afin de les résoudre plus rapidement. Enfin, dans le but de favoriser un retour du pays débiteur sur les marchés financiers, les nouveaux financements doivent impérativement être exclus du processus de négociation.

Malgré le cadre décentralisé autour duquel s'articule le Code de bonne conduite, ce dernier compte néanmoins sur les compétences du FMI non seulement dans la prévention de la crise, mais aussi dans sa résolution. Au niveau de la prévention, la surveillance régulière des fondamentaux de l'économie débitrice doit permettre d'établir un diagnostic précoce sur une éventuelle insoutenabilité de la dette. Ceci permet non seulement de limiter le surendettement, mais également d'identifier les situations dans lesquelles une restructuration est nécessaire. Trois scénarios sont alors envisagés. Le premier scénario fait état d'un endettement insoutenable pour cause de tensions financières à court terme seulement. Nous sommes ici en présence d'une simple crise de liquidité qui ne doit pas se transformer en crise d'insolvabilité par attentisme. Il s'agirait dans ce cas de mettre en place les mesures d'ajustement qui s'imposent ou de renégocier les modalités de paiement afin de contrecarrer l'effet boule de neige de la dette et d'apaiser les anticipations du marché. Le deuxième scénario appréhende la négociation d'une dette insoutenable, mais dont le pays est néanmoins *a priori* capable d'assurer le service. Dans ce cas, l'élaboration d'un programme avec le FMI, parallèlement à une restructuration menée selon les principes du Code doit permettre un retour rapide à la soutenabilité de la dette. Le dernier scénario intègre l'insoutenabilité de la dette dans le cadre d'un moratoire sur les paiements. Dans ce cas, les outils du Code doivent permettre de renégocier les termes du contrat dans un

cadre coopératif. Dans cette optique, une représentation adéquate des créanciers et la mise en place d'un programme d'ajustement structurel aideraient à aboutir à un accord rapide et efficace. Ainsi, la surveillance du Fonds doit pouvoir prévenir la crise, tandis que la conditionnalité doit pouvoir la résoudre. En outre la conditionnalité suppose, comme de coutume, la mise en place de mesures d'ajustement, mais également une certaine discipline de la part du FMI dans l'octroi de son aide financière afin d'envoyer les bons signaux aux marchés.

Défini comme tel, le Code de bonne conduite pourrait effectivement pallier les difficultés les plus connues d'un processus de restructuration. En d'autres termes, si toutes les parties prenantes jouent le jeu, alors la renégociation de la dette peut effectivement être rapide et efficace. S'inscrivant dans la logique décentralisée, exempte de toute régulation contraignante, le Code a naturellement été salué et repris l'année suivant par l'Institute of International Finance¹, qui représente les intérêts des institutions financières, ou, en d'autres termes, ceux des créanciers. Le Code doit accompagner tout processus de restructuration informel, de sorte qu'il s'applique également dans le cadre des clauses d'action collective. Ces dernières ont été proposées en 2002 et se sont imposées en tant que voie intermédiaire entre le laissez-faire et le MRDS de Krueger.

2.2.2 • A une régulation *a minima* : Les clauses d'action collective (CAC)

Taylor (2002a) part d'un postulat similaire à celui de Krueger à propos de l'impertinence des renflouements officiels du débiteur et des créanciers. Si la procédure de restructuration est davantage ordonnée et reconnue, les financements du FMI seront réduits. En outre, il ne s'agit pas de mieux répartir le fardeau de la dette entre les parties, mais seulement de tenter de réduire le fardeau global. Pour lui, l'incertitude véhiculée par toute restructuration de la dette souveraine s'apparente à « un trou noir », dans lequel les créanciers comme le débiteur sont aspirés sans savoir comment ils vont en sortir (Taylor, 2002b). Le but est donc de fournir un cadre adéquat à la restructuration de manière à réduire l'incertitude. Néanmoins, comme les principaux problèmes de restructuration émanent des difficultés de coordination des créanciers, c'est à ces difficultés qu'il faut s'attaquer en priorité. Pour Taylor (2002a), l'approche statutaire n'est alors ni nécessaire, ni opérationnelle, en raison des blocages institutionnels et juridictionnels qu'elle suscite.

1 • Le rapport Rey est un rapport du groupe de travail des députés du G10 qui reprend l'idée d'Eichengreen et Portes sur la nécessité d'inclure et de généraliser la pratique des CAC sur le marché de la dette souveraine.

2 • Le marché londonien a été le premier à intégrer une clause de majorité dans les contrats de dette d'entreprises privées, symbolisée à l'époque par un acte de fiducie. Cet acte permettait à une super majorité de créanciers de se prononcer par vote, lors d'une réunion, sur l'acceptation de l'amendement des termes du titre, y compris des modalités de paiements. Une fois les modifications acceptées par vote, tous les créanciers étaient liés. Avant la seconde moitié du XIX^e siècle, l'unanimité était effectivement requise, et retardait considérablement l'issue de la restructuration. Le terme même de clause de majorité a été énoncé pour la première fois en 1879 par Francis Beaufort Palmer, un avocat anglais qui voulait lutter contre « la tyrannie de la minorité » (Buchheit et Gulati, 2002). A la fin du siècle, ces clauses étaient courantes dans l'émission de titres de dette, tant par les entités privées que publiques.

La ratification d'un traité international apparaît effectivement illusoire et l'amendement des statuts du Fonds demande l'accord des Etats-Unis, alors même que le Trésor est traditionnellement contre toute augmentation des pouvoirs du Fonds. Taylor privilégie de fait l'approche contractuelle et décentralisée, symbolisée dans les clauses d'action collective (CAC). Parallèlement au rapport Rey de 1996¹, Taylor se base sur la pratique courante en Grande-Bretagne depuis le milieu du XIX^e siècle d'inclure dans les titres de dette des CAC régissant la procédure à suivre en cas de modification des termes du contrat de prêt². En outre, l'argument majeur en faveur de cette option est qu'elle est beaucoup plus facile à concrétiser que le MRDS de Krueger. Par ailleurs, la nature contractuelle de la procédure exige seulement la définition de quelques lignes directrices, mais les créanciers et le débiteur restent libres d'établir les modalités exactes d'un amendement des conditions initiales du contrat. Enfin, une approche décentralisée, qui n'implique qu'*a minima* le secteur officiel, inciterait les marchés à davantage observer les fondamentaux de l'économie afin de mieux anticiper les actions du gouvernement débiteur et ainsi réduire la multiplicité des équilibres de marché. De fait, les CAC, tout comme le MRDS, n'ont pas seulement vocation à résoudre la crise, mais également à la prévenir.

Taylor (2002b) et le FMI (2002b) recommandent alors l'insertion de deux clauses indispensables, établies selon les pratiques déjà en vigueur, notamment sur le marché britannique.

En premier lieu, la clause de majorité de restructuration doit définir les modalités de vote qui lient tous les créanciers de la même émission avant et après le défaut. Cette clause a plusieurs fonctions. La première régit les modalités de rassemblement des créanciers, lequel se fait soit sur demande du débiteur, soit après un vote de créanciers détenant un certain pourcentage des créances à recouvrer (généralement 10%), soit sur demande du fiduciaire. Le seuil pré-requis pour qu'un vote à la majorité qualifiée puisse légitimement lier tous les créanciers est généralement de 75%. En deuxième lieu, la clause prévoit les dispositions de la notification d'une réunion aux créanciers. Typiquement, la notification doit être envoyée aux créanciers (ou au fiduciaire) entre 20 et 50 jours avant la réunion et doit préciser le lieu, la date et les détails de la modification envisagée. La clause doit également expliciter le quorum requis pour que l'assemblée soit jugée représentative et que le vote soit légitimé. Les règles de vote doivent également être connues à l'avance. Taylor propose alors un alignement sur le modèle anglais avec un seuil de 75% des détenteurs de titres. Enfin, la clause doit définir les titres exclus du vote, à l'instar des obligations « détenues au bénéfice » de l'émetteur.

La deuxième clause fondamentale est la clause de majorité d'exécution. Elle permet à une majorité de créanciers de réguler la capacité d'une minorité à activer l'accélération du remboursement, de la désactiver, mais également de poursuivre le souverain en justice. Cette clause peut s'appliquer s'il y a effectivement un défaut de paiement de la part du débiteur. Le seuil est en général compris entre 10 et 25% des détenteurs des créances dues pour l'activation (loi londonienne), et entre 50 et 75% pour la désactivation (loi new-yorkaise). Certaines dispositions doivent également encadrer les conditions sous lesquelles le souverain peut être poursuivi en justice. Dans le cas de la fiducie, le mandataire négocie avec le souverain et bénéficie de prérogatives importantes, telle que la capacité d'engager une action en justice au nom des créanciers. Dans ce cas, le fiduciaire doit soit faire appel au vote des créanciers, dont la majorité qualifiée est souvent comprise entre 20 et 25%, soit initier une procédure par un acte unilatéral si les circonstances définies préalablement sont réunies. A l'issue de la procédure, le représentant doit remplir la condition de partage, c'est-à-dire répartir le montant recouvré entre les créanciers *au prorata* de leur apport initial. Par conséquent, même si un créancier, ou un petit groupe de créanciers, parvient à réunir la majorité de vote requise pour engager une action en justice à l'encontre du débiteur, les fonds recouverts seront distribués à tout le groupe, de sorte que les récalcitrants ne sont pas avantagés.

Toujours dans le cadre d'une inflexion de la tentation aux tribunaux, Taylor préconise également l'établissement d'une disposition précisant les modalités de l'initiation de la procédure par le souverain. Dans ce cadre, tout comme Krueger dans sa deuxième version (voir *infra*), Taylor anticipe l'éventualité d'un délai suffisamment long, entre la formation de la représentation des créanciers et l'ouverture des négociations, pour laisser ouvert la possibilité d'une course aux juges. De fait, il propose lui aussi de définir à l'avance une période d'arrêt, de 60 jours, permettant de suspendre les paiements et les poursuites en justice le temps de laisser les créanciers se réunir après la demande de restructuration du souverain. Dans tous les cas, fiducie ou non, Taylor, tout comme le Code de bonne conduite et le FMI, recommande fortement la nomination d'un représentant ou la formation d'un comité de créanciers, capable d'entretenir des relations étroites avec le souverain tout au long de la durée de vie de l'obligation, puis de négocier légitimement avec lui en cas de difficultés de paiement.

L'élaboration d'une clause d'agrégation des créances est restée en suspens, avant d'être finalement abandonnée. De fait, la restructuration sous l'égide des CAC ne s'applique *a priori* qu'aux titres les incluant. De la même manière, chaque titre contient ses propres

CAC, lesquelles ne s'appliquent alors qu'à une seule catégorie d'obligations. Les autres sont donc d'emblée exclues de la procédure. Taylor (2002a) avait d'abord annoncé qu'une telle inclusion devait être décidée au cas par cas. Le FMI a ensuite proposé d'agrèger les diverses créances, notamment les crédits bancaires, les crédits commerciaux et la dette domestique. Mais les marchés n'ont pas réagi favorablement à cette idée, craignant de voir leurs droits érodés par une « super majorité » remettant leur vote en question après agrégation. Le FMI précisera enfin que dans la mesure où les banques syndiquées sont déjà relativement bien organisées, que les dettes domestiques bénéficient d'une juridiction qui leur est propre et que les crédits commerciaux sont précieux en raison de leur rôle d'argent frais pendant les négociations, les CAC ne devraient inclure, *a priori*, que les obligations souveraines internationales (FMI, 2002b).

De la même manière que le MRDS, les CAC ont très vite fait l'objet d'inquiétudes de la part des représentants des marchés financiers. Et tout comme Krueger, Taylor (2002c) a du revoir la définition des CAC en prenant en compte l'opinion des marchés. Néanmoins, si Krueger a seulement tenu compte des critiques qui étaient adressées à son MRDS, Taylor (2002c) a quant à lui permis aux marchés de redéfinir le *design* des CAC. Par conséquent, l'analyse du choix des CAC au détriment du MRDS se base davantage sur l'économie politique des deux approches que sur la théorie proprement dite.

Tableau 6 : Comparaison entre les différentes approches de résolution de crises

	<i>Statu quo</i> / Code de bonne conduite	CAC	MRDS ¹
Approche	Contractuelle / Décentralisée	Contractuelle / Décentralisée	Statutaire / Centralisée
Principe	Décentralisation des négociations autour des deux parties au contrat.	Décentralisation des négociations autour des deux parties au contrat.	Centralisation des négociations autour d'une tierce partie institutionnalisée.
Objet	Prévention et résolution des crises de liquidité et de solvabilité.	Prévention et résolution des crises de liquidité et de solvabilité.	Prévention et résolution des crises de solvabilité.
Caractéristiques	Institutionnalisation des outils existant, comme les offres d'échange et les accords de sortie. Encadrement des comportements par un Code de bonne conduite à l'attention des deux parties.	Institutionnalisation des outils existant, notamment des offres d'échange. Encadrement de la procédure par des clauses insérées dans le contrat de dette dès l'émission obligataire. Les clauses régissent le comportement des parties	Recours au <i>statu quo</i> ou aux CAC en cas de problème de liquidité. Recours au MRDS en cas d'insolvabilité. L'instance arbitrale est chargée de coordonner les parties, de résoudre les conflits et d'avaliser l'accord conclu.
Avantages escomptés	Ordre, rapidité et prévisibilité. Faisabilité politique et institutionnelle. Résolution du problème d'action collective. Respect/renforcement de l'intégrité des contrats.	Ordre, rapidité et prévisibilité. Accessible en termes politiques et institutionnels. Résolution du problème d'action collective. Respect/renforcement de l'intégrité des contrats.	Ordre, rapidité et prévisibilité. Résolution du problème d'action collective. Soutenabilité de la dette <i>ex post</i> . Equité du partage du fardeau.
Limites	Absence de contrainte. Incertitude non réduite. Aléa moral renforcé et conflit d'intérêts du côté des créanciers. Absence d'équité dans le partage du fardeau.	Contrainte insuffisante. Incertitude non réduite. Aléa moral renforcé et conflit d'intérêts du côté des créanciers. Absence d'équité dans le partage du fardeau.	Obstacles politiques et institutionnels. Conflit d'intérêts du côté du FMI. Aléa moral accentué du côté du débiteur.

Source : Auteur.

¹ Première version

Conclusion de section

Cette première section a révélé les soubassements théoriques de l'approche décentralisée et a exposé les prémices du débat en fonction de ces hypothèses. L'approche contractuelle est en effet accréditée par l'hypothèse d'efficience des marchés financiers. Une telle assise a deux conséquences majeures. D'une part, elle rend toute intervention extérieure, au mieux vaine, au pire contreproductive et, d'autre part, elle discrédite la notion d'immunité souveraine et en demande l'abolition.

Ainsi, compte tenu des soubassements théoriques qui ont conduit à légitimer l'affaiblissement de l'immunité souveraine afin de préserver la méthode décentralisée, il n'est pas étonnant de constater la victoire de l'opinion des marchés non seulement dans le nombre de mécanismes décentralisés proposés par rapport au nombre de procédures formelles, mais également dans le choix opéré. Les marchés souhaitaient naturellement préserver le *statu quo*, car ce système leur assurait alors l'hégémonie. Néanmoins, la communauté officielle internationale avait décidé de limiter les renflouements du FMI, de sorte que la pérennité du système était inéluctablement remise en cause. Par conséquent, le seul moyen de conjurer un MRDS trop ambitieux était de revoir leur position sur les CAC.

Section 2 : Le maintien d'une approche décentralisée : Le résultat de l'opinion des marchés

Au moment où le débat opposant le MRDS aux CAC était entamé, Lerrick et Meltzer ont rappelé que ce dernier ne symbolisait en fait qu'un « autre épisode du conflit classique entre la régulation et la liberté des marchés » (Lerrick et Meltzer, 2002, p.2). En effet, les différentes propositions sur l'amélioration de la gestion des crises de la dette souveraine se sont toujours divisées entre l'approche statutaire et l'approche contractuelle. En outre, chaque proposition de centralisation a été immédiatement refusée, tandis que les propositions de décentralisation ont toujours pu être discutées. En réalité, l'adoption d'un mécanisme ne tient pas tant à ses qualités techniques qu'à sa faisabilité politique, et le choix doit donc être analysé en termes d'économie politique. De fait, si le MRDS a été avorté, ce n'est pas tant en raison de ses limites institutionnelles qu'en raison de la régulation extérieure qu'il induisait, même *a minima* (1). Le choix des CAC a donc constitué le moyen le plus sûr de conjurer un MRDS trop ambitieux (2).

1 • L'abandon du MRDS : Entre raisons techniques et refus de toute régulation extérieure

Si les CAC et le MRDS ont tous deux fait l'objet de critiques, qui plus est souvent similaires (1.1), les CAC étaient davantage conçues pour refléter l'opinion des marchés, de sorte que leur souplesse d'adaptation était, à ce niveau, bien meilleure que celle du MRDS (1.2).

1.1 • MRDS et CAC : Des critiques similaires mais à la portée différente

Bien que les CAC aient échappé aux écueils institutionnels reprochés au MRDS, les deux mécanismes ont globalement fait l'objet de critiques similaires. Néanmoins, là où les inquiétudes à propos du MRDS semblaient rédhitoires (1.1.1), les inquiétudes du même ordre liées aux mécanismes de Taylor (2002a et b) pouvaient être aisément apaisées (1.1.2).

1.1.1 • Les limites techniques du MRDS *a priori* insurmontables

Le MRDS a immédiatement fait l'objet de trois types de critiques. Si les deux premières catégories relevaient *a priori* d'aspects technico-économiques, la troisième était davantage d'ordre institutionnel.

Le point commun du premier type de critiques était le refus du renforcement du rôle du Fonds dans la procédure de restructuration, notamment traduit par la nécessité de son aval pour homologuer l'accord final. Ce refus était, de manière sous-jacente, lié aux anticipations d'un aléa moral. Pour Lerrick et Meltzer (2002), le Fonds, par l'intermédiaire de ses actionnaires majoritaires, en tant que pourvoyeur de liquidités et donc en raison de son propre rôle de créancier, pouvait influencer les termes de l'accord final. De fait, étant à la fois juge et partie, l'institution entrainait nécessairement en conflit d'intérêts, lequel était également synonyme d'aléa moral. L'hypothèse la plus probable était que plus l'accord pencherait en faveur du débiteur, et donc d'une plus grande décote pour les créanciers, moins le FMI aurait à décaisser ses propres ressources. L'aléa moral, alors engendré du côté du débiteur, qui se serait concrétisé par une augmentation des défauts stratégiques, allait être anticipé par les créanciers, et l'issue serait contreproductive. L'introduction d'un tel biais, même potentiel, augmenterait effectivement l'incertitude des créanciers sur l'orientation du Fonds, de sorte que les prêts au souverain deviendraient non seulement plus rares mais aussi plus chers. L'intrusion du FMI dans la procédure nuisait également à l'intégrité des contrats (Helleiner, 2008). Le contrat de prêt ayant été établi entre deux parties et de manière décentralisée, tout amendement de ses termes doit suivre la même procédure et n'incorporer que les parties d'origine. Si le Fonds était susceptible d'orienter les termes de l'accord final, l'intégrité était proportionnellement affaiblie, et le contrat n'avait dès lors plus de force contraignante. Or, si les créanciers ne sont plus protégés par l'intégrité du contrat de dette, la probabilité qu'ils se protègent désormais différemment, en accordant moins de prêts et à des taux plus élevés, est grande. L'aléa moral serait alors engendré par l'affaiblissement de la contrainte de remboursement chez le débiteur. Krueger a d'abord précisé que si le FMI continuait de superviser le processus, compte tenu de sa compétence en matière d'analyse de la viabilité de la dette, il ne déciderait en rien de l'issue finale des négociations. De fait, l'évaluation de la situation économique et financière du débiteur, dans le cadre du programme d'ajustement, ne devrait que fournir

1 • Un tel amendement aurait dû effectivement requérir l'approbation de 60% des membres détenant un total de 85% des droits de vote. Or, les Etats-Unis détenant 16,75% des droits de vote, ils disposent automatiquement d'un droit de veto.

2 • Il est plausible qu'*a priori*, le Fonds ait pensé s'appuyer sur les ratios de pure solvabilité définis dans le cadre de l'initiative PPTE. Cette dernière analyse la viabilité économique de la dette selon deux critères. Le premier correspond au ratio de la valeur actuelle nette (VAN) de la dette par rapport aux exportations, lequel doit être supérieur à 150% pour que la dette puisse être jugée insoutenable. Le second, qui s'adresse aux économies peu ouvertes, et dont les exportations ne reflètent pas la capacité à servir la dette, conjugue trois autres ratios. Ainsi, si le pays connaît un ratio exportations/PIB supérieur à 30% et un ratio recettes publiques/PIB supérieur à 15%, alors il est éligible dans la mesure où son ratio VAN de la dette/recettes publiques excède les 250%. Ces ratios de solvabilité sont purement quantitatifs, et ne permettant de dégager que le montant des ressources maximales que l'Etat peut déboursier pour le remboursement de sa dette dans le cadre d'une approche strictement orthodoxe de la soutenabilité. Ils ne tiennent absolument pas compte de l'impact du remboursement de la dette sur le « bien-être » des populations, autrement dit, du débiteur (Berr et Combarnous, 2007). Néanmoins, il s'agit tout de même d'une définition susceptible d'être utilisée de manière consensuelle, *a priori*, et pouvant toujours faire l'objet d'une extension pour y inclure la dimension sociale de la dette.

des informations supplémentaires aux créanciers pour la conclusion de l'accord (Krueger, 2001). Néanmoins, l'inquiétude des créanciers n'a pas faibli et Krueger a dû supprimer l'action du Fonds au sein de la procédure.

Le second type de critiques portait sur la possibilité d'institutionnalisation du MRDS. L'aspect opérationnel reposait soit sur la ratification d'un traité international, soit sur l'amendement des statuts du Fonds. Comme déjà mentionné, l'établissement d'un traité international s'avérait impossible dès lors que l'unanimité était requise entre les gouvernements sous la juridiction desquels étaient émis la majorité des titres créanciers et les gouvernements débiteurs. Or, parmi la première catégorie de gouvernements, l'accord des Etats-Unis constituait une condition *sine qua non* dans la mesure où la majorité des titres latino-américains sont émis sous leur juridiction, et ces derniers n'étaient pas favorables à l'accroissement des pouvoirs du Fonds. Le problème était identique dans l'option de l'amendement des statuts du Fonds, puisque celui-ci requérait également en premier lieu l'approbation des Etats-Unis¹. Du côté des gouvernements débiteurs, les inquiétudes liées à une augmentation des coûts d'emprunt en cas de ratification du MRDS étaient trop fortes pour rassembler une vaste majorité (voir infra). Or, l'ampleur des réformes induites par la mise en place d'un tel mécanisme était alors jugée indue, compte tenu de l'efficacité récente des offres d'échange ou, en d'autres termes, du *statu quo*. L'approche juridictionnelle impliquait en effet, pour les investisseurs notamment, une procédure relativement longue, coûteuse et à l'issue tout de même incertaine. Notamment, quelques doutes ont émergé sur la définition de la soutenabilité de la dette, laquelle traduit la « situation nette » du débiteur ou, autrement dit, sa « valeur de liquidation ». En outre, le caractère soutenable d'une dette est très délicat à définir (Cohen et Portes, 2003), et le FMI n'a jamais explicité cette notion². Pourtant, la situation nette du débiteur permet de distinguer entre une crise de liquidité et une crise de solvabilité, puisqu'il est admis en droit des faillites que si la vente des actifs dégage des liquidités inférieures aux dettes, alors le débiteur est officiellement insolvable. De fait, sans une définition consensuelle de la soutenabilité de la dette, il était impossible d'évaluer la capacité de remboursement de l'Etat, et de distinguer une crise de liquidité d'une crise de solvabilité.

Un troisième lot de critiques tenait au côté opérationnel d'un tribunal des « faillites souveraines ». Car quelle que soit l'entité jouant ce rôle, sans un traité international, sa légitimité était réduite, et son existence, inefficace. Un tel organe n'aurait alors pu imposer un « plan de redressement » au débiteur, même si celui-ci aurait pu être obligatoire dans le

cadre des financements intermédiaires. Le juge ne pouvait non plus liquider les actifs de l'Etat pour les partager *au prorata* de l'apport des créanciers. D'autre part, une telle institution n'était pas non plus en mesure de « changer l'équipe dirigeante » car les gouvernements auraient au préalable exigé des garanties de souveraineté (Cohen et Portes, 2003). Même s'il s'était avéré possible de contraindre le débiteur, l'opinion des marchés était négative quant à toute forme de transgression de l'intégrité des contrats. L'opinion des marchés a été incluse dans les deux types de mécanismes en jeu, et elle s'est montrée davantage encline à accepter un mécanisme décentralisé qu'une procédure centralisée, dans la mesure où le premier, malgré des risques similaires à la seconde, leur était plus favorable.

1.1.2 • Les limites des CAC : Des écueils parfois similaires mais passés outre

Les CAC n'ont pas représenté une réelle innovation, puisqu'elles avaient déjà fait l'objet d'une vive littérature dans la seconde moitié des années 1990. A cette époque, notamment après la parution du rapport Rey en 1996, elles n'avaient suscité aucun enthousiasme de la part des investisseurs, au contraire (Levasseur et Riffart, 2003). Les critiques avaient été acérées quant au fait que la suspension temporaire des paiements préconisée par le rapport allait renforcer les pouvoirs du débiteur en forçant les créanciers à se réunir autour de la table de négociation (Helleiner, 2008).

En l'occurrence, la première critique était la même que celle adressée au MRDS, puisque les marchés considéraient qu'une telle proposition n'était pas légitime en raison de l'efficacité du *statu quo*. La réplique de Taylor (2002c) a été la même que celle de Krueger (2002), car selon lui également, l'incertitude liée au contexte de l'époque pouvait être réduite par les CAC. La réponse de Taylor a néanmoins été plus convaincante que celle de Krueger. La seconde préoccupation des représentants des marchés, l'*Emerging market trade association* (EMTA), était également identique à celle mentionnée à propos du MRDS. Les marchés craignaient effectivement une augmentation du coût d'emprunt pour les pays débiteurs incluant les CAC dans leurs titres de dette. Selon Taylor néanmoins, certaines études avaient déjà montré que les CAC n'auraient pas d'effets dommageables sur les coûts d'emprunt. Eichengreen et Mody (1999) avaient effectivement analysé la variation des *spreads* sur les marchés primaire et secondaire sur 2000 obligations souveraines émises entre 1991 et 1998 et n'avaient pas trouvé d'impact négatif sur les titres

émis avec CAC. Les CAC étaient en effet courantes sous la loi londonienne et inexistantes sous la juridiction new-yorkaise. Or, les résultats concluaient que les CAC pouvaient même distinguer les mauvais emprunteurs des bons élèves en réduisant le coût d'emprunt des pays à la réputation solide. Une telle étude ne pouvait être menée sur le MRDS, puisque son caractère inédit empêchait toute analyse comparative des coûts avant et après sa mise en place. Krueger, de son côté, ne pouvait donc qu'argumenter sur l'absence d'impact du MRDS, notamment en invoquant le fait que la surveillance régulière du FMI, dans le cadre d'un traitement d'informations désormais transparentes, permettrait aux pays ayant une bonne réputation d'accéder au contraire plus facilement aux marchés internationaux de capitaux. Le MRDS avait justement vocation à s'attaquer aux coûts illégitimes de la restructuration pour les débiteurs de bonne foi (Krueger, 2001). En théorie, seuls les pays mal notés auraient vu leurs coûts d'emprunt alourdis. Mais cet argumentaire n'a, lui, pas suffi. Les deux derniers points d'achoppement concernaient le caractère partiel des CAC, dont les manques étaient en l'occurrence comblés dans le cadre du MRDS. D'abord, les CAC ne prévoyaient pas d'agrégation des créances. Par conséquent, elles ne pouvaient que régenter la procédure de restructuration des titres les incluant, tous les autres étant exclus. Selon Taylor (2002c), l'absence d'agrégation ne nuirait pas à l'efficacité des CAC dans la mesure où les lignes directrices établies par les clauses pouvaient également guider la restructuration portant sur des titres sans CAC. Malgré le caractère évasif de la réplique, le problème a été éludé. Ensuite, les CAC ne s'adressaient qu'à un certain type de crise, celle de la dette souveraine extérieure, de sorte que les crises de change et les défaillances du secteur financier domestique n'étaient pas abordées. Là encore, la solution selon Taylor était simplement de proclamer que la priorité était pour l'heure d'améliorer le processus de restructuration de la dette souveraine extérieure. Les autres problématiques seraient démêlées ultérieurement. Pourtant, une analyse de la soutenabilité demandait l'inclusion de la dette publique totale. Or, l'Etat garantit implicitement les créances privées, comme l'atteste la survenance régulière d'une crise de la dette souveraine suite à une crise bancaire (voir chapitre 3).

Au final, malgré des critiques semblables, puisque celles-ci s'adressaient davantage à la régulation en tant que telle qu'à un mécanisme proprement dit, Taylor disposait de trois atouts que Krueger n'avaient pas. Premièrement, Krueger ne remettant pas explicitement en cause l'hypothèse d'efficacité des marchés mais prônant néanmoins la régulation, elle ne bénéficiait d'aucune assise théorique alternative accréditant les avantages du MRDS.

Ensuite, comme mentionné plus haut, quelles que soient les faiblesses des CAC, celles-ci restaient opérationnelles plus rapidement que le mécanisme de Krueger. En ce sens, il ne s'agissait plus de combler le « trou béant » de l'architecture financière internationale, mais seulement d'opérer quelques modifications mineures. Enfin, Taylor privilégiant une approche décentralisée favorable aux créanciers, il laissait bien plus de place à l'opinion des marchés que Krueger, qui voulait davantage équilibrer les pouvoirs en présence. De fait, en termes d'adaptation, si le MRDS s'est vu dépossédé de son juge au profit d'un simple forum de règlement des différends, les CAC sont allées plus loin en incluant le secteur privé dans la rédaction des clauses.

1.2 • Une souplesse d'adaptation différente

Une différence importante entre les CAC et le MRDS était effectivement que les marchés n'étaient pas invités à s'exprimer au même niveau. Si le MRDS pouvait être amendé selon les inquiétudes des marchés, il ne pouvait pas, en tant que mécanisme formel, abroger la présence d'une tierce partie (1.2.1). En face en revanche, les CAC étaient aptes à intégrer toutes les recommandations des représentants des marchés (1.2.2).

1.2.1 • L'amendement du MRDS : L'élimination de la contrainte posée par le juge

Le principal obstacle du MRDS était en réalité la place du Fonds dans la procédure. Face aux critiques, la proposition Krueger a donc été revue en profondeur et le FMI a été supprimé de la liste des intervenants (FMI, 2002e).

Au niveau de la suspension temporaire des paiements, qui induit une suspension temporaire des poursuites, celle-ci ne serait plus activée après approbation du Fonds, mais après un vote à la majorité des créanciers. Néanmoins, ce vote agrégeant toutes les classes de créanciers, et arrivant à l'issue d'une vérification de chaque créance, il pouvait prendre un temps considérable, ce qui était susceptible d'entraver l'efficacité du processus. Pour résoudre ce problème, Krueger a suggéré de permettre un moratoire de 90 jours, lequel serait activé soit unilatéralement par le pays débiteur, soit après approbation du FMI, soit après un vote des créanciers. Cette période de 90 jours était jugée nécessaire pour étudier les créances et les réclamations des porteurs dans un climat relativement serein.

Néanmoins, dans la troisième hypothèse, le fait que le vote induise une agrégation de toutes les classes de créanciers pouvait considérablement retarder l'activation du moratoire. Krueger a alors proposé d'instaurer une commission chargée d'étudier les créances et de coordonner les créanciers pour accélérer le processus. La version revisitée continuait de justifier l'éventualité d'un contrôle sur les mouvements de capitaux par le fait qu'il existe un délai entre l'activation du moratoire et celle de la suspension des poursuites.

De même, pour la prolongation du moratoire, Krueger a suggéré que sa possibilité et sa durée soient décidées par un vote des créanciers. Elle envisageait alors l'hypothèse d'un refus des créanciers dans le but d'optimiser les recouvrements, soit en contraignant le FMI à intervenir financièrement, soit en astreignant le pays débiteur à un régime économique encore plus drastique. Dans ce cas, Krueger considérait que la politique de prêt du FMI en situation d'arriérés pouvait suffire à pallier cette éventualité en signalant le soutien du Fonds à un pays qui avait interrompu ses paiements. Du côté du débiteur, tout signalement d'un comportement de mauvaise foi de sa part, impliquant notamment la transmission de fausses informations aux créanciers ou encore la mauvaise application du plan d'ajustement décidé avec le FMI, autoriserait les créanciers à clore le processus du MRDS, et donc la suspension des recours en justice, et provoquerait un arrêt de l'aide financière du Fonds.

Enfin, la modification la plus importante apportée au MRDS a consisté à supprimer l'approbation du Fonds pour rendre l'accord de restructuration opérationnel. Seul le vote des créanciers rendrait désormais l'accord officiel et lierait les récalcitrants. A ce niveau, Krueger s'est alignée sur le concept des CAC, dont la clause de majorité prévoit que le vote à la majorité qualifiée des créanciers contraigne l'accord de tous les autres.

L'une des dernières publications du Fonds sur le sujet, en novembre 2002, a précisé les idées de Krueger en préconisant l'établissement d'un Forum de règlement des différends relatifs à la dette souveraine (SDDRF¹). Ce forum serait chargé de résoudre les désaccords survenant d'une part entre le débiteur et ses créanciers, et d'autres part parmi les créanciers eux-mêmes. Le forum devrait être indépendant du FMI. Concrètement, il s'agirait d'un « panel de juges ou d'arbitres » (FMI, 2002e, p 58), régis par un président, et sélectionné par une commission d'experts dont le choix final serait accrédité par le bureau des gouverneurs du FMI. Le choix serait guidé par les principes d'indépendance, de compétence, de diversité et d'impartialité. Les prérogatives du SDDRF seraient réactives, limitées, voire purement administratives. Ses fonctions ne concerneraient donc que la notification de l'ouverture du

1 • La règle du « *hotchpot* » est un dérivé du droit de l'insolvabilité extra-frontalier, d'abord appliquée au Royaume-Uni. Certaines procédures d'insolvabilité impliquent en effet plusieurs juridictions. Cette diversité présente alors une opportunité pour certains créanciers de satisfaire leurs revendications dans plusieurs tribunaux et ainsi obtenir un recouvrement supérieur à celui obtenu par les créanciers se présentant devant un seul tribunal. La règle du « *hotchpot* » permet alors de bloquer l'action de ces créanciers et d'assurer l'équité dans le groupe.

MRDS aux crédateurs, l'enregistrement des plaintes, l'administration du processus de vote et la résolution des désaccords éventuels. Son seul véritable pouvoir serait, selon la règle du « *hotchpot* »¹, de contraindre les tribunaux opérant sous certaines juridictions sises en dehors du territoire du souverain à fermer leurs portes à certains créanciers récalcitrants. Quant à la ratification de l'accord de restructuration entre le débiteur et ses créanciers, elle a totalement disparu au profit d'une simple « certification » du Forum (FMI, 2002e, p.64). La certification serait de fait automatique et le SDDRF n'aurait alors aucun droit de regard sur la viabilité de l'accord conclu.

En définitive, devant les critiques adressées au premier MRDS, tant de la part de la communauté des créanciers que des pays débiteurs et de la communauté officielle internationale, Krueger a dû supprimer son idée d'un véritable arbitre aux pouvoirs contraignants dans le processus de restructuration, incarné sous l'égide du FMI. Pour autant, sa deuxième version, qui intégrait le SDDRF, a également été refusée dans la mesure où certaines inquiétudes subsistaient. La raison officielle est que le Forum demandait lui aussi un amendement des statuts du FMI. De manière sous-jacente, la présence d'une tierce-partie, même aux pouvoirs réduits, continuait de déranger. En effet, malgré les modifications profondes apportées au MRDS, il ne pouvait atteindre la profondeur de la décentralisation opérée par les CAC. Avec les CAC, les acteurs du marché pouvaient décider eux-mêmes des conditions de la restructuration et bénéficient en amont de principes directeurs établis par le Fonds. Dès le début de l'année 2002, le FMI a abandonné le MRDS pour encourager la généralisation des CAC grâce à la participation massive des représentants des marchés financiers (FMI, 2002c).

1.2.2 L'amendement des CAC : Une redéfinition des clauses par les marchés

L'élaboration plus poussée des clauses types par le FMI a posé quelques problèmes dans la mesure où le secteur privé était avant tout résolu à ne pas rendre le défaut plus aisé. En 2002, après le premier discours de Taylor, l'EMTA a insisté sur l'application de deux principes. Il était nécessaire selon l'association d'établir des clauses recevables, dans le sens où elles devaient être acceptées par les marchés et les investisseurs. Dans la même lignée, ces clauses, destinées à faciliter le processus de restructuration, ne devaient pas rendre le défaut plus aisé. Alors que le Fonds voulait avant tout résoudre les problèmes inhérents

1 • La loi anglaise exige en effet un quorum de créanciers représentant 75% de la dette à restructurer lors du premier meeting, et 25% pour les assemblées ajournées.

aux phénomènes de panique et de passager clandestin, les représentants du secteur privé voulaient surtout éviter de renforcer le poids du débiteur dans les négociations. L'institut of international finance (IIF), qui élaborait parallèlement son code de bonne conduite, et les six autres associations professionnelles de la finance les plus puissantes ont alors élaboré un modèle de clauses relativement astreignant, qu'ils ont ensuite soumis au FMI. Ce groupe a été surnommé le « *Gang des sept* », et considérait que le plus grave problème du financement obligataire du souverain n'était pas qu'il rendait la restructuration chaotique, mais que les créanciers ne pouvaient pas prendre le contrôle des opérations du souverain, comme cela se fait habituellement en droit des faillites privées (Setser, 2008). Cette nostalgie de la politique de la canonnière annonce la nature des dispositions préconisées par le *Gang*. Le projet concernait six grandes dispositions (voir annexe 7).

Au niveau de l'amendement des termes du contrat, incluant les modalités de paiements, le seuil de vote requis par les associations grimpait à 85% des détenteurs de titres à restructurer, au lieu des 75% des créanciers présents lors des assemblées en vigueur sous la loi anglaise¹. La majorité exigée pour lier tous les créanciers devait alors être de 75% du quorum. La définition du seuil se ferait en termes de membres, et non en termes de parts détenues, ce qui est plus facile à atteindre. Les associations, qui représentent également les petits porteurs, voulaient alors éviter une potentielle « tyrannie de la majorité » (Bratton et Gulati, 2003). Il s'agit de la mesure la plus stricte parmi celles proposées par la loi anglaise et le G10 (sachant qu'à l'époque, la loi de New York requiert encore l'unanimité). En outre, non seulement le vote ne comprendrait que les termes financiers, mais en plus le seuil requis serait plus élevé que ce qui prévaut dans la plupart des juridictions accueillant les CAC (FMI, 2003b).

Les dettes exclues de la restructuration devaient concerner toutes les dettes détenues ou contrôlées directement ou indirectement par le débiteur ou l'une de ses structures publiques. Cette définition de l'incapacité s'appuie sur celle proposée par le G10, qui est également la plus étroite puisque les lois anglaise et new-yorkaise n'abordent que les dettes détenues par l'Etat et les entités qui lui sont liées. Les associations de porteurs voulaient s'assurer que l'Etat débiteur n'aurait aucune influence sur les votes par le biais de structures partisans.

Les conditions d'accélération se voulaient similaires à celles définies par la plupart des propositions en la matière. L'accélération pouvait alors être activée à la discrétion du comité mandataire, si les créanciers détenant 25% des créances avaient voté pour. La « décélération » devait quant à elle requérir entre 50% et $66\frac{2}{3}$ des obligations, ce qui est également conforme à la plupart des interprétations en vigueur (FMI, 2003b).

Selon les associations privées, l'initiation des procédures judiciaires devait être laissée à l'appréciation de la loi régissant la place d'émission du titre. Par conséquent, tout porteur pouvait intenter une action en justice si l'obligation était émise sur la place new-yorkaise, tandis que le comité mandataire, sous la loi anglaise, devait rassembler 25% des membres pour initier une telle procédure. La loi anglaise exige également que la distribution des fonds se fasse *au prorata* des engagements des créanciers. Le fait que les CAC ne soient alors pas encore en vigueur sur la place new-yorkaise posait un problème de symétrie. La loi anglaise était effectivement bien plus favorable au débiteur à ce niveau-là, ce qui allait de fait créer une distorsion juridique entre les conditions de renégociations selon la place d'émission. Or, le *Gang* ne proposait pas d'encourager la standardisation des clauses sous la juridiction new-yorkaise (FMI, 2003b).

Les dispositions concernant l'établissement du comité représentant les créanciers étaient également très détaillées par le projet. Un tel comité devait être formé à la majorité simple (plus de 50% des obligations détenues) après l'annonce du défaut ou de la volonté de l'Etat débiteur de restructurer sa dette. De même, le président de la commission devait être élu à la majorité simple, sauf si un groupe de porteurs détenant au moins 25% des obligations s'y opposaient explicitement. Enfin, tous les frais et dépenses inhérents au fonctionnement du comité, notamment les appels à des experts financiers et à des juristes, devaient être acquittés par le débiteur. Ces exigences différaient largement des recommandations en vigueur partout ailleurs, même si la pratique est courante dans le domaine privé. Si les lois anglaise et new-yorkaise ne prévoient effectivement aucune disposition à ce sujet, laissant les parties libres de décider, la proposition du G10 ne spécifiait que les conditions d'élection du mandataire, et recommandait l'établissement de ce dernier *ex ante*, afin qu'il puisse être actif durant toute la durée de vie de l'obligation (FMI, 2003b). Par ailleurs, le paiement de tous les frais du comité par le débiteur, s'il constitue une résolution acceptable en temps normal, peut par contre être considéré comme abusif s'il existe un nombre important de comités, chacun représentant une classe de créances. De manière quelque peu surprenante, si cette exigence apparaît *a priori* secondaire, compte tenu de l'importance des autres problèmes soulevés par la restructuration, le *Gang* a beaucoup insisté sur le sujet, se plaignant des antécédents au cours desquels le souverain avait refusé de financer le fonctionnement du comité (Setser, 2008). Au sein de ces nombreuses exigences, il devenait donc difficile de distinguer les véritables priorités des associations.

1 • Le Special Data Dissemination Standard en anglais (SDDS). Il s'agit d'un ensemble de normes établies par le FMI afin d'apporter une assistance aux pays qui ont ou qui sont désireux d'avoir accès aux marchés internationaux des capitaux. Il est également attendu du respect de la norme SDDS une contribution positive à la poursuite de politiques économiques « saines et transparentes », selon la définition du Fonds en la matière, et une amélioration du fonctionnement des marchés financiers (désormais mieux informés).

2 • Le passage à une communication trimestrielle a finalement été entériné en mars 2010.

Au niveau de la fourniture d'information enfin, le secteur privé exigeait d'abord que le débiteur souscrive au guide de la norme spéciale de diffusion des données (NSDD) économiques et financières du FMI¹, puis publie un rapport trimestriel de ses prévisions économiques à douze mois. Or, à l'époque, le guide implique seulement une publication annuelle². Le débiteur devait également s'engager à fournir d'autres renseignements jugés importants pendant toute la durée de vie de l'obligation. Enfin, tout détenteur de plus de 5% des obligations concernées devait pouvoir « raisonnablement » demander certaines informations supplémentaires au débiteur. Le problème des informations supplémentaires, que le débiteur devait s'engager à fournir, concernait leur accessibilité et leur pertinence. Le Fonds a en effet précisé que certains renseignements demandés, à l'instar du texte de l'arrangement conclu avec l'institution, non seulement appartenaient au Fonds, et non au pays lui-même, mais n'avaient pas, qui plus est, vocation à être publiés. Concernant le problème de légitimité, le FMI considérant que certaines informations susceptibles d'être réclamées étant d'ordre confidentiel, le consentement de toutes les parties impliquées devait être requis. C'est le cas par exemple d'un accord conclu avec le Club de Paris. En outre, la confidentialité posait un problème d'équité et de loyauté. Le fait que certains créanciers seulement puissent avoir accès à certaines données confidentielles soulevait en effet la question de l'égalité de traitement entre créanciers, laquelle est censée demeurer un enjeu central du processus de restructuration. Deuxièmement, l'idée d'une information secrète révélée à une seule partie des porteurs apparaissait quelque peu illusoire, dans la mesure où le nombre élevé de détenteurs de titres impliquait nécessairement des fuites au niveau de l'information (Herman, 2008).

Néanmoins, l'inclination du secteur privé en faveur des CAC était devenue, en 2002, une nécessité. Dans tous les cas, « le changement était dans l'air » (Setser, 2008, p.23) et les pays du G8 devaient choisir entre les intérêts de leurs investisseurs privés et leur propre intérêt à limiter les renflouements massifs affectant les ressources publiques. Or, depuis la crise asiatique, ils avaient publiquement choisi la voie de l'implication du secteur privé dans la résolution des crises. De son côté, le FMI, qui faisait face aux critiques acerbes du risque moral induit par ses interventions, avait également exprimé son intention de renverser la situation. Or, ce retournement avait pris de l'ampleur avec la proposition d'une procédure formelle des faillites souveraines inspirée du Chapitre 11 du Code américain des faillites, laquelle redonnait clairement consistance aux impératifs du souverain lors d'une crise de ce type. Les marchés n'avaient donc pas

le choix. Soutenir Taylor était la seule manière d'arrêter Krueger, et la proposition de Taylor leur permettait, qui plus est, de faire valoir leur propre modèle de clauses. Dès lors, « ce n'est que lorsque le MRDS radical a fait demi-tour que les financiers privés se sont avancés vers les CAC en tant que moindre mal » (Blustein, *in* Helleiner, 2009, p.20). Ils ont pu, à partir de là, avancer le fait que compte tenu du changement de mode de financement des économies émergentes et des crises qui se sont succédées depuis les années 1990, la survie économique des investisseurs privés dépendait de l'émergence des CAC. Le constat était exagéré puisque le marché londonien les avait intégrées depuis longtemps. Mais ce discours public suffisait à faire savoir que les marchés, qui étaient nécessairement en position de force au moment de l'émission de l'obligation, se prononçaient publiquement en faveur des CAC, et que les débiteurs avaient donc tout intérêt à en faire autant.

La différence entre les CAC et le MRDS a, au final, tenu à la place des marchés dans l'élaboration du mécanisme. Dans le cadre du MRDS, s'ils avaient leur mot à dire, celui-ci était tout de même restreint par la seule existence d'une tierce partie supervisant la procédure. Les CAC leur permettaient par contre de s'exprimer librement et de poser toutes leurs conditions, et ces dernières étaient de toute évidence nombreuses. L'émission d'obligations souveraines incluant des CAC par le Mexique en 2003 a suivi les conditions posées par le secteur privé. Néanmoins, les raisons sous-jacentes à la généralisation de cette pratique aux dépens d'un mécanisme formel de résolution des crises n'ont pas tant relevé d'une problématique d'efficacité économique que de considérations politiques, voire idéologiques.

2 • Le choix des CAC comme seul moyen de conjurer un MRDS trop ambitieux

L'abandon du MRDS a résulté de positions réfractaires. D'un côté, les Etats-Unis, sujets à un *lobbying* important de la part des marchés financiers, étaient hostiles à toute approche formelle et centralisée (2.1). De l'autre, les pays débiteurs, encore dépendants des Etats-Unis et des marchés financiers, et connaissant la position de leurs deux autocrates, ne pouvaient se positionner en faveur du MRDS sans leur envoyer un signal de défiance (2.2).

2.1 • Les CAC : Le projet d'un Congrès américain favorable aux marchés

En tant que promoteur du libéralisme, les Etats-Unis n'ont jamais été favorables à une approche statutaire et centralisée pour résoudre les crises de la dette souveraine. S'il représente la plus aboutie, le MRDS n'est pas la première approche de ce type, pas plus qu'il ne constitue la première proposition refusée par les Etats-Unis (2.1.1). Au vu de sa position inchangée au cours du temps, il était alors impossible de voir le Congrès soutenir une proposition d'ordre statutaire (2.1.2).

2.1.1 • L'hostilité des Etats-Unis face à tout mécanisme renforçant le pouvoir des débiteurs

En 1942, peu avant la conférence de Bretton Woods, Harry Dexter White souhaitait assigner au FMI et à la Banque internationale pour la reconstruction et le développement (BIRD) une fonction d'assistance à la résolution des crises de la dette souveraine. L'idée initiale était d'interdire à une économie de faire défaut sur sa dette sans le consentement du FMI, afin de permettre à ce dernier d'arbitrer les négociations. La valeur ajoutée de la proposition de White était sans nul doute de créer, en face du comité de créanciers, une commission représentant les débiteurs afin d'équilibrer les pouvoirs en présence. Le plan de White était en outre basé sur l'idée de Hansen de réduire la toute puissance des créanciers dans les négociations (*in* Helleiner, 2006). L'économiste Jacob Viner, pourtant plus conservateur que Hansen, appelait également à la création d'une entité supranationale pour solutionner les désaccords liés aussi bien à la restructuration de la dette due aux créanciers privés qu'à celle due à des gouvernements (Helleiner, 2006). En 1944 enfin, F. H. Klopstock, de la Réserve fédérale, proposait d'inclure dans les contrats de dette une clause d'arbitrage des disputes par un tribunal international. Ces propositions n'ont jamais trouvé d'écho dans les statuts du FMI ou de la BIRD. Le seul fait explicatif connu remonte au secrétaire au Trésor américain, Henry Morgenthau, lequel aurait insisté pour que White ne présente pas sa motion lors de la conférence de Bretton Woods (Helleiner, 2006). Pour les Etats-Unis, une telle institution aurait facilité le défaut et les marchés auraient répondu par une augmentation des coûts d'emprunt. L'argument de l'aléa moral était donc déjà avancé et serait récurrent lors de chaque relance du débat.

Peu avant la crise de la dette de 1982, la question d'un renforcement des pouvoirs des débiteurs s'est à nouveau posée. Le Club de Londres et le Club de Paris représentaient et coordonnaient deux types de créanciers mais en face, les pays débiteurs n'étaient pas organisés. La Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement (CNUCED) a donc mis en avant en 1978 la nécessité d'un forum international indépendant pour faciliter la restructuration de la dette souveraine. Le groupe des 77, réunissant les pays en développement, a soutenu l'idée de la CNUCED lors du sommet d'Arusha en février 1979, et a proposé d'établir une commission internationale de la dette (CID) qui remplacerait les clubs de Paris et de Londres (Soederberg, 2005). La commission aurait eu trois grandes fonctions. Elle aurait d'abord étudié, à la demande du débiteur, les problèmes inhérents à la dette et au développement du pays. Elle aurait ensuite édicté les mesures à suivre pour tenter de résorber le problème, dans le respect du développement du pays, et notamment grâce à un concours officiel bilatéral et multilatéral. Enfin, elle aurait réuni les parties prenantes à la négociation pour la mise en place des mesures indiquées. Cette proposition avait le mérite de mettre en lumière, pour la toute première fois, la problématique du lien entre le remboursement de la dette et le développement du pays débiteur. Il était en effet inédit de voir abordées les conséquences sociales de la dette. Néanmoins, les pays créanciers, et notamment les Etats-Unis, restaient hostiles à tout mécanisme susceptible, selon eux, de faciliter le défaut souverain.

Ce n'est pas un hasard si les différentes décisions de justice ayant affaibli la notion d'immunité souveraine ont émané des Etats-Unis. Cet affaiblissement n'a été légitimé par la littérature orthodoxe qu'*a posteriori*, et s'il résultait effectivement du paradigme libéral des Money Doctors, puis ultralibéral des *Chicago Boys*, il s'analyse également en termes d'économie politique. Les Etats-Unis ont toujours prôné la décentralisation des négociations et, de fait, leur neutralité dans les restructurations opposant leur secteur privé aux débiteurs sud-américains. Mais cette neutralité apparente a toujours été conditionnée à une protection de leurs marchés bancaire et financier. Ladite protection s'est établie officieusement soit en amont, par la voie juridique, soit en aval, par la création FBPC en 1933 et par la recapitalisation des banques entre 1982 et 1989. Les années 1990 ont seulement vu la méthode évoluer vers des renflouements indirects de leurs opérateurs *via* le FMI, lorsque la crise du pays débiteur menaçait également leur économie, comme au Mexique en 1994, en Asie en 1997 et au Brésil en 1999. Au final, l'hostilité des Etats-Unis envers la reconnaissance des droits des débiteurs durant les négociations n'a été rendue publique que lorsque les demandes l'étaient également. En toute logique, cette position a été réitérée à l'encontre du MRDS.

1 • Comme en témoigne le rapport de la commission Meltzer de 2000, commandé en 1998 par le Congrès américain, qui déplore le bilan des institutions multilatérales et appelle à une réduction de leurs fonctions.

2.1.2 • Le rôle des Etats-Unis dans l'abandon du MRDS : Entre cohérence des convictions et *lobbying* de la finance

Si les Etats-Unis ont toujours vanté les vertus du libéralisme, il faut rajouter, dans le cadre du MRDS, que non seulement le Congrès s'opposait depuis quelques années à tout renforcement des pouvoirs du FMI¹, mais également que le *lobbying* de la finance était particulièrement actif depuis la première allocution de Krueger en 2001. En outre, Taylor était le sous-secrétaire du Trésor pour les affaires internationales et a toujours parlé au nom de l'administration Bush (Taylor, 2002a, b et c). Les CAC représentaient donc le projet américain. Taylor était bien connu pour ses critiques à l'encontre du FMI, puisqu'il avait appelé à son abolition après la crise asiatique (Helleiner, 2006). De nombreux républicains au Congrès partageaient ses idées, et, en 2002, les républicains venaient justement de prendre le pouvoir. Or, si Paul O'Neill, le nouveau secrétaire au Trésor, soutenait l'idée d'un véritable mécanisme de gestion des crises de la dette souveraine, notamment pour arrêter de faire payer les factures des renflouements par les contribuables américains, il était le seul. C'est d'ailleurs lui qui avait invité, en septembre 2001, le Congrès et le FMI à travailler sur une approche formelle de la gestion des « faillites » souveraines (Kaiser, 2011). Au final, le débat entre les CAC et le MRDS était un débat intra-américain d'avance tranché. Taylor, son sous-secrétaire, rejoignait quant à lui la majorité du Congrès sur l'idée d'une approche décentralisée. Or, l'approbation du Congrès étant incontournable pour amender les statuts du FMI. Le poids de Taylor par rapport à celui d'O'Neill devenait donc écrasant : « ironiquement [...] alors qu'il maintenait que les deux mécanismes étaient complémentaires, au printemps 2002, le Trésor américain s'est fait l'avocat des CAC avec une vigueur sans précédent » (Gelpern, 2003, p.2). Une alternative à la proposition Krueger venait effectivement d'émerger au mois de février. Taylor n'a pas douté un seul instant de la défaite du MRDS face aux CAC, puisqu'il avait le Congrès à ses côtés. Sa seule problématique était donc le choix d'une voie empruntable pour promouvoir la généralisation des clauses. Taylor ne voulait pas agir directement, par exemple en imposant la pratique des CAC sur le marché new-yorkais. Il préférait une action indirecte de promotion, par l'intermédiaire du FMI d'abord, puis par des actions de *lobbying* auprès des emprunteurs émergents.

Taylor a donc, dans un premier temps, promu les CAC par l'intermédiaire du Fonds. Ce dernier disposait en effet de plusieurs moyens d'inciter aux échanges de titres et à l'achat de nouvelles obligations comprenant des CAC. *Ex ante*, la surveillance active, au titre de l'article IV de ses statuts, pouvait permettre de suivre l'évolution de l'utilisation des CAC dans les contrats de dette et ainsi dégager certains modèles jugés efficaces (*benchmark*). La surveillance offrait également au Fonds les moyens de recommander aux pays émetteurs, ayant un important stock de dettes sans CAC, d'échanger volontairement ces titres contre des nouveaux les incluant. Enfin, les publications et les recommandations du FMI et de la Banque mondiale en matière de gestion de l'endettement pouvaient parfaitement préconiser l'utilisation des clauses, ce qui aurait en plus l'avantage de les faire connaître au plus grand nombre.

Sur les conseils de Taylor, le FMI pouvait également, *ex post*, conditionner l'accès à ses facilités à l'utilisation des clauses. Parmi les moyens proposés pour inciter aux échanges de titres, le plus efficace était de conditionner l'accès aux ressources du Fonds à l'utilisation des CAC. Cela signifiait alors que tout programme conclu avec l'institution pourrait désormais requérir l'inclusion des clauses dans les obligations souveraines. Néanmoins, l'échange de titres requis par le Fonds lors de la conclusion d'un accord était susceptible d'exacerber les difficultés rencontrées par le pays débiteur. Tout échange lors d'une conjoncture agitée pouvait en effet conduire à une réduction des fonds disponibles ou renforcer le coût de l'accès aux marchés, en particulier si les CAC ne représentaient pas encore la norme. D'autre part, le conditionnement de l'accès aux ressources du Fonds à l'inclusion des clauses avait l'inconvénient de stigmatiser les économies n'en faisant pas usage, ou encore de réduire la propension de ces économies à faire appel au Fonds en cas de difficultés manifestes. Une solution potentielle était alors de privilégier l'accès des économies souhaitant échanger leurs anciens titres contre des nouveaux en période « normale ». A cette fin, l'insertion de CAC comme condition à l'éligibilité à la Ligne de crédit contingente (LCC), voire un accès renforcé à cette dernière pouvait favoriser des échanges de titres en dehors de situation de crise. En période trouble, la politique de prêts en situation d'arriérés pouvait requérir l'utilisation des CAC, ce qui aurait eu, qui plus est, comme avantage de rassurer les marchés quant à cette pratique et, peut-être, de la rendre conventionnelle. Au final, Les discussions du FMI sur les moyens de promouvoir la généralisation des CAC constituaient en elles-mêmes un début de reconnaissance officielle de ces dernières. Leur apologie était clairement destinée à les faire accepter par New York, la principale place d'émission des obligations souveraines émergentes.

1 • Malgré une vague de passation du pouvoir à gauche en Amérique au début des années 2000, lesquels ont symbolisé une volonté d'indépendantisme, notamment en Argentine ou au Venezuela, de nombreux pays débiteurs demeurent sous l'hégémonie des Etats-Unis encore aujourd'hui. C'est notamment le cas du Mexique ou encore du Brésil, deux débiteurs importants du cône Sud.

Le débat n'était pourtant pas encore clos lorsque le Mexique, en 2003, a porté le coup de grâce à l'idée de Krueger. En effet, en émettant le premier des obligations souveraines incluant des CAC, il a définitivement entériné la faiblesse de l'action collective des débiteurs face à celle des créanciers ainsi que le concept des clauses.

2.2 • Le problème d'action collective des pays débiteurs : Le résultat des relations de dépendance

Si les Etats-Unis n'ont jamais été favorables à une approche centralisée, il est nécessaire de rappeler que les pays débiteurs d'Amérique Latine sont demeurés sous la sphère d'influence de la première puissance mondiale pendant très longtemps¹. En outre, à chaque fois, l'action des Etats-Unis a pu être exercée grâce au problème d'action collective des débiteurs. Si les créanciers ont parfois pu être organisés, notamment à l'époque du CFBH ou du Club de Londres, les débiteurs ne sont jamais parvenus à former un mouvement de coalition. La raison principale tient à l'hétérogénéité de ce groupe, laquelle rend tout consensus vain dès lors que les intérêts sont divergents (2.2.1). Le même phénomène est apparu dans le débat opposant les CAC aux MRDS, et si le Mexique promettait de ne pas inclure les CAC dans l'émission de futures obligations, les Etats-Unis en ont décidé autrement (2.2.2).

2.2.1 • Les inquiétudes des pays débiteurs directement liées aux menaces des créanciers

Parmi les différents épisodes où une tentative de renforcement de leurs pouvoirs de négociation a été faite, le ou les pays débiteurs à l'époque les plus solides ont refusé par crainte de voir leur réputation affaiblie. La menace d'une augmentation des coûts d'emprunt, consécutive à l'augmentation du poids du débiteur dans la restructuration, constitue en effet un obstacle rédhibitoire à l'action concertée des débiteurs lorsque l'un d'entre eux, généralement le plus puissant, bénéficie initialement d'une prime de risque assez faible.

En 1933, lors de la conférence panaméricaine tenue à Montevideo, le ministre mexicain des affaires étrangères, José Manuel Puig, pétitionnait pour l'instauration d'institutions internationales prenant en charge les négociations et les accords de restructuration de la dette des pays latino-américains. L'objectif était de réduire l'intervention des comités organisés de créanciers afin d'équilibrer les intérêts des débiteurs avec ceux des créanciers (Helleiner, 2008). Le délégué péruvien, soutenant l'initiative mexicaine d'une Institution économique et financière interaméricaine basée en Amérique Latine, voulait consolider « la libération définitive de l'Amérique Latine » du contrôle de ses créanciers (Helleiner, 2006). L'unanimité des pays latino-américains n'a cependant pu être atteinte vis-à-vis de cette initiative. L'Argentine, le seul pays parvenu à éviter le défaut de paiement après la crise de 1929, ou encore le Chili, étaient par exemple formellement opposés à l'idée de Puig, considérant qu'une telle institutionnalisation nuirait à leur intégrité et limiterait leur accès aux sources de financements extérieurs¹. La proposition mexicaine n'a donc pas eu de suite, puisqu'elle n'a pas bénéficié du soutien escompté des deux tiers des pays représentés lors de la conférence.

Lors du sommet d'Arusha en février 1979, si tous les pays en développement étaient surendettés et qu'un certain consensus a pu se former au sein du groupe des 77, l'opposition des gouvernements de l'Ouest a tout de même découragé le groupe dans ses tentatives d'insistance. Les pays débiteurs craignaient en effet, encore une fois, de voir leur intégrité dégradée (Soederberg, 2005)

Dans le cas du MRDS, les pays débiteurs ont compris le message envoyé par les représentants du marché. Si les pays africains, connus pour être lourdement endettés et dominés, se sont prononcés en faveur de l'approche de Krueger, certaines économies en meilleure santé, comme celles du Mexique et du Brésil, s'y sont opposées. L'on retrouve ici les similitudes avec les désaccords des années 1940 lors de la conférence panaméricaine. Même s'il n'est, par conséquent, pas étonnant que le Mexique et le Brésil se soient lancés les premiers dans la promotion concrète des CAC, leur choix était cornélien. Il leur fallait d'un côté penser en tant que potentiel « débiteur en défaut », et donc reconnaître que leurs droits seraient davantage respectés par un MRDS. Parallèlement, il fallait faire bonne figure auprès du FMI, dans la mesure où ils avaient été tous deux de grands débiteurs à succès du Fonds et devaient bénéficier de l'appui de ce dernier en cas de nouvelles difficultés. Aussi, les relations étroites qu'ils entretenaient avec les Etats-Unis, dont le gouvernement Bush était hostile à la proposition Krueger, nécessitaient qu'ils gardent impérativement de

bons termes avec leur voisin du Nord. Enfin, en tant qu'emprunteurs encore dépendants des marchés, il leur fallait s'assurer un accès normal (i.e. à des taux d'intérêt acceptables et stables). De fait, lorsque le FMI lui-même a commencé à abandonner le projet Krueger en prônant la généralisation des CAC dès 2002, ces deux pays ont rapidement fait le calcul coût-avantage. Quasiment tous les arguments étaient désormais réunis pour soutenir l'approche de Taylor. L'argument le plus important étant l'approvisionnement en capitaux, les gouvernements débiteurs « craignaient de supporter le MRDS parce que les investisseurs pouvaient interpréter cette inclination comme une volonté de faciliter le défaut » (Helleiner, 2009, p.15). Et c'est publiquement dans ce sens que les investisseurs avaient interprété le mécanisme de Krueger, dès le début (Krueger, 2001). En somme, la réflexion s'est de nouveau inscrite dans un cadre de dépendance économique et politique. A ceci près que les gouvernements débiteurs doutaient parallèlement des intentions réelles du FMI et des gouvernements créditeurs. Selon eux, la probabilité que le MRDS soit proposé uniquement pour limiter les interventions du Fonds et du G7 était bien plus grande que la probabilité d'un acte purement altruiste destiné à prendre en considération les difficultés qu'ils avaient rencontré lors des différents épisodes de crise (Setser, 2008).

Pour satisfaire les marchés, lorsque ces derniers ont commencé à critiquer les clauses, les gouvernements latino-américains ont refusé les CAC. Mais lorsque la position des marchés a fini par s'incliner en leur faveur et que les Etats-Unis ont commencé la propagande en faveur des CAC, les débiteurs ont suivi.

2.2.2 • L'insertion de CAC dans les émissions latino-américaines : Un acte dicté par les Etats-Unis

L'insertion des clauses dans l'émission des obligations mexicaines en mars 2003 n'a pas résulté d'un acte totalement volontaire et spontané. Moins de six mois auparavant, à l'automne 2002, le ministre mexicain des finances répétait en effet publiquement que le Mexique n'avait aucunement l'intention d'insérer des CAC dans ses titres de dettes et ce, de manière rédhibitoire. Le Trésor américain, et Taylor particulièrement, ont exercé une forte pression sur le gouvernement mexicain. Comme Taylor le notera plus tard, « nous, l'administration Bush, promovons les clauses d'action collective très activement, une activité à plein temps, et nous bénéficions de l'appui de nombreuses personnalités... Nous sommes

constamment au téléphone, avec de nombreux ministres, nos collègues, et nous remercions nos bons amis du Mexique, qui ont émis à New York [des titres de dettes incluant des CAC] avec grand succès » (Taylor J., *in* Helleiner, 2009, p.19). De fait, si le FMI devait promouvoir l'utilisation de CAC sur le marché new-yorkais, Taylor devait faire de même auprès des pays débiteurs. En ligne de mire se trouvaient les pays les plus proches des Etats-Unis ; le Mexique et le Brésil. L'émission mexicaine du 3 mars 2003 sur la place de New York a concerné un montant d'un milliard de dollars U.S., approvisionnés d'un coupon semi-annuel de 6,625% et arrivant à échéance le 3 mars 2015. Le président de la Banque centrale mexicaine a alors avoué que cette émission n'avait pas seulement eu vocation à contenter le Trésor américain, elle devait également contrecarrer le MRDS (Setser, 2008). De fait, le facteur temps a été très important, puisque l'annonce mexicaine a été faite moins d'un mois avant l'assemblée qui devait décider de l'issue du MRDS. L'abandon du MRDS a consécutivement été expliqué par un manque de soutien (FMI, 2003c). L'action mexicaine représentait clairement ce manque. Une telle émission assurait par ailleurs au Mexique que le débat sur la gestion des crises resterait respectueux des débiteurs au vue de leur inclination en faveur du point de vue des marchés (Helleiner, 2009).

Le modèle des clauses mexicaines s'est immédiatement imposé sur le marché nord-américain (Setser, 2008). En outre, le vote en devises l'a donc emporté sur le nombre de voix. Selon ce modèle, l'accélération du remboursement de la dette en cas de défaut devait être approuvée par les détenteurs d'au moins 25% de l'encours de l'obligation. Le défaut a été défini soit par un retard de plus trente jours dans le paiement des intérêts ou du capital, soit par l'annonce d'un moratoire par le gouvernement. Une assemblée générale pouvait être convoquée soit sur proposition du gouvernement débiteur, soit sur demande des détenteurs d'au moins 10% de l'obligation. Le quorum de l'assemblée a été défini à 75% des porteurs, et le vote approuvant une restructuration, aux deux-tiers du quorum. Les deux-tiers étaient ainsi requis pour toute modification des dates de paiement (principal comme intérêts), de la devise de règlement, de la définition d'un quorum pour amender les termes de l'obligation, de la loi applicable à l'obligation, mais également pour définir la juridiction compétente en cas de désaccord et pour réduire le montant de la dette (intérêts comme principal, Banque de France, 2003). Enfin, le gouvernement ou son agent de règlement pouvait, conjointement et unilatéralement, collatéraliser les obligations si cela ne portait pas atteinte aux droits des créanciers. Parallèlement, le gouvernement a pu poursuivre son plan de retrait de ses obligations Brady, libellées en dollars, afin d'achever le remboursement de l'intégralité de sa dette, qui avait pourtant été restructurée en 1989.

1 • L'indice EMBI+, calculé par la banque JP Morgan recouvre un panier de titres plus large que l'indice EMBI basique, lequel ne calcule que le rendement des titres Brady. Les *spreads* EMBI+ représentent l'écart de rendement entre un portefeuille constitué de titres souverains émis par les économies émergentes en devises et un portefeuille de titres du Trésor américain de maturité comparable.

Les deux émissions mexicaines ont été favorablement accueillies par les marchés. En outre, l'analyse de la courbe des rendements des titres souverains n'a révélé aucun renforcement de la prime de rendement demandée par les souscripteurs, que ce soit lors de l'émission ou sur le marché secondaire. Le FMI a même recensé une « sursouscription » (FMI, 2003d). De fait, l'action mexicaine a immédiatement été suivie d'une émission d'obligations du même type par le Brésil, en avril, et par l'Uruguay, au mois de mai 2003.

Dans le cas brésilien, il faut rappeler qu'au même moment, l'évolution de la situation économique et financière s'était largement améliorée. Les *spreads* EMBI+¹, ramenés de 2400 points de base (pdb) en octobre 2002 à 1000 pdb en avril 2003, avaient favorablement accueilli le nouveau gouvernement dans sa volonté de poursuivre les engagements pris par l'ancien. Ironiquement, la difficulté majeure de l'économie résidait dans le fardeau induit par sa dette souveraine. Mais le plan d'ajustement structurel parallèlement mis en place était de nature à conforter la volonté des investisseurs et ainsi de leur redonner confiance en l'économie brésilienne. Le nouveau gouvernement avait effectivement réitéré les projets de l'ancien en termes d'accroissement de l'excédent primaire pour 2003, d'élargissement de l'assiette de l'impôt et de la réforme du système public de retraites (Banque de France, 2003).

Le cas uruguayen est également intéressant à trois niveaux. D'abord parce qu'il a concerné un échange de dettes et non une émission, de sorte qu'il est intéressant d'observer comment l'échange a fonctionné. Ensuite parce que la partie japonaise de ses obligations comportait déjà des CAC, si bien qu'il s'est agi de la première restructuration sous l'égide du mécanisme. Enfin parce que le pays est le premier à avoir inséré une clause d'agrégation dans son offre d'échange. L'Uruguay se trouvait effectivement dans une impasse économique et financière très dangereuse, puisque le pays frôlait le défaut depuis le début de l'année. Sa production avait diminué de plus de 17% en quatre ans, tandis que le ratio de sa dette publique par rapport à son PIB atteignait les 100%. Sa note de solvabilité s'était donc effondrée, et le pays devait d'urgence restructurer sa dette, tant domestique qu'externe. A l'aide des conseils de ses experts juridiques et financiers, le gouvernement a alors procédé à une offre d'échange permettant de restructurer une dette totale de 5,4 milliards de dollars (dont une partie en eurodollars) en allongeant sa maturité, mais sans rogner les coupons offerts. Le plan se divisait en trois opérations simultanées, destinées à restructurer la dette interne (46 émissions pour un montant de 1,6 milliards de dollars), la dette internationale (18 émissions pour un montant de 3,5 milliards de dollars) et la dette japonaise qui incluait des CAC (une émission de 250 millions de dollars EU). L'offre se

scindait ensuite en deux opérations, chacune prévoyant un échange à peu près au pair. La première option de report d'échéances s'adressait principalement aux petits porteurs et offrait un allongement de la maturité de cinq ans en moyenne sans modifications des autres termes. La deuxième option, appelée « obligation de référence », concernait surtout les investisseurs institutionnels et proposait des obligations plus liquides, émises sur une plus grande échelle et assorties d'échéances plus longues que la première. La stratégie pour assurer une forte participation était de communiquer de manière informelle et précoce avec les comités de porteurs, puis de prolonger cette communication tout au long du plan et de certifier que l'échange serait opérationnel seulement s'il réunissait au moins 80% des détenteurs. En outre, l'annonce, faite dès le début du mois de mars 2003, s'est concrétisée au mois de mai. Comme de coutume dans ces circonstances, les créanciers ont attendu les derniers jours pour échanger leurs titres. De plus, l'échange des obligations internationales impliquait des clauses de sortie, qui devaient également être approuvées par la majorité. En réduisant drastiquement la liquidité des anciennes obligations, l'échange devait fortement dissuader les réfractaires.

Les nouvelles obligations incluaient des CAC, dont l'aspect le plus novateur était l'insertion d'une clause d'agrégation. Cette clause permettait alors de ramener aux deux tiers la majorité de 75% normalement requise pour amender les termes du paiement de chaque obligation. La clause serait opérationnelle si 85% des détenteurs étaient consentants. Au total, la participation s'est élevée à environ 90% (FMI, 2003d). L'obligation japonaise incluait déjà des CAC, de sorte que l'échange a consisté en une renégociation sous l'égide du nouveau mécanisme ; une opération inédite au Japon. 99% des détenteurs de l'obligation japonaise, sur les 80% représentés, ont alors approuvé un allongement de l'échéance à plus de vingt ans (jusqu'en 2027). La courbe de rendement des nouvelles obligations, comparativement à celle des anciennes, est restée relativement stable, montrant que l'offre a bien été accueillie par les créanciers. L'échange a effectivement été fructueux, puisque le principal de la dette à moyen et long terme, qui arrivait échéance à la fin de l'année 2003, a été ramené de 469 millions de dollars à 23 millions. Néanmoins, il est nécessaire de rappeler que les coupons sur les obligations uruguayennes étaient initialement modestes car ils avaient bénéficié d'une excellente note l'année précédente. Le faible nombre de titres et la faible valeur de la dette en jeu ont largement contribué à la réussite de l'offre d'échange. C'est un cas qui n'aurait pas pu s'appliquer dans le cas argentin du début des années 2000, compte tenu des montants en jeu, du nombre élevé de titres à restructurer et de la diversité des juridictions qui étaient applicables.

Devant ces succès, de nombreux pays latino-américains ont suivi le mouvement, à l'instar de la Colombie, du Guatemala, du Panama, du Pérou ou encore du Venezuela (FMI, 2005). Finalement, si en 2002 seulement 30% des obligations souveraines incluaient des CAC, ce taux s'élevait à 90% en 2004 (FMI, 2005) et atteignait presque 100% en 2005 (Helleiner, 2009). Le marché new-yorkais s'est bien adapté, la plupart des clauses de majorité ayant convergé vers le seuil des 75% des obligations détenues.

Conclusion de section

Cette deuxième section a démontré les raisons avant tout idéologiques du choix de la décentralisation. En effet, malgré la récurrence du débat entre l'approche contractuelle et l'approche statutaire, laquelle met également en exergue les doutes sur l'efficacité de la décentralisation, le politique l'emporte sur l'économique. En outre, le politique est ici représenté par les Etats-Unis, et les pays développés en général, qui soutiennent systématiquement l'opinion des marchés. Par conséquent, il n'est pas étonnant de constater que les CAC, qui sont l'œuvre du Trésor américain et des représentants des marchés financiers, ont été défendues avec une telle vigueur afin de neutraliser un MRDS trop ambitieux et jugé trop favorable aux débiteurs.

Conclusion du chapitre

Ce chapitre met en lumière les assises de la décentralisation et montre que les hypothèses théoriques demeurent derrière l'idéologie politique. A l'échelle théorique, la décentralisation émane du concept d'efficience des marchés. C'est principalement lui qui explique que toute tentative de définition d'un mécanisme statutaire est au mieux vaine, au pire contreproductive. L'aléa moral, s'il a commencé à faire l'objet d'une analyse du côté des créanciers également, est en effet toujours considéré comme exogène. A l'inverse, toute proposition à caractère formel et visant une plus grande régulation part implicitement du constat inverse. Dans les faits, la décentralisation résulte de l'influence prépondérante des Etats-Unis sur les grands débats internationaux. Ces derniers, depuis les *Money Doctors* jusqu'aux politiques d'ajustement du FMI et en passant par les *Chicago Boys*, sont les plus grands défenseurs du concept d'efficience et ont de fait toujours soutenu l'opinion des marchés. Cela explique que les CAC n'aient représenté qu'un moyen de conjurer un MRDS très ambitieux, et non une véritable proposition de refondation de l'architecture financière internationale (Helleiner, 2006). En l'absence de la proposition Krueger, les CAC n'auraient sûrement pas émergé et le *statu quo* aurait sûrement demeuré, l'issue étant l'adoption de la solution de moins-disant.

En définitive, si la décentralisation bénéficie d'un soutien théorique et politique, il n'en va pas de même pour la centralisation. Dans ces conditions, le chapitre suivant a vocation à réfuter théoriquement l'efficacité de la décentralisation en démontrant l'inefficacité des marchés financiers.

Partie 2

**La nécessité d'un revirement
au profit de l'approche statutaire**

Introduction

Après mise en exergue de l'échec des différentes formes de décentralisation improvisée, ainsi que les motivations sous-tendant l'approche contractuelle, il s'agit de démontrer la pertinence d'un processus centralisé autour d'une tierce partie.

Cette deuxième partie s'attache alors à expliquer, de manière théorique, les échecs de l'approche contractuelle au cours des différents épisodes de défauts en Amérique Latine, pour ensuite asseoir la nécessité de l'intervention d'une tierce partie lors des négociations.

Le troisième chapitre de cette thèse démontre le caractère à la fois partiel et partial de l'approche décentralisée. L'incomplétude de la décentralisation est liée au fait qu'elle ne peut produire que des modifications marginales et, de fait, insuffisantes. En effet, l'approche contractuelle ne peut régir qu'une restructuration simple, au sein de laquelle un faible nombre de titres est concerné. Cela signifie d'une part que l'encours total de la dette ne peut être pris en compte et, d'autre part, que le problème d'action collective est amené à réapparaître dès lors que la structure de la dette s'avère complexe. La partialité est, quant à elle, inhérente aux hypothèses sous-jacentes, lesquelles ne respectent pas la réalité des faits. La théorie standard reste en effet incapable d'expliquer l'amplitude régulièrement atteinte par les mouvements de prix, eu égard à l'état effectif des fondamentaux de l'économie sous-jacente. En outre, le courant de pensée ayant apporté les explications les plus pertinentes est l'approche par la finance comportementale, laquelle approfondit la théorie keynésienne. Or, celle-ci remet en cause le principe d'efficience des marchés, et de fait, le caractère exogène de l'aléa moral. Dans ces conditions, l'assise théorique de la décentralisation devient trop fragile pour pérenniser son opportunité.

Le quatrième et dernier chapitre de ce travail donne consécutivement des pistes de réflexion pour opérer les revirements politiques qui s'imposent. Deux temps sont analysés. A l'échelle de la prévention, nous conseillons, en faisant écho au premier chapitre, de consolider l'autonomisation de l'Amérique Latine vis-à-vis des sources d'instabilité à la fois commerciales et financières. A l'échelle résolutive, nous préconisons l'établissement d'une procédure statutaire et centralisée autour d'une tierce partie. L'objectif est de rétablir l'équilibre dans les pouvoirs de négociation afin de promouvoir un partage équitable du fardeau de la dette entre les deux parties responsables de la crise. A cette fin, le pouvoir de négociation du débiteur doit être renforcé, notamment à travers une meilleure protection contre la panique des créanciers. Ces différentes mesures devraient être adoptées de

manière concertée à l'échelle internationale. Néanmoins, la situation actuelle de la dette de la Grèce, qui rappelle de nombreux épisodes de crises en Amérique Latine, tant en termes de déclenchement que de résolution, rappelle qu'un tel revirement est inenvisageable à court terme. Par conséquent, nous considérons qu'il peut s'avérer nécessaire pour les Etats débiteurs d'agir unilatéralement lorsque la crise s'enlise durablement. Certaines options radicales, telles que la répudiation, restent alors ouvertes dès lors que des règles d'encadrement solides ont été définies à l'avance. Le but n'est pas de permettre un retour à une immunité souveraine potentiellement abusive, mais de contraindre la communauté officielle internationale à prendre conscience de l'urgence d'un revirement politique.

CHAPITRE 3 :

L'inefficacité de la décentralisation en termes de prévention et de résolution des crises

L'objectif de ce troisième chapitre est de révéler théoriquement l'inefficacité de la décentralisation en termes de prévention et de résolution des crises. La décentralisation regroupe aussi bien les CAC que le *statu quo*, puisque l'utilisation des CAC n'est pas garantie si la restructuration s'avère compliquée. Bien que les CAC soient également utilisées dans les offres d'échange, nous aborderons ces dernières sous l'appellation du *statu quo*.

L'inefficacité de la méthode contractuelle est démontrée en confrontant les dispositions de la décentralisation à la réalité des faits. Cette réalité est appréhendée aussi bien par l'observation empirique que par l'utilisation d'outils théoriques capables de l'expliquer. A ce titre, la théorie mobilisée est la théorie keynésienne, laquelle est relayée par l'approche par la finance comportementale. Il s'agira de montrer la nature endogène de l'instabilité des marchés, traduite par des prises de risques excessifs et replacée sous l'appellation « d'aléa moral ».

Le chapitre conclut que l'approche décentralisée n'aboutit pas à une restructuration efficace et équitable car elle est incomplète et partielle. Après avoir démontré théoriquement la responsabilité des marchés dans le déclenchement de la crise, nous concluons qu'un processus régi par ces derniers les place nécessairement dans un conflit d'intérêts, lequel ne peut que renforcer l'iniquité du partage du fardeau de la dette.

Ce chapitre est structuré autour de deux sections. La première section relève les lacunes techniques de la décentralisation, en démontrant son incomplétude en matière de titres traités et en termes d'appréhension du problème d'action collective des créanciers. La deuxième section révèle les failles plus profondes non relatées par la littérature existante. Il s'agit, d'après l'analyse du fonctionnement des marchés, de démontrer que l'approche informelle crée, *ex post*, un conflit d'intérêts chez les créanciers et renforce, *ex ante*, l'aléa moral endogène aux marchés financiers.

Section 1 : Une résolution partielle de la crise : L'incomplétude de l'approche contractuelle

Si les créances obligataires extérieures exercent un poids considérable sur l'encours total de la dette, elles ne sont pas pour autant les seules à affecter la solvabilité de l'Etat. En effet, toutes les autres créances sont exclues du processus et la procédure ne distingue pas les créances légitimes des créances illégitimes (1.1). De plus, toute restructuration dite efficace et juste autorise le débiteur à bloquer momentanément les flux de remboursement afin de négocier à l'abri de la panique inhérente à toute crise. Le moratoire sur les paiements peut, si besoin est, précéder un gel des flux de capitaux, ici représenté par des barrières à la sortie. Ces deux dispositions, somme toute banales dans le cadre de la restructuration des dettes privées, ne sont pas envisagées, mais laissées à l'appréciation des parties lors de la rédaction des termes du contrat (1.2).

1 • Une analyse tronquée de la viabilité de la dette

Dans le cadre des dettes légitimes, la première partie montre que la comparabilité de traitement entre les différentes classes de créanciers, obligatoire dans toute procédure de faillite, n'est pas respectée. La deuxième partie aborde le cas des dettes illégitimes, qui sont en revanche incluses dans la procédure de restructuration alors qu'elles devraient faire l'objet d'un traitement juridique à part entière.

1.1 • L'absence de comparabilité de traitement entre créanciers

En effet, la décentralisation ne permet pas une restructuration globale car de nombreuses créances pesant sur l'encours total de la dette ne sont pas appréhendées. D'une part, à l'échelle de la dette extérieure, l'absence d'agrégation signifie que chaque classe de titres doit faire l'objet d'une restructuration particulière (1.1.1). D'autre part, malgré l'encours croissant et non dépourvu de risques de la dette domestique, celle-ci n'est toujours pas intégrée dans les analyses de soutenabilité et fait encore l'objet d'une restructuration à part (1.1.2).

1.1.1 • L'absence d'agrégation des créances internationales

Bien que la dette souveraine soit définie comme la dette due par un Etat à des créanciers privés, la problématique de la viabilité de la dette, laquelle pèse lourdement sur l'issue de la restructuration pour le débiteur, doit pouvoir être abordée dans son sens le plus large. Or, la décentralisation exclut non seulement les créances officielles (1.1.1.1), dont le poids dans certains pays est important, mais également certaines créances privées, pourtant directement liées à la restructuration de la dette souveraine (1.1.1.2).

1.1.1.1 • L'exclusion des créances officielles

Si le MRDS ne comptait pas inclure la partie multilatérale de la dette dans la procédure de restructuration, il envisageait néanmoins d'y intégrer les créances officielles bilatérales¹. Selon le FMI, la question de l'inclusion de la dette bilatérale se posait avec légitimité dès lors que celle-ci revêtait une part substantielle dans l'encours total de la dette extérieure publique. En 2010, la part des créances officielles bilatérales dans l'encours total de la dette extérieure publique, ou garantie comme telle, de l'Amérique Latine et des Caraïbes représentait 8,5% (Banque Mondiale, 2012). Cette moyenne cache naturellement des disparités, puisque plus un pays a accès aux capitaux privés, moins il recourt aux financements officiels. De fait, les grandes économies, telles que le Brésil, l'Argentine ou le Mexique ont une dette publique bilatérale de long terme oscillant entre 4% (pour le Mexique) et 12% (cas du Brésil). D'autres économies, plus petites, comme la République Dominicaine, l'Equateur ou le Paraguay, enregistrent par contre une part bilatérale de 30% en moyenne (voir tableau 7). Par conséquent, dans certaines économies, la part officielle bilatérale est effectivement substantielle et joue sur la viabilité globale de la dette extérieure publique. En outre, il existe plusieurs raisons pour lesquelles les créances officielles bilatérales ne devraient pas être exonérées d'une restructuration lorsque le pays rencontre un problème de solvabilité. Les créanciers du Club de Paris accordent plus couramment des réductions de dette que les marchés financiers. Or, les accords du Club prévoient la comparabilité de traitement entre tous les créanciers et invitent généralement le pays débiteur à rechercher un accord avec ses créanciers privés qui satisfasse cette condition. Le but est que l'accord de restructuration globale réponde au principe de partage équitable du fardeau de la dette

1 • La concessionalité, en tant qu'anglicisme, se traduit littéralement par des conditions privilégiées. Le terme est employé en ce sens, et non en termes de réduction de la valeur actuelle nette de la dette, comme c'est parfois le cas.

entre les créanciers et évite ainsi qu'une partie des créanciers soit davantage remboursée que les autres, compte tenu de leur apport initial. Or, la comparabilité n'est plus assurée dès lors que l'allègement de dette consenti par les créanciers officiels bilatéraux profite indûment aux créanciers privés (Vitale, 1995). Et c'est le cas, puisque plusieurs restructurations récentes de la dette bilatérale ont été effectuées après celles de la dette privée. Les pays débiteurs ont alors stoppé leurs flux de paiements à destination des créanciers officiels pour justement continuer d'honorer ceux dus aux créanciers privés (Roubini et Setser, 2004). Par ailleurs, une telle comparabilité est difficile à assurer dans tous les cas puisqu'elle repose seulement sur les épaules du débiteur. Il lui incombe en effet de répondre à ce critère alors même qu'il n'existe aucun cadre de résolution des crises obligeant les créanciers privés à accepter une réduction de dette proportionnelle à celle accordée par le Club de Paris (Kaiser, 2011). De fait, les créanciers privés peuvent parfaitement refuser de s'aligner sur les termes accordés par le Club et le débiteur reste impuissant face à une telle décision.

Le MRDS, comme les CAC et le *statu quo*, excluait la partie multilatérale de la dette de la procédure de renégociation au motif du statut privilégié associé à ces créances. Ainsi, les créances du FMI, de la Banque mondiale et des banques régionales, comme la Banque interaméricaine de développement (BID), ne peuvent être traitées comme des créances privées dans la mesure où elles n'ont pas la même vocation. En période de détresse financière, les institutions multilatérales représentent pour le souverain la dernière signature financière accessible et les déboursements sont consentis à des taux préférentiels (i.e. inférieurs aux taux de marché). La restructuration de telles créances, donnant notamment lieu à un allègement, nuirait alors fortement à la légitimité et aux ressources financières du Fonds, lequel ne pourrait alors plus venir en aide « efficacement » aux pays en difficulté. Cet argument est réfutable dans la mesure où le Fonds pensait inclure les créances bilatérales, lesquelles répondent également à la conception d'un prêt concessionnel¹. En effet, d'une part, les pays débiteurs s'adressent généralement aux créanciers membres du Club de Paris lorsque leur accès aux financements privés est restreint. D'autre part, le Club, s'il applique les taux d'intérêt de la devise dans laquelle la dette est libellée, n'intègre pas de prime de risque et peut refinancer un pays en situation d'arriérés. En l'absence de prime de risque, laquelle peut être très élevée pour les pays latino-américains, les taux appliqués deviennent eux aussi préférentiels. Enfin, les taux concessionnels du FMI n'ont pas toujours été très inférieurs à ceux du marché. En 1995, après la crise Tequila, les taux pratiqués par le secteur officiel s'élevaient à 6,8% alors que les taux privés étaient de 7,6%. De même,

1 • La Bolivie et le Honduras font partie des pays pauvres très endettés et intègrent donc l'initiative en faveur des pays pauvres très endettés (IPPTE), laquelle donne lieu à un allègement de la dette par le Club de Paris, et l'initiative d'allègement de la dette multilatérale (IADM).

2 • Données de 2010 (d'après Banque Mondiale, 2012).

durant certaines périodes, comme en 2006 et 2007, les taux publics, de respectivement 5,4 et 5,2%, n'étaient pas largement inférieurs aux taux privés, qui s'élevaient, quant à eux, respectivement à 6,2 et 7,2% (Banque Mondiale, 2011). Dans ces conditions, il est alors impertinent d'affirmer qu'une renégociation « des créances multilatérales aurait un effet dévastateur sur les emprunteurs, alors que pour une raison inconnue, ce ne serait pas le cas avec l'allègement bilatéral » (Kaiser, 2011). Si l'on considère, comme le Fonds, que ces créances pourraient intégrer la procédure de restructuration lorsqu'elles représentent une part substantielle de l'encours total de la dette, alors de nombreux pays pourraient en bénéficier. Certains pays du cône Sud enregistrent effectivement une part bilatérale très importante (voir tableau 7), comme la Bolivie¹ (80%), le Guatemala (76%), le Honduras (67%), le Paraguay (63%) ou encore l'Équateur (60%)². Pour l'instant néanmoins, le FMI, la Banque Mondiale et la BID n'accordent une annulation de leurs créances que dans le cadre de l'initiative d'allègement de la dette multilatérale (IADM) et refusent d'étendre un tel allègement aux pays qui ne font pas partie des pays pauvres très endettés (PPTÉ). Or, il ne s'agit pas d'annuler la dette multilatérale des pays à revenus intermédiaires, mais de pouvoir la rééchelonner en cas de problème de liquidités, et de la réduire en cas d'insolvabilité.

Ainsi, dans le cadre de la décentralisation, la comparabilité de traitement entre créanciers ne s'opère qu'entre les créanciers privés. Or, la viabilité de la dette doit être mesurée en termes globaux afin de promouvoir une gestion globale de la crise. Dans ces circonstances, une partie non négligeable de la dette n'est pas traitée. Le *statu quo*, avec les offres d'échange, ne prévoit pas de comparabilité puisque l'offre est unilatérale et que les créanciers sont organisés de manière *ad hoc*. Quant aux CAC, elles ne peuvent répondre à ce principe que pour les titres les incluant.

1.1.1.2 • L'omission de certaines créances privées

Les créances privées non agrégées concernent les dettes bancaires et les crédits commerciaux. Néanmoins, le problème touche surtout les dettes bancaires, car les crédits commerciaux jouissent d'un statut particulier. Ils permettent en effet de huiler de manière régulière la machine économique du pays débiteur, y compris durant les négociations. Par conséquent, ils jouent le rôle de financements intermédiaires et contribuent, même *a minima*, au respect de la clause du débiteur en possession de ses actifs. La garantie du débiteur en possession est présente dans toute procédure de restructuration des entités

privées, et dans le cas souverain, le même problème se pose s'agissant de la continuité de l'activité économique durant le processus. Le rôle joué par les crédits commerciaux justifie de fait leur exclusion de toute restructuration.

Il n'en va pas de même pour les créances bancaires. Si les créanciers officiels et les créanciers privés peuvent, *a priori*, être distingués quant aux objectifs poursuivis, l'absence d'agrégation des créances privées apparaît déjà plus impertinente. Les créanciers privés, qu'il s'agisse de porteurs d'obligations ou de banques, suivent en effet les mêmes objectifs, de sorte que rien ne justifie qu'ils ne soient pas traités équitablement dans le cadre d'une procédure globale. Le manquement à la clause de comparabilité de traitement est donc d'autant plus illégitime. La dette due aux banques commerciales représentait, en 2010, 15% de la dette extérieure souveraine à long terme ou publiquement garantie (Banque Mondiale, 2011, voir tableau 7). Le fait que ce montant ne soit pas significatif ne justifie pas l'exclusion de telles créances. Les créances bancaires sont habituellement restructurées dans le cadre du Club de Londres. Mais cela ne signifie pas nécessairement que la procédure est suffisamment efficace pour faire l'objet d'une restructuration à part. En effet, premièrement, le Club de Londres n'a pas de statut de créancier privilégié. Deuxièmement, l'efficacité du Club de Londres est aléatoire, notamment au vu de la restructuration de la dette polonaise qui a duré 14 ans avant de faire l'objet d'un accord (Eichengreen et al., 1995). D'une part, la procédure du Club est bien plus lourde et complexe que celle du Club de Paris. La première démarche d'un pays dont le défaut est imminent ou déclaré est de demander un moratoire à toutes ses banques créancières sur les paiements liés au principal. Ensuite, un comité consultatif est créé, lequel est chargé de représenter les banques durant les négociations. La représentation des banques ne se fait pas selon leur poids en tant que créanciers mais selon leur origine géographique, afin que toutes les réglementations nationales soient respectées¹. Le but est de parvenir à un accord de principe qui, pour devenir l'accord final, doit être signé par toutes les banques. Or, le nombre de réunions entre le comité consultatif des banques et le débiteur, avant de parvenir à l'accord final, est important. De fait, les négociations durent plusieurs mois, voire plusieurs années (Barthélemy et Vourc'h, 1995). D'autre part, si les accords du Club contiennent deux clauses susceptibles de dissuader les créanciers dissidents et la mauvaise foi du débiteur, l'efficacité de ces clauses n'est pas assurée. D'abord, la clause de non-discrimination interdit au débiteur de conclure un accord préférentiel avec les créanciers dissidents comparativement à ce qu'ont reçu les créanciers membres du Club. Deuxièmement, dans le même ordre d'idées, la clause de partage doit

1 • Tout accord doit être approuvé par les banques détenant 90 à 95% de l'exposition totale.

2 • Entre 1990 et 1996, avant que les créances bancaires ne faiblissent considérablement au profit des obligations, les annulations n'ont concerné en moyenne que 1,1% du total de la dette due par les pays négociant avec le Club.

obliger les créanciers ayant perçu un traitement préférentiel à partager leurs gains avec les autres créditeurs (Hurlock, 1995, *in* Eichengreen et al., 1995). Néanmoins, les banques ayant conclu un accord avec le débiteur avant les négociations au sein du Club ne sont pas tenues par ces clauses. De plus, non seulement l'unanimité est quasiment requise pour parvenir à un accord final¹, mais la plupart des contrats de prêt prévoient également que tout amendement du paiement du principal ou des intérêts doit requérir l'accord de chaque banque. De fait, tout créancier dissident peut, soit bloquer le processus de restructuration, si un tel amendement est envisagé, soit poursuivre le souverain pour recouvrer ses créances selon les termes du contrat initial. Cela explique que les allègements de dette soient si rares et si faibles² (Informations et Commentaires, 1999).

Tableau 7 : Stock de la dette extérieure publique de l'Amérique Latine, 2010

Pays	Stock dette extérieure	Dette souveraine extérieure	Dette multilatérale	Dette bilatérale	Dette due aux banques commerciales
Argentine	127 849	43 571	16 918	6 004	838
Bolivie	5 267	0	2 259	523	24
Brésil	346 978	41 323	29 747	11 504	13 968
Chili	86 349	8 413	801	224	3 491
Colombie	63 064	17 686	15 786	432	2 873
Costa Rica	8 849	1 435	1 709	430	151
Equateur	14 815	868	5 171	2 404	155
Guatemala	14 340	955	4 213	359	0
Honduras	4 168	50	1 891	823	34
Mexique	200 081	63 519	21 112	4 542	22 294
Nicaragua	4 786	0	1 637	1 028	3
Panama	11 412	8 071	1 814	314	223
Paraguay	4 938	0	1 496	613	260
Pérou	36 271	9 311	7 854	2 719	143
République Dominicaine	13 045	1 721	3 074	3 091	1 229
Uruguay	11 347	6 021	3 495	117	72
Venezuela	55 572	29 762	4 014	942	2 368
Amérique Latine et Caraïbes	346 978	41 323	29 747	11 504	13 968

Source : Banque Mondiale, 2012.

Un cadre de gestion décentralisé n'est ainsi pas à même de restructurer la dette extérieure globale des pays débiteurs. De nombreuses créances sont mises de côté, alors que leur part dans le stock total de la dette extérieure n'est pas négligeable car agrégées, ces créances dépassent les obligations souveraines. *In fine*, la dette souveraine obligataire représentant environ 40% de la dette extérieure souveraine à long terme ou publiquement garantie, c'est plus de la moitié du problème d'endettement extérieur de l'Amérique Latine qui est écarté. Or, si l'on considère que le problème de la dette doit être appréhendé dans son ensemble, il est également nécessaire d'aborder le cas de la dette domestique. La dette souveraine intérieure est effectivement importante, de sorte qu'elle pèse sur l'encours total de la dette et, de fait, sur la probabilité d'occurrence d'un défaut sur la dette extérieure. Pourtant, au motif que le débiteur dispose d'une juridiction qui lui est propre, celle-ci fait toujours l'objet d'une restructuration parallèle.

1.1.2 • La question de l'inclusion de la dette domestique

Malgré la généralisation des CAC dans les émissions obligataires, la plupart des pays latino-américains privilégient depuis peu le financement domestique. Or, ce dernier n'est pas exempt de risques (1.1.2.1) et est étroitement lié à l'encours de la dette extérieure, de sorte que son exclusion est illégitime (1.1.2.2).

1.1.2.1 • Une part croissante dans l'encours total de la dette non dénuée de risques

Il existe trois définitions tenant à la dette souveraine domestique (Panizza, 2008). La première a trait à la devise dans laquelle la dette est libellée. Une dette libellée en monnaie locale est alors dite domestique. Néanmoins, la libéralisation financière a permis de mélanger les devises de remboursement au sein d'un même marché, de sorte que la plupart des pays peuvent tout aussi bien émettre une dette libellée en monnaie étrangère sur leur marché domestique, qu'une dette en monnaie locale sur les marchés extérieurs (même si le phénomène pour les pays latino-américains est relativement récent). La deuxième définition tient à la nationalité des détenteurs d'obligations. Ainsi, si les titres de dette sont détenus par des créanciers résidents, alors la dette est dite domestique.

1 • Notamment la Banque des règlements internationaux (BIS), Eurostat, le FMI, l'OCDE, le Club de Paris, la CNUCED et la Banque mondiale.

2 • Les auteurs n'ont pu aborder que la dette des Etats. Si la dette publique consolidée (incluant la dette des administrations publiques et la dette publiquement garantie) et la dette des banques centrales avaient été traitées, cette part serait d'autant plus élevée.

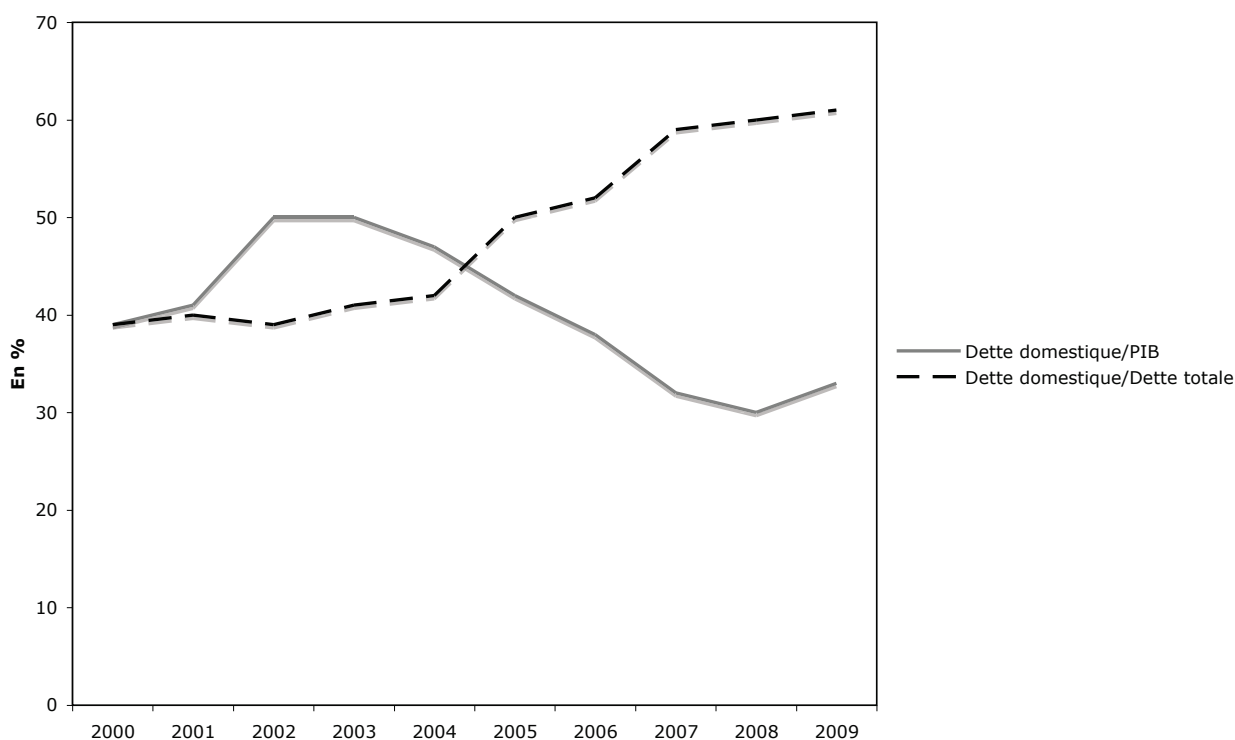
3 • Le « pêché originel » (*original sin*) est une expression employée pour rendre compte de la fragilité financière des pays ne pouvant émettre leur dette extérieure qu'en devises étrangères (généralement le dollar).

C'est la définition communément adoptée par les grandes organisations internationales¹. Le problème est que si une telle définition est pertinente en théorie, dans la mesure où elle distingue les transferts de ressources entre résidents et non-résidents, elle est difficilement applicable en pratique, car les échanges sur le marché secondaire donnent lieu à des changements de résidence très difficiles à capter statistiquement. De fait, la plupart des pays se reportent à la dernière définition, qui se réfère à la place d'émission du titre et à la loi applicable en cas de restructuration. Dans ces conditions, une dette domestique est une dette émise sur le marché domestique et régie par la loi nationale. Bien que la deuxième définition soit intéressante pour évaluer le partage du fardeau de la dette entre résidents et non-résidents dans le cadre d'une restructuration globale, la troisième demeure utile pour comprendre l'origine d'une éventuelle discrimination dans les deux processus de restructuration (voir infra). Les données statistiques citées ci-dessous sont basées sur une définition de la dette domestique répondant au critère de la place d'émission du titre.

La dette domestique, y compris à long terme, a toujours constitué une part non négligeable de l'encours total de la dette. Reinhart et Rogoff (2010) ont en effet montré que la part de la dette domestique à long terme² a représenté en moyenne plus de la moitié du stock total entre 1914 et 1959, atteignant même 85% en 1918. Depuis le début des années 2000, la plupart des pays latino-américains ont accru la part domestique de leur dette souveraine (voir graphique 2), notamment dans le but d'atténuer leur vulnérabilité aux chocs extérieurs (Jeanneau et Tovar, 2006). Le « pêché originel »³, qui a longtemps interdit à ces économies d'émettre des obligations à long terme libellées en monnaie nationale, rendaient effectivement les émetteurs vulnérables aux risques de change et à un brusque retournement de l'économie mondiale. Malgré la généralisation des CAC depuis 2003, les marchés obligataires domestiques sont devenus la principale source de financement des secteurs publics et privés en Amérique Latine (Jeanneau et Tovar, 2006). La part de la dette domestique représentait ainsi en 2009, 60% de la dette souveraine totale, contre moins de 40% en 2000 (Cavallo, 2010). D'autre part, la partie de la dette libellée en devises étrangères a fortement diminué. Elle est en effet passée de 60% du stock total en 2000 à 35% en 2009.

1 • Selon Taylor (2002a), les CAC, parce qu'elles étaient favorables aux créanciers, devaient réduire la volatilité des *spreads* en focalisant davantage les détenteurs d'obligations sur les fondamentaux économiques du souverain.

Graphique 2 : Encours de la dette domestique de l'Amérique Latine, 2000-2009



Source : Cavallo, 2009.

De fait, pour Reinhart et Rogoff (2010, p.129), « rien dans sa structure de maturité ou dans ses taux d'intérêt ne justifie qu'on l'ignore, comme le font communément les calculs de soutenabilité de la dette extérieure ». S'il est délicat d'établir un lien direct entre la baisse de l'endettement extérieur et le choix des CAC comme procédure de gestion des crises de la dette souveraine, force est de constater que la généralisation des clauses n'a pas suscité un renforcement de la confiance des émetteurs dans le système financier international. Il faut en effet rappeler que les CAC ne devaient pas seulement résoudre les crises de ce type mais également les prévenir. Or, elles ont de toute évidence échoué à rassurer les pays émetteurs sur une potentielle stabilisation des financements extérieurs¹.

Cette modification de la structure de la dette peut *a priori* laisser penser à une diminution proportionnelle de la vulnérabilité des pays latino-américains face aux arrêts brutaux des entrées de capitaux et aux risques de change. Néanmoins, la plupart des auteurs s'accordent à dire qu'une telle composition induit, elle aussi, des défis en termes de politiques économiques qu'il ne faut pas sous-estimer (Jeanneau et Tovar, 2006 ; Panizza, 2008 ; Cavallo, 2010). En effet, malgré une augmentation des titres à long terme à taux fixes, les titres à court terme et à taux variables constituent une part

1 • Les gouvernements dominent largement les marchés domestiques, avec des émissions en moyenne trois fois supérieures à celle du secteur privé. Au sein du secteur privé cependant, la répartition des émissions entre les institutions financières et les entreprises est équilibrée.

2 • Plusieurs pays de la région ont déjà connu une telle tension. « Ainsi, au Brésil, en 2001 et 2002, de même qu'en Colombie, en 2002, les turbulences financières ont entraîné un tarissement de la liquidité sur les marchés des obligations d'État (TES). En Colombie, les pouvoirs publics n'ont pas pu émettre d'obligations au second semestre 2002, déclenchant ce que l'on a appelé là-bas la « minicrise des TES » (Jeanneau et Tovar, 2006, p. 12).

3 • Les primes sont calculées selon le taux d'intérêt sur la monnaie nationale, déflaté du rendement des obligations internationales libellées en dollars US. Les calculs pour le Brésil proviennent du SELIC (taux interbancaire brésilien), ceux du Chili, des obligations domestiques à 10 ans (BCP) et ceux du Mexique, des obligations libellées en peso à 10 ans également.

importante des émissions domestiques. Les titres à court terme comptent pour 60% de la dette émise sur les marchés domestiques et la part émise à taux variables, pour quasiment 20%. La dette indexée sur l'inflation représente en moyenne un peu moins de 2%, et celle indexée sur une devise étrangère (notamment le dollar) en compose 8%. Au sein de cette moyenne, il existe de fortes disparités, le Chili indexant la plupart de sa dette interne sur le taux d'inflation, et l'Argentine et l'Uruguay connaissant une part croissante de leurs émissions de titres indexés sur le dollar. L'indexation des taux d'intérêt sur l'inflation ou une devise étrangère forte contraint la politique monétaire à la rigueur et peut alors pénaliser la demande, d'autant que l'effet d'éviction du secteur privé sur le marché obligataire domestique est déjà important¹ (Borensztein et al., 2007). D'un autre côté, même si le marché secondaire a pu se développer depuis quelques années, il reste peu profond, de sorte que les premiers acquéreurs d'obligations en sont également les ultimes bénéficiaires. Les porteurs sont majoritairement regroupés au sein des banques nationales, auxquelles viennent s'ajouter d'autres institutions financières (telles que les fonds de pension), les ménages et les entreprises (FMI, 2002a). Ce manque de profondeur est préjudiciable à la liquidité du marché, laquelle induit des coûts de transaction élevés. Le résultat se fait sentir à deux niveaux. D'abord, la réticence des investisseurs à acquérir des titres à long terme et à privilégier les échéances courtes pénalise l'émetteur, pour lequel les titres à long terme sont plus sûrs. Ensuite, le faible volume des transactions sur le marché secondaire rigidifie les prises de position (d'achat comme de vente), ce qui peut engendrer de fortes fluctuations des cours en période de tensions². Par ailleurs, la volatilité peut être encore accentuée par l'augmentation du nombre de non-résidents sur le marché primaire domestique. Il est en effet connu que les non-résidents sont plus méfiants que les résidents et paniquent plus facilement en cas de tensions (Cavallo, 2010). Enfin, même si les écarts entre les taux d'intérêt internationaux et les taux domestiques tendent à se réduire, les taux domestiques sont toujours plus élevés que les taux extérieurs (Becker, 2011). Les taux d'intérêt dépendent beaucoup du taux d'inflation, lequel reste conséquent dans la région. Cet écart pèse naturellement sur la charge d'endettement en termes de flux, laquelle est la plus représentative du poids de la dette pour le pays débiteur, surtout lorsque les échéances sont courtes. Ainsi, si les primes de risques domestiques³ au Chili et au Mexique étaient assez faibles en 2005 (respectivement 3% et 4,5%), celles du Brésil dépassaient les 12% (Borensztein, 2005).

1 • Bien que le critère de résidence soit globalement inopérant en pratique, des études régulières sont tout de même menées pour tracer la nationalité des détenteurs d'obligations (Panizza, 2008). Même si le traçage reste incomplet, notamment en raison de la détention de certaines obligations dans les centres *off shore*, ces études permettent à notre définition de ne pas paraître trop irréaliste.

2 • Or, le renforcement des *spreads* n'est pas nécessairement corrélé à une dégradation des fondamentaux de l'économie (voir infra).

Au final, le débiteur peut se retrouver dans une position similaire à celle qu'il avait dans le cadre des financements extérieurs et de la volatilité des *spreads*. La composition de la dette joue un rôle fondamental dans la survenance du défaut (Becker, 2011) et donc, dans la résolution de la crise. En l'occurrence, le problème est que la restructuration de la dette domestique est censée répondre au critère de comparabilité de traitement des créanciers mais fait toujours l'objet d'une restructuration parallèle, ce qui peut générer des discriminations.

1.1.2.2 • L'étroitesse des relations entre dette intérieure et dette extérieure

Krueger (2002) souhaitait inclure, sur la base du cas par cas, la dette souveraine domestique dans le MRDS afin que l'accord de restructuration permette un retour à une dette globalement soutenable. Face aux critiques qui considéraient que le souverain dispose déjà d'une juridiction applicable en la matière, Krueger et le Fonds sont néanmoins revenus sur cette position (FMI, 2003a). Par ailleurs, si Taylor considérait que la comparabilité de traitement entre créanciers résidents et créanciers non résidents devait être assurée, rien n'a jamais été concrètement prévu à cet effet. La question a rapidement été tranchée, si bien qu'aucune définition de la dette domestique n'a eu le temps d'émerger du débat. Selon la manière avec laquelle la problématique est abordée, la notion de dette domestique répond tantôt au critère de résidence, tantôt au critère de la juridiction applicable. Pour plus de simplicité, nous considérerons donc que la dette domestique se définit ici à la fois selon le critère de résidence et le critère de juridiction¹. En outre, un partage équitable du fardeau entre les deux types de créanciers est fondamental à deux niveaux.

Il répond d'abord à un critère d'équité pour deux raisons, toutes deux liées au fait que, *in fine*, c'est la population débitrice qui se trouve lésée (FMI, 2002a ; Roubini et Setser, 2004 ; Reinhart et Rogoff, 2010). En outre, le coût interne de la crise représente, pour certains auteurs, la principale raison pour laquelle l'Etat rembourse sa dette extérieure (Panizza et al. 2009).

La première raison est liée au fait que, *ex ante*, l'Etat peut être tenté de s'endetter davantage à l'échelle domestique lorsqu'il fait face à deux types de problèmes. Le premier concerne une augmentation des *spreads* consécutive à une plus grande méfiance des marchés internationaux². C'est ce qu'a fait, par exemple, l'Etat argentin, lorsqu'en décembre

2001, il « s'est donné un mal fou pour mobiliser les sources de financement domestiques dans le but de se substituer à la perte d'accès aux marchés financiers internationaux » (Erce et Díaz-Cassou, 2010). En outre, tous les épisodes de défauts sur la dette étrangère révèlent une dette intérieure importante (Reinhart et Rogoff, 2010). En Amérique Latine, durant la plupart des épisodes de défauts sur la dette extérieure entre 1827 et 2003, le ratio de la dette domestique par rapport au revenu national des gouvernements représentait quasiment le double du ratio de la dette externe sur ces mêmes revenus (Reinhart et Rogoff, 2010). Ainsi, en amont du défaut, c'est le marché interne, et donc la population, qui sert de filet de sécurité financier au gouvernement. Le deuxième problème a trait au rôle des banques, en particulier de la spéculation bancaire, dans le déclenchement des crises (Miotti et Plihon, 2001, voir chapitre 1) pouvant mener à une restructuration de la dette souveraine. Or, lorsque l'Etat intervient pour sauver un secteur bancaire ayant accumulé de nombreuses créances douteuses, il reprend de fait à son actif les dettes bancaires. Ce faisant, soit il socialise les pertes en les faisant directement payer à la population *via* un relèvement de la fiscalité, soit il procède en émettant des obligations domestiques, ce qui permet d'échanger les dépôts en titres publics (Roubini et Setser, 2004). Dans le deuxième cas, l'encours de la dette interne augmente et avec lui, la probabilité de défaillance. Au final, dans les deux cas, la probabilité d'un défaut généralisé, c'est-à-dire à la fois interne et externe, est renforcée. Or, la soutenabilité globale de la dette n'est pas étudiée dans la mesure où les calculs afférents ne prennent pas en compte l'encours de la dette domestique.

La deuxième raison tient au fait qu'en cas de défaut, interne et/ou extérieur, c'est la population débitrice qui porte le plus lourd fardeau d'une crise de la dette (FMI, 2002a ; Roubini et Setser, 2004 ; Reinhart et Rogoff, 2010). Une étude du FMI (2002a) sur quatre défauts souverains a montré que non seulement la crise est plus grave lorsqu'une large part de la dette souveraine totale est détenue par les résidents, mais également que les effets de la crise dépassent le cadre des détenteurs de titres pour atteindre la population dans son ensemble. Reinhart et Rogoff (2010) ont alors étudié la variation des fondamentaux des économies lorsqu'elles connaissent, ou approchent, un défaut sur la dette intérieure et extérieure. Deux variables-clés, le taux d'inflation et le PIB, subissent des revers bien plus importants lors de défauts internes que lors des épisodes de défauts extérieurs. A l'échelle interne, contrairement à certaines idées reçues, la restructuration de la dette n'est pas rare (Reinhart et Rogoff, 2010), mais elle prend des formes souvent différentes d'une restructuration extérieure. A l'inverse de certains épisodes récents, comme en

1 • La plupart des PAS appliquent un resserrement de la fiscalité (augmentation des impôts sur les classes intermédiaires et relèvement des taxes, dont la TVA), un gel des salaires dans la fonction publique, des licenciements massifs liés aux privatisations et aux faillites d'entreprises, lesquelles font suite au relèvement des taux d'intérêt créditeurs. Au final, une augmentation du nombre de personnes vivant en dessous du seuil de pauvreté est observée.

Equateur en 1999 et, dans une moindre mesure en Argentine en 2005, l'Etat ne négocie pas nécessairement avec ses créanciers domestiques. Il tend plutôt à imposer des mesures unilatérales. Parmi elles, les plus utilisées sont le gel des dépôts avec plafonnement des taux d'intérêt, le laxisme inflationniste et la conversion forcée des dépôts en monnaie nationale, les deux permettant de réduire la valeur de la dette (Roubini et Setser, 2004). La conversion forcée en pesos des dépôts initialement libellés en dollars a été utilisée en Argentine en 1980 et en 2001. L'hyperinflation argentine en 1989, dont le taux a atteint 3000%, a également pu faire chuter la valeur de la dette domestique sur laquelle le gouvernement était de nouveau en défaut. Quel que soit le mode opératoire, la restructuration de la dette domestique implique nécessairement une restructuration du secteur bancaire, non seulement parce que les banques sont souvent créancières majoritaires, mais également *via* la conversion forcée. Cette restructuration se solde alors par une dégradation des dépôts et des crédits, et atteint donc la population dans son ensemble. A cette dépréciation s'ajoutent également la dépression économique consécutive à la crise, les tensions sociales qui peuvent atteindre des degrés dignes d'une guerre civile, et les plans d'austérité du FMI, lesquels aggravent la récession et les coûts subis par la population¹. Ainsi, les raisons pour lesquelles l'encours de la dette souveraine domestique et l'occurrence d'un défaut intérieur ne doivent être minimisés sont nombreuses. Le principal problème tient à leurs analyses distinctes.

Le traitement global de la dette à l'échelle de la restructuration répond ensuite à un critère d'efficacité. Il est considéré, autant par les partisans des CAC que par ceux du *statu quo*, que la restructuration de la dette domestique n'a pas à intégrer le processus de restructuration de la dette extérieure dans la mesure où l'Etat dispose de sa propre juridiction en la matière. Or, nous venons de voir qu'une restructuration de la dette interne ne tient pas nécessairement à un aspect juridique, eu égard aux moyens coercitifs susceptibles d'être employés. Néanmoins, lorsque la restructuration interne s'opère en « bonne et due forme », c'est-à-dire après négociations, il n'est pas certain que la comparabilité de traitement entre créanciers résidents et non résidents soit assurée. Au sens large, elle ne l'est assurément pas, les résidents portant le plus lourd tribut de la crise. Or, en étant très favorables aux créanciers extérieurs (voir la deuxième section), la décentralisation ne peut assurer un rééquilibrage de la « douleur totale ». Il est alors considéré que les créanciers extérieurs ne font que fournir des « efforts résiduels » (Roubini et Setser, 2004, p.266). En ce sens, la restructuration globale

n'est pas efficace, puisqu'elle ne permet pas un partage équitable du fardeau entre les résidents et les créanciers extérieurs. Au sens strict, c'est-à-dire seulement à l'échelle de la restructuration entre créanciers directs (i.e. les porteurs d'obligations) et non plus de la crise dans son ensemble, l'absence d'assurance d'une comparabilité de traitement peut nuire à la coordination des créanciers. Chaque groupe de créanciers peut effectivement craindre, à juste titre, une discrimination par rapport à l'autre durant les négociations. De telles craintes peuvent alors renforcer la probabilité de dissidence. Les créanciers extérieurs sont plus enclins au scepticisme à ce sujet, considérant que l'Etat est forcément plus enclin à favoriser ses résidents. Or, dans la mesure où ce sont déjà, initialement, les créanciers extérieurs qui sont le plus mal organisés (i.e. les plus sujets à panique), le risque de dislocation dans les négociations externes est d'autant plus élevé. Néanmoins, les expériences récentes démontrent plutôt le caractère aléatoire de l'équité dans le partage du coût de la restructuration. En effet, si l'Uruguay a pu traiter équitablement ses deux types de créanciers en 2003, l'Equateur a privilégié ses créanciers résidents dans son offre d'échange de 1999 tandis que l'Argentine, entre 2001 et 2004, a clairement lésé ses créanciers résidents (Erce et Diaz-Cassou, 2010), même si en fait, les créanciers extérieurs ont eux aussi essuyé de lourdes pertes après l'échange de 2005 (Sturzenegger et Zettelmeyer, 2005). Par conséquent, le doute et le risque de dissidence sont permis des deux côtés, à des degrés plus ou moins élevés.

Au final, les deux aspects se recourent puisque la définition d'une restructuration doit pleinement intégrer une dimension d'équité. En outre, les coûts portés et subis par la population *in fine* débitrice bénéficient surtout aux créanciers internationaux, puisqu'ils doivent permettre de lever les dernières ressources nécessaires au remboursement de la dette extérieure. La restructuration de la dette intérieure et le coût de la crise inhérente sont donc en premier lieu supportés par la population. De fait, l'Etat débiteur se confond avec sa population, laquelle ne profite pas toujours des fruits de l'endettement, au contraire. En outre, s'il est impossible de différencier les deux types de débiteurs dans la restructuration d'une dette légitime, un deuxième critère d'équité demande cette possibilité dans le cas des dettes illégitimes. Si le sujet peut paraître avant tout juridique, il déborde en fait largement sur le plan économique. Et s'il peut apparaître secondaire, c'est uniquement parce que les audits sur la dette sont encore trop rares.

1.2 • L'omission des dettes illégitimes

La problématique des dettes illégitimes peut *a priori* sembler secondaire, voire hors de propos. Cela tient principalement au fait que les audits sur la dette étant encore trop rares, leur ampleur n'est pas suffisamment révélée. En outre, ces créances sont courantes et la question de leur révélation se pose lors de chaque épisode de crise, comme en témoigne le cas récent de la Grèce. Le sujet n'est pas seulement juridique, mais également économique, car leur reconnaissance permettrait de les mettre en lumière afin de les annuler (1.2.1). De la sorte, non seulement l'encours de la dette serait proportionnellement réduit au profit d'une population qui n'a pas à les assumer, mais les chances que la sanction puisse prévenir leur retour ne sont pas non plus inexistantes (1.2.2).

1.2.1 • La nécessaire reconnaissance des dettes illégitimes

La dette illégitime doit être distinguée de la dette odieuse en raison de l'incompatibilité de traitement entre la fraude et le crime. Plusieurs raisons expliquent l'absence de l'analyse des dettes odieuses dans ce travail. D'abord, la dette odieuse date majoritairement des époques dictatoriales en Amérique Latine, qui ont notamment sévi durant les années 1960 et 1970, voire parfois jusqu'à la fin des années 1980. D'une part, ces créances ont été diluées sur le marché obligataire grâce au plan Brady, ce qui empêche toute annulation rétroactive. D'autre part, elle se réfère surtout à la notion juridique de crime, et doit par conséquent être considérée de manière pénale. Pour autant, il reste nécessaire de distinguer la partie odieuse de la dette afin de ne pas l'inclure dans la procédure « normale » de restructuration, mais de lui réserver un traitement juridique à part. Par conséquent, il reste fondamental d'identifier une dette odieuse et de reconnaître son existence en cas de révélation à venir.

Les cas de dettes illégitimes sont différents, puisqu'au niveau des juridictions nationales sur le crédit, ils intègrent les règles de droit commercial. De même que la dette odieuse, la dette illégitime n'est qu'une doctrine, puisqu'elle ne fait pas l'objet d'une jurisprudence internationale, et donc d'une définition consensuelle. Hanlon (2002) en donne une définition très large, l'apparentant également à la dette odieuse. Pour notre part, nous utiliserons une définition semblable, mais plus restrictive. Ainsi, pour qu'une

dette soit dite illégitime, il faut que la destination des fonds prêtés ait été contraire à la loi, à la Constitution ou aux intérêts de la nation débitrice, et/ou que les conditions attachées au prêt aient été elles-mêmes frauduleuses au regard des lois, de la Constitution nationale ou des intérêts de la nation. Tout comme dans les cas odieux, les créanciers doivent avoir eu connaissance du caractère illégitime du prêt avant la signature du contrat. Cela revient à dire que nul n'étant censé ignorer la loi, les créanciers auraient dû savoir, *ex ante*, dans quoi ils s'engageaient. De plus, la notion de dette illégitime doit avoir, comme la notion de dette odieuse, la particularité de distinguer entre la nation, l'Etat et l'appareil étatique (i.e. les personnes physiques en place au gouvernement à un moment donné, Backer, 2007). Dans ce cadre, et dans ce cadre seul, puisque le reste du temps, l'Etat successeur est tenu aux obligations différées par son prédécesseur, la distinction est fondamentale. Il s'agit, *de facto*, du seul cadre dans lequel l'emprunteur et le débiteur effectif ne doivent pas être confondus. C'est la raison pour laquelle une dette portant manifestement atteinte aux droits fondamentaux de la population doit être considérée illégale. Or, ce type de dette ne peut être identifié que dans le cadre d'un mécanisme formel et centralisé autour d'une tierce partie (Ginsburg et Ulen, 2007 ; Rasmussen, 2007). Il est en effet inutile d'attendre des créanciers concernés qu'ils s'auto-sanctionnent.

Les exemples de dettes illégitimes sont courants. A l'échelle de l'illégalité pure, c'est-à-dire au regard de la loi du souverain, les cas de fraudes sont divers. Dans de nombreux cas, l'autorité autorisée par la Constitution à contracter des prêts à l'extérieur n'était pas celle qui les avait contractés dans les faits (Hanlon, 2002). Ce fut notamment le cas en Equateur, lequel a justifié une partie de la répudiation, ou encore en Argentine, où de nombreuses dettes ont été contractées par le ministre de l'économie alors qu'elles auraient dû l'être par le Congrès (Eurodad, 2007). D'autres vices de procédures intègrent le champ de l'illégalité, comme dans le cas équatorien, où certains contrats ont été anti-datés (Perez, 2008). Les pots-de-vin, lorsqu'ils sont identifiables, attestent également de l'illégalité du contrat de prêt au vu et au su des créanciers, ce qui rend le contrat caduc. A l'échelle de l'illégalité en raison de l'atteinte portée à la population, l'on peut se reporter à certaines stipulations nationales. Par exemple, la loi britannique sur le crédit à la consommation prévoit l'annulation ou l'amendement des termes du contrat en cas de crédit « exorbitant ». Celui-ci est défini comme demandant au débiteur des paiements manifestement exorbitants ou contrevenant manifestement aux principes d'un traitement équitable des deux parties au contrat. Par ailleurs, le Chapitre 9 du Code américain des faillites, qui s'adresse à la restructuration des

dettes municipales, stipule qu'il n'est nullement attendu du débiteur qu'il cesse d'assurer les services sociaux de base essentiels à la santé, à la sécurité et au bien-être des habitants dans le but de rembourser ses créanciers. Le même chapitre énonce également que les employés et les contribuables de la municipalité ont le droit d'être entendus et de s'opposer au plan de restructuration (Hanlon, 2002). De nombreux cas répondent à ces critères, tels que, respectivement, le refinancement forcé par le FMI à des taux usuraires durant la décennie 1980, les coûts sociaux des plans d'ajustement structurel et des plans de « stabilisation » d'après crise, sans considération pour les manifestations des peuples, voire même certaines guerres civiles consécutives à l'intervention du Fonds.

La définition, la reconnaissance et l'annulation de ces types de créances sont fondamentales dans la mesure où ces dettes constituent une partie non négligeable du stock de la dette souveraine, laquelle ne peut déontologiquement intégrer une simple procédure de restructuration. La répudiation de la dette équatorienne en 2008, en raison de l'illégitimité de nombreux contrats de dette, a effectivement porté sur 40% de la dette souveraine extérieure, soit quasiment la moitié. Néanmoins, malgré le fait que le FMI ait timidement abordé la question des dettes odieuses (Kremer et Jayachandran, 2002), rien n'a officiellement été entrepris pour construire les bases nécessaires au traitement des créances globalement illégales. De fait, elles continuent, en cas de crise, d'intégrer la procédure normale de restructuration au même titre que les créances légales. Or, au moins en termes de comparabilité de traitement, un créancier légitime ne peut être traité sur un pied d'égalité avec un créancier illégitime. Car si une dette insoutenable est une dette qui ne peut être remboursée, une dette illégitime est une dette qui ne doit pas être remboursée.

1.2.2 • L'absence de considération par les mécanismes actuels

La décentralisation n'aborde pas la question des dettes illégitimes. Celles-ci peuvent donc être diluées dans la restructuration et, de fait, remboursées, même partiellement. Le FMI avait motivé sa décision de ne pas inclure, dans la dernière version MRDS, cette partie de la dette. Souhaitant initialement traiter le problème de la dette souveraine dans son ensemble, Krueger avait intégré la dette domestique et la question des dettes bilatérales, mais ne s'était pas prononcée sur les cas de dettes illégitimes. Le MRDS

1 • <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/fre/sdrmf.htm>.

2 • Nous infirmerons par ailleurs, dans la deuxième section, l'hypothèse d'efficience des marchés de la dette souveraine.

s'étant progressivement aligné sur les CAC, il a perdu dès 2003 sa vocation à établir une véritable procédure de restructuration pour les dettes souveraines et, oubliant la nécessité d'assurer le rétablissement économique du débiteur, il focalisait désormais sur le problème d'action collective des créanciers. De fait, selon le Fonds (2003a), *l'un des principes clés qui sous-tendent le MRDS est de n'intervenir dans les rapports contractuels que lorsque cela est nécessaire pour résoudre les problèmes essentiels d'actions collectives. Mais disqualifier la dette « odieuse » supposerait une remise en cause totale de la validité des créances et du caractère sacré des engagements contractuels ; ce qui pourrait avoir de fâcheuses conséquences pour le fonctionnement des marchés de capitaux. Cela créerait un nouveau facteur de risque, par delà la nature intrinsèque des conditions de prêt et de remboursement. Cela nuirait aussi à l'efficacité des marchés secondaires et aurait un effet néfaste sur l'aptitude des emprunteurs des pays émergents à réaliser des émissions sur le marché primaire*¹.

L'argumentaire du Fonds est ambigu et infirmable sur plusieurs points. D'abord, même « sacrés », de tels engagements contractuels ne peuvent primer sur la Constitution nationale. L'intégrité du contrat est régie par la loi, et puisqu'il n'existe pas de loi internationale sur les engagements contractuels entre un souverain et des personnes privées, et que le souverain est juridiquement supérieur aux personnes privées, ce sont les lois nationales du souverain qui s'appliquent. De fait, ce que précise Gelpern (2007) sur la dette odieuse s'applique également aux dettes illégitimes, de sorte qu'une dette illégitime n'est pas une dette dans la mesure où son illégalité rend d'emblée le contrat caduc. Deuxièmement, la disqualification de telles créances ne déstabiliserait pas nécessairement le fonctionnement des marchés de capitaux. Nul n'est censé ignorer la loi. Par conséquent, le fait même de prêter à des conditions frauduleuses au regard de cette loi révèle la complicité des marchés en matière d'illégitimité de la dette². Si les marchés savent par avance que si leurs créances s'avèrent illégales, elles seront annulées, cela peut répondre à la volonté de Taylor (2002a) de réorienter les conditions de prêts sur les fondamentaux, lesquels, pris en leur sens juridique, intègrent nécessairement la conformité des conditions du financement ainsi que sa destination avec la loi nationale. Un meilleur encadrement du crédit augmenterait alors l'efficacité de l'allocation des ressources. Si les financements se font plus rares dans un premier temps, ils auront au moins le mérite d'être plus sûrs. Dans le cas inverse, si des contrats illégaux continuaient d'être signés, leur nullité prononcée par une instance neutre aurait au moins le mérite

de désendetter proportionnellement la population débitrice, laquelle, comme précisé ci-dessus, se distingue de l'appareil étatique en la matière. Ainsi, l'assainissement de la structure de la dette, voire des marchés de capitaux, ne peut passer que par la voie de l'annulation. Du côté de l'appareil étatique, soit il maintient sa tendance à contourner les règles de droit pour accéder à la liquidité, et l'annulation préserve au moins les débiteurs effectifs (i.e. la population), soit il la réduit devant le risque d'être destitué par la nation après révélation de l'illégalité des dettes qu'elle rembourse, au moins aux élections suivantes. Du côté des créanciers, qui ont plus à perdre dans l'annulation, soit leur propension à devenir complices de l'illégalité est réduite, soit elle est sanctionnée. *In fine*, c'est toujours la population débitrice qui est préservée et, dans ces conditions, il s'agit de l'enjeu le plus important. Dans cette même optique, il est évident que l'annulation ne doit pas être le fait du gouvernement débiteur mais d'une instance impartiale. Le but est d'éviter toute annulation intempestive et stratégique (i.e. d'une dette en réalité légale), afin que seuls les détenteurs illégitimes soient sanctionnés.

Même s'il ne s'agissait pas à l'époque d'éplucher chaque contrat d'émission passé pour annuler toutes les dettes illégales, le débat aurait néanmoins dû poser les bases du traitement de telles créances à l'avenir. S'il est vrai que pour des questions pratiques, il est compliqué de rendre de telles bases rétroactives, rien n'interdit de se préoccuper des futurs contrats d'émission (Kremer et Jayachandran, 2002). En effet, un traitement rétroactif peinerait à établir aujourd'hui la connaissance passée des créanciers sur la fraude dont ils se sont rendus complices, et chacun pourrait argumenter son ignorance. Mais rien n'a non plus été entrepris pour assainir la future structure d'endettement. Or, cela ne peut provenir d'un mécanisme contractuel.

Les problèmes se situent selon nous à un autre niveau. Il s'agit d'abord des créances bilatérales et multilatérales. Il est actuellement impossible d'aborder le problème car la gestion du surendettement, et donc du surfinancement, est contractuelle et décentralisée. Par conséquent, les dettes illégitimes dues aux créanciers officiels ne peuvent pas être révélées. D'une manière identique au traitement des créances dues au secteur privé, il est vain, malgré l'exemple norvégien de 2006, de compter sur une annulation unilatérale de la part du créancier. Si, au-delà, il est juridiquement impossible de contraindre les entités officielles à réparation, un mécanisme statutaire, régi par une procédure arbitrale indépendante, aurait au moins appelé à la bonne foi de ces parties ; de sorte que leur image de marque aurait été publiquement atteinte et certaines actions de la

société civile en auraient résulté. C'est bien ce qui s'est passé avec l'initiative en faveur des pays pauvres très endettés (PPTÉ) de 1996, ainsi qu'avec l'initiative d'allègement de la dette multilatérale (IADM) de 2005. Ces deux initiatives ont effectivement émané des pressions exercées par la société civile en réaction à l'insoutenabilité patente de la dette des pays pauvres à l'égard de la communauté officielle internationale. Même si ces initiatives sont loin de constituer la panacée, elles ont permis de faire réagir des créanciers qui n'étaient nullement contraints d'alléger leurs créances envers le Tiers-Monde. Le second problème concerne une autre facette d'un point relevé par le Fonds et se pose au niveau des créances souveraines qui circulent sur le marché secondaire. Il est en effet impossible de tracer avec précision les transactions sur ce marché, de sorte que les créances régulièrement échangées disparaissent ou lèsent, plus ou moins injustement, leurs ultimes détenteurs. Si, dans l'idéal, les règles d'annulation des créances illégitimes devraient être rétroactives, il est néanmoins possible de ne les appliquer que pour les créances futures. C'est l'idée de Kremer et Jayachandran (2002). Une fois les règles de l'illégalité définies, même globalement, les créanciers ne pourront se prévaloir de n'avoir pas eu connaissance de la gravité de leur acquisition et d'être, de fait, lésés. Une fois de plus, cela aurait au mieux le mérite de contraindre les créanciers à la diligence, ce qui susciterait une meilleure allocation des ressources, et au moins celui d'assainir, dans tous les cas, la charge de remboursement de la population débitrice.

Au final, en l'état actuel, le problème de la dette ne peut être résolu en raison de l'incomplétude de la solution contractuelle, qu'elle soit représentée par les CAC ou le *statu quo*, y compris malgré la présence d'un code de bonne conduite. La gestion décentralisée ne souhaite s'adresser qu'au problème d'action collective parmi les créanciers, de sorte que le retour à la viabilité de la dette pour le pays débiteur n'est plus que la supposée résultante de cette résolution. En outre, même les CAC, qui souhaitent réguler *a minima* la coordination des créanciers, sont susceptibles d'échouer, car dans la mesure où c'est la version la plus faible qui a été adoptée, d'après les préceptes de Taylor, certaines règles fondamentales à toute procédure de faillite ont été oubliées.

2 • Le non respect de certaines règles inhérentes à la procédure de faillite

Toute procédure de restructuration doit à la fois assurer la coordination des créanciers et le respect des droits du débiteur. Or, la décentralisation ne garantit pas entièrement l'action collective des créanciers, y compris au sein d'une même classe de créances (2.1). D'autre part, le droit élémentaire du débiteur de négocier à l'abri de la panique, lequel implique la possibilité d'un moratoire sur les paiements, voire d'une suspension temporaire des sorties de capitaux, n'est pas non plus respecté (2.2).

2.1 • Un problème d'action collective des créanciers irrésolu.

Le problème d'action collective reste effectivement posé à deux niveaux. D'abord, compte tenu de l'absence d'agrégation dans la procédure décentralisée, l'action collective entre les différentes classes de créances reste en péril, surtout si la structure de la dette s'avère complexe (2.1.1). Ensuite, selon les termes du contrat et la probabilité d'une intervention extérieure partisane, la coordination au sein d'une même classe de créances peut, elle aussi, être mise en doute (2.2.2).

2.1.1 • L'absence de coordination entre différentes classes de créances

Les CAC ne sont définitivement pas conçues pour agréger toutes les créances, car elles peuvent seulement régir la restructuration d'une dette répartie entre un petit nombre de classes d'obligations, voire un petit groupe de classes similaires (maturités et termes semblables), mais pas davantage (Bolton et Skeel, 2007). En effet, plus le nombre de créanciers est élevé, moins grande est l'influence de chacun sur les flux de remboursement du débiteur. Or, en cas d'insolvabilité, cette influence limitée décourage la négociation de bonne foi et la rapidité d'un accord sur une réduction de dette (Bolton et Jeanne, 2005). Par conséquent, si la structure de la dette est complexe, à l'instar du cas argentin de 2001, rien n'est prévu pour assurer la coordination des créanciers, de sorte que la course aux tribunaux est quasiment assurée. Le FMI rappelle en effet que « dans une restructuration générale,

1 • <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/fre/sdrmf.htm>.

2 • La seule juridiction où les clauses sont encore rares étant la juridiction allemande (IMF, 2005).

chaque émission obligataire devrait faire l'objet d'une décision distincte. Les créanciers n'acceptant pas une offre de restructuration auraient le droit de défendre leurs intérêts dans les tribunaux du pays ou de l'État dont le droit aurait été retenu dans le contrat »¹. Or, si la plupart des marchés intègrent aujourd'hui les CAC², l'application des lois reste différente selon le pays considéré, voire même selon le juge en charge des plaintes. Par conséquent, certains porteurs peuvent voir leurs droits restreints par une juridiction, alors que d'autres, ayant acquis les titres sous une juridiction différente, peuvent bénéficier d'un traitement plus rapide, voire préférentiel. Le problème est que si l'asymétrie d'information est importante, elle suscite un aléa moral susceptible de diminuer la confiance des marchés et donc l'entrée de capitaux, de sorte que le pays aura intérêt, pour des considérations de crédibilité, à opter pour des clauses d'action à l'unanimité (CAU, Eichengreen et al., 2003).

A l'échelle de complexité intermédiaire, la médiation du FMI reste nécessaire pour contraindre la coordination des créanciers. Or, même aujourd'hui, il est difficile pour le FMI d'être crédible lorsqu'il annonce qu'il n'interviendra pas alors même qu'il existe un risque de système *via* le phénomène de contagion. Lorsqu'un grand nombre de créanciers aux intérêts divergents, compte tenu de la structure de la dette, s'attend à ce que le FMI intervienne, la majorité a tout intérêt à parier pour un renflouement public et à retarder les négociations. Or, cette attente exacerbe la pression pesant en faveur d'une intervention du Fonds (Bolton et Skeel, 2007), dont il faut rappeler que le rôle est de veiller à la stabilité du système financier international. Pour cette raison, les CAC ne seront pas nécessairement utilisées, même si elles existent. Un débiteur anticipant une structure trop complexe de sa dette pour bénéficier d'une restructuration rapide sous le régime des CAC peut parfaitement préférer l'ancienne méthode de l'offre d'échange ou recourir à un vote à l'unanimité pour garantir sa bonne foi aux créanciers.

En outre, même si les CAC étaient en mesure d'agréger tous les types de créances, sans règle précise de séniorité, l'agrégation n'aurait aucun sens. Il est en effet impertinent d'établir une procédure de vote pour chaque classe, suivie d'un vote agrégé, en mettant toutes les classes de créances sur un pied d'égalité alors qu'en pratique, elles n'ont pas le même statut. Un autre problème, souvent mis en exergue dans le cadre des CAC, est effectivement celui de l'absence de séniorité (Bolton et Scharfstein, 1996 ; Roubini et Setser, 2004 ; Bolton et Skeel, 2004 ; Bolton et Jeanne, 2005 ; Bolton et Skeel, 2007). Il n'existe en effet aucune règle formelle quant au respect d'un certain rang de priorité de remboursement parmi les différentes classes de titres. Ce traitement différencié, quoique supposé équitable,

concerne un large panel de titres. Il a d'abord trait au traitement des différentes classes de créanciers. Celles-ci se divisent notamment entre les créanciers officiels (bilatéraux et multilatéraux), les créances obligataires, les crédits bancaires et les crédits commerciaux. Ce premier problème rejoint l'absence de prise en compte de toutes les créances (voir supra). Il tient ensuite à l'ambiguïté du traitement entre obligations souveraines, notamment entre les anciennes et celles émises pendant les difficultés financières. Dans ce dernier cas, *a priori*, l'absence de collatéraux, ainsi que l'inexistence d'un cadre prioritaire de remboursement, posent un biais comportemental du côté du souverain en termes de dilution de la dette. En effet, tous les titres souverains ne peuvent être collatéralisés en externe, par exemple par des bons du Trésor américain. De fait, la seule garantie de recouvrement qu'un souverain soit en mesure d'offrir demeure sa croissance économique, laquelle, au vu du mode de développement suivi par ces économies, demeure volatile. Dans ces circonstances, un souverain qui connaît un début de difficultés financières peut être incité à émettre de nouvelles obligations afin de contourner l'option du défaut sur ces créances existantes (un phénomène s'apparentant à l'effet boule-de-neige de la dette). Cela a pour effet de retarder l'occurrence, souvent inévitable, d'une crise. Bolton et Jeanne (2005) associent ce risque moral à la volonté de payer de la part de l'Etat. Mais la nouvelle émission peut tout aussi bien rentrer dans les considérations de capacités de paiements dès lors que le risque encouru tient avant tout à un problème de liquidité. Dans tous les cas, *s'il y a in fine* défaut de paiement, la conséquence est la dilution de la dette existante *via* la réduction du taux de recouvrement des anciennes obligations, désormais partagé avec les nouvelles créances.

Un cadre décentralisé ne définit pas de structure légale explicite permettant de protéger les créanciers préexistants d'une restructuration intégrant également, et sur un pied d'égalité, les obligations récentes. Au contraire, il implique un partage équitable du remboursement des créances, c'est-à-dire au prorata de tous les créanciers, anciens et nouveaux. Ce phénomène renforce l'incertitude des créanciers quant à la propension au surendettement de l'Etat et à l'anticipation de leurs chances de recouvrement suite à un défaut (même si les agences de notation étudient ces probabilités). Cette incertitude affaiblit proportionnellement la confiance des marchés dans la bonne foi de l'Etat et peut alors conduire à un renforcement des coûts d'emprunt. Moins le titre est sécurisé (par un collatéral ou par la priorité établie du remboursement), plus la prime de risque pour compenser la détention de ce titre est élevée. Néanmoins, en l'absence d'un cadre légal défini par l'approche par le marché, même les titres collatéralisés ne sont pas à

1 • Le défaut sur les obligations Brady proclamait *de facto* le pays en défaut de paiements, ce qui lui permettait d'acheter du temps pendant la période de 30 jours de grâce avant le décaissement des intérêts collatéralisés. Selon Eichengreen et Rühl (2000), le FMI a soutenu une telle décision en appliquant sa politique de prêts en situation d'arriérés pour forcer les créanciers détenant les obligations Brady à négocier.

l'abri d'une dilution. Le cas équatorien de 1999 le montre assez bien. La restructuration de la dette extérieure équatorienne, comprenant des titres Brady collatéralisés par les bons du Trésor américain et des titres sans collatéraux, ne s'est pas déroulée selon le principe de priorité qui aurait normalement dû s'appliquer. Selon ce principe, l'Equateur aurait dû rendre prioritaires les remboursements des créances Brady collatéralisées, et restructurer d'abord les autres créances. Les dirigeants ont pourtant décidé de restructurer les titres Brady en premier, abolissant ainsi le principe d'ancienneté implicitement adossé à ces obligations, et ont privilégié le remboursement des titres non garantis. Les marchés ont d'autant plus été surpris que le FMI a soutenu l'Equateur dans cette voie¹. De fait, en l'absence d'un cadre explicite de séniorité, pourtant proposé par le MRDS, mais inabordable dans le cadre de la décentralisation, même les rares titres collatéralisés ne sont pas à l'abri d'une dilution. Une restructuration fondée essentiellement sur les pratiques de marché ne peut établir par elle-même un rang de priorités, puisque chaque classe de créanciers veut être prioritaire par rapport aux autres. Or, l'absence d'un tel rang rend la restructuration toujours aussi incertaine et diminue l'efficacité attendue des clauses de majorité (Eichengreen et Rühl, 2000 ; Bolton et Skeel, 2004). Ainsi, l'établissement d'un ordre de priorité, dans le cadre d'un processus d'ordre statutaire, aurait rendu la procédure de restructuration plus ordonnée *ex post*, et le traitement relatif de chaque classe de créances, plus prévisible *ex ante* (Gelpern, 2004).

En l'occurrence, le problème de coordination ne se présente pas seulement entre différentes créances, mais également au sein d'une même classe de créanciers.

2.1.2 • Une coordination non assurée au sein d'une même classe de titres

Le problème est que l'absence d'assurance d'une coordination efficace touche également les créanciers d'une même classe de titres. Au sein de chaque classe, la définition d'un seuil minimal de majorité qualifiée à 75% laisse perdurer l'incertitude sur la capacité future des créanciers à se coordonner. Serbini (2011) a montré qu'un seuil de vote abaissé à 66,67% permet d'éliminer la tentation de dissidence de la part des créanciers. Les créanciers savent que, même regroupés au sein d'investisseurs institutionnels, ils sont extrêmement nombreux, qu'ils n'ont pas les mêmes intérêts, que ceux-ci peuvent même être antinomiques et surtout, *a priori*, ils ne se connaissent pas. Ni les CAC, ni le Code de bonne conduite ne les obligent à se former en comités représentatifs *ex ante*, à suivre

1 • A l'instar de la Colombie, du Guatemala, du Panama, du Pérou ou encore du Venezuela.

2 • La critique de Lucas concerne les modèles économétriques considérant que le comportement des agents n'est pas influencé par les politiques économiques. L'auteur recommande, à l'inverse, de ne pas se baser sur les statistiques passées pour prédire le comportement des agents économiques, mais d'incorporer la réaction des agents aux changements de politique économique.

3 • Les comparaisons sont opérées sur la dynamique des *spreads* de 2000 émissions internationales sur deux types de marchés primaires entre 1991 et 1998 ; le marché new-yorkais, à l'époque sans CAC, et le marché londonien, qui incluait déjà les clauses. En outre, les résultats montraient une augmentation des *spreads* d'environ 150 pdb pour les émetteurs mal notés et une baisse d'environ 50 pdb pour les émetteurs bien notés.

l'évolution de l'économie et surtout, à créer et maintenir des relations relativement étroites avec elle. D'une part, les clauses de représentation des créanciers, prévues par les CAC pour renégocier les termes du contrat, n'ont que partiellement étaient reprises en pratique (Weber, 2005). D'autre part, l'hétérogénéité des clauses selon les contrats de dette (leur définition étant souvent le résultat de la volonté des créanciers, en position de force lors de l'émission du contrat) affaiblit l'objectif de départ qui était d'uniformiser les pratiques sur la plupart des marchés accueillant des CAC (Herman, 2008). Par conséquent, le problème de juridiction touche également les créances d'une même classe. Enfin, le seuil requis, ainsi que l'ignorance probable des créanciers sur les termes exacts des CAC (Gugiatti et Richards, 2003) peut poser problème au moment de la réunion de ces derniers au sein d'un comité. La situation est la même malgré la promotion d'un Code de bonne conduite, et de son homologue rédigé par l'IIF (2004). Les deux ne comptent en effet que sur la bonne volonté des parties, dans la mesure où ils ne font que fournir un ensemble de lignes directrices, vagues pour la plupart, que les parties sont libres, ou non, de suivre. Le fonctionnement du marché n'est donc pas vraiment modifié, et l'établissement d'un seuil de majorité de vote connu à l'avance ne réduit pas automatiquement l'incertitude sur l'état des finances du débiteur, sur le comportement des autres créanciers en cas de survenance d'informations perturbatrices, ainsi que sur les stratégies adoptées par les autres créanciers ; surtout ceux appartenant à d'autres classes, soumis à d'autres juridictions. De plus, au niveau de l'amendement des termes du contrat, incluant les modalités de paiements, le seuil de vote requis par les associations grimpeait à 85% des détenteurs de titres à restructurer, au lieu des 75% des créanciers présents lors des assemblées en vigueur sous la loi anglaise. De fait, malgré l'établissement d'un seuil au deux tiers dans les cas mexicains et uruguayens, non seulement l'échange uruguayen a impliqué un taux de participation de 85%, mais en plus la plupart des titres émis par la suite ont rétabli la majorité de 75%¹. Par ailleurs, rien n'assure qu'un tel seuil ne grimpera pas aux 85% initialement proposés si les créanciers anticipent une abstention du Fonds. En effet, de la même manière que l'anticipation de la variation des coûts d'emprunt dans le cadre des premières émissions avec CAC, les cas mexicains et uruguayens ont pu souffrir d'une critique de Lucas². Plusieurs analyses ont été menées au début des années 2000 sur la variation des *spreads* souverains sur les marchés primaire et secondaire avec introduction des CAC. Les résultats d'Eichengreen et Mody ont montré que les CAC permettaient de distinguer entre les « bons » et les « mauvais » émetteurs, tant en termes de primes de risque (Eichengreen et Mody, 1999)³ que du choix de juridiction par les

1 • Becker et al. (2002) ont analysé les mouvements de *spreads* sur le marché primaire (entre 1990 et 2000) et sur le marché secondaire (entre le 30 juin 1998 et le 30 juin 2000). Les auteurs justifient le choix de la période étudiée concernant le marché secondaire par le fait qu'elle permet une évaluation des variations avant et après les crises russe, pakistanaise, équatorienne et ukrainienne. D'autre part, selon eux, une des limites de l'analyse d'Eichengreen et Mody (1999) était la longueur du laps de temps étudié, dans la mesure où les émetteurs n'ont commencé à choisir la juridiction gouvernant leurs titres qu'à la fin des années 1990.

2 • Lesquelles ne concernaient que les titres japonais, pour un faible montant.

créanciers (Eichengreen et Mody, 2004). Becker et al. (2002)¹ ainsi que Gugiatti et Richards (2003) n'ont pas trouvé de variations significatives des spreads après émission et dans le cadre de la circulation des titres avec CAC. De fait, ces quatre analyses attestent d'un accueil relativement neutre voire positif des CAC par les marchés. Cependant, Weinschelbaum et Wynne (2003) considèrent que ces analyses souffrent d'une forme de critique de Lucas. Les études ci-dessus ont effectivement été menées dans le contexte inchangé des années 1990, c'est-à-dire dans un contexte où les interventions du FMI étaient courantes. Cela permet d'appréhender l'absence de réaction explicite des marchés à l'introduction ou à la circulation de titres contenant des CAC. Par conséquent, selon les auteurs, si « la prime est susceptible de disparaître quand les prêteurs anticipent une intervention du FMI », alors l'absence du FMI « peut générer une prime supplémentaire ». Ainsi, la prime ne jugerait ni l'émetteur, ni les CAC, mais la probabilité d'une intervention du FMI malgré la présence des CAC.

L'émission des titres mexicains sur le marché new-yorkais en 2003 a introduit une clause de majorité aux deux tiers des obligations détenues pour amender les termes du contrat en cas de défaillance du débiteur. Il faut rappeler que le Mexique est très proche des Etats-Unis et était alors considéré comme un élève modèle du FMI. De fait, les discours répétés du Trésor et du Fonds pour rassurer les marchés ont joué un rôle important dans l'établissement d'un seuil de vote inférieur non seulement à ce qui était préconisé par le *Gang de Sept*, mais également à celui en vigueur sous la juridiction londonienne et conseillé par Taylor (qui était de 75%). Par conséquent, sans intermédiation du Fonds et du Trésor, les termes des CAC pourraient être beaucoup plus stricts. En outre, plus le souverain est mal noté, plus le seuil de vote risque d'être élevé. Or, plus le pays est mal noté, plus la crise a des chances de se dérouler avec sévérité. Dans ces conditions, non seulement l'intervention du Fonds reste obligatoire, mais les créanciers peuvent malgré tout préférer décider à l'unanimité. Le cas uruguayen de 2003 le montre bien, sachant qu'il ne s'agissait en fait que d'une offre d'échange et non d'une restructuration sous l'égide des CAC². Pour favoriser l'acceptation des clauses dans les titres échangés, le pays, dont la note venait d'être abaissée par les agences de notation malgré une bonne cotation des titres l'année précédente, a effectivement subordonné leur inclusion à un vote à 85% (FMI, 2003d). Malgré tout, le FMI a dû recourir aux discours répétés pour encourager les créanciers à accepter. Dans le cas équatorien de 1999, dans lequel les titres avaient subi une décote sévère, l'unanimité était requise dans le cadre de l'*exit consent*. Par conséquent, afin d'inciter les créanciers à l'acceptation, l'offre d'échange a été particulièrement généreuse, et les 2% de réfractaires ont été remboursés en plein.

1 • Les comités de créanciers tentent généralement de contourner la possibilité d'accorder une telle réduction.

Cet exemple met également en évidence l'absence de protection du débiteur. En outre, si le *statu quo* ne l'envisage pas, les CAC la laisse à l'appréciation des créanciers.

2.2 • A l'échelle du débiteur : Une protection inexistante

Les CAC avait pour principal objectif d'enrayer les défauts d'action collective *ex ante* et *ex post*. Or, le fait que la coordination entre créanciers ne soient pas assurée *ex post* repose le problème de la course à la liquidité et de la course au tribunaux *ex ante*. Au fur et à mesure des discussions sur l'élaboration des CAC, les marchés ont abandonné les voies de recours contre les dissonances en amont. En effet, le gel des recours en justice, l'instauration d'un moratoire sur les paiements du débiteur ainsi que la nécessité d'un contrôle sur les mouvements de capitaux dans les situations extrêmes ne figurent pas dans les modèles de clauses. Pourtant, toutes les crises sans exception se déroulent dans un contexte de liquidation massive des titres en danger, à tort ou à raison. Ces deux mesures sont donc fondamentales, et c'est la raison pour laquelle elles relèvent précisément de la règle des faillites, que Krueger voulait institutionnaliser au niveau international. Avec les CAC, ces possibilités sont laissées à l'appréciation des créanciers qui, rappelons-le, sont nombreux, disparates et aux intérêts différents. En outre, elles sont interdépendantes, puisque le moratoire seul n'est pas d'un grand secours si une ruée massive de capitaux vers l'extérieur n'est pas parallèlement enrayerée. Le moratoire a effectivement pour conséquence de déclencher une fuite des capitaux. Un pays ne peut donc pas instituer un moratoire sur ses paiements sans mettre parallèlement en place une barrière à la sortie des capitaux (Haldane et Kruger, 2001). Or, avec une dette qui réunit une multitude de créanciers paniqués, le temps de l'appréciation d'une telle éventualité peut être long, là où une prise de décision rapide est exigée. La panique émane alors de l'anticipation du maintien du *statu quo*, puisque les CAC n'assurent pas une coordination efficace une fois le processus de restructuration entamé. En outre, Bolton (2003) relève que le Pakistan et l'Ukraine auraient pu utiliser les CAC dans la restructuration de leur dette, mais ils ont préféré l'offre d'échange. Plusieurs raisons ont été évoquées, dont la peur d'un vote de l'accélération des remboursements ainsi que l'anticipation d'un refus d'accorder une réduction de la dette par les comités de créanciers¹. Pour les auteurs dans tous les cas, ces refus laissent penser que la procédure de renégociation n'est peut-être pas aussi directe que l'objectif escompté. Les clauses n'ont été conçues que pour résoudre des dilemmes d'ordre privé et

1 • Les émetteurs privés domestiques ne peuvent être mieux notés que l'émetteur souverain, bien qu'un émetteur privé domestique puisse parfaitement continuer d'honorer ses paiements alors que le souverain a fait défaut sur les siens (à l'instar du contexte russe de 1998).

décentralisé, alors qu'elles opèrent dans le cadre d'un bien public mondial ; la stabilité du système financier international. De fait, « *elles sont évidemment un cadre peu adéquat pour articuler formellement l'action des diverses classes d'opérateurs, a fortiori pour valider des initiatives extrêmes telles que le contrôle sur les sorties de capitaux. Les CAC restent ainsi une réponse ponctuelle (et délibérément partielle) à un problème qui est loin d'épuiser tous les enjeux des crises actuelles dans les économies émergentes. Et si elles n'interdisent pas une coordination ultérieure des parties prenantes, elles ne la facilitent pas non plus. En d'autres termes, beaucoup est laissé à l'improvisation à chaud et à l'initiative politique* » (Sgard, 2004, p.8). Par extrapolation, la crise se déclenchant sous l'effet ou pendant ces liquidations massives, il est improbable de demander, à ceux qui sont en train de liquider leur position, de voter l'éventuelle nécessité d'un contrôle sur les sorties de capitaux.

Il ne reste donc que trois options. Soit le FMI intervient, et son renflouement parvient à apaiser les tensions. Soit l'Etat déclare unilatéralement un moratoire sur ses paiements et instaure un contrôle sur les mouvements de capitaux. Soit l'Etat applique la solution la plus recommandée (Andritzky, 2006), qui est de communiquer avec la foule et d'apaiser lui-même les tensions afin de stopper la vente massive de ses obligations (et l'augmentation des *spreads* qui l'accompagne). Ces trois options ne sont pas rassurantes, puisque chacune comporte des limites et une grande part d'incertitude sur ses effets. Premièrement, si le débiteur est insolvable, et non illiquide, le sauvetage partiel du FMI ne sert qu'à sauver quelques créanciers par l'intermédiaire de l'Etat afin de coordonner les détenteurs autour des CAC. La charge de l'Etat ne diminue pas puisqu'il devra rembourser l'institution. D'autre part, en intervenant avant toute négociation, le FMI envoie un signal négatif aux marchés, lequel peut engendrer un aléa moral, là où il s'agissait initialement d'impliquer plus fortement le secteur privé dans la résolution des crises. Deuxièmement, l'imposition unilatérale par l'Etat d'un moratoire et d'un contrôle sur les sorties de capitaux peut être interprétée avec un large mouvement de défiance de la part des créanciers. Sans compter qu'un tel gel doit pouvoir s'appliquer à toutes les parties prenantes de la crise, y compris aux banques et aux entreprises domestiques, ainsi qu'à la population locale, ce qui peut donner lieu à un blocage économique et à des émeutes comme celles qui ont eu lieu lors de la crise argentine. Parallèlement, un pays qui met en place ces deux mesures de manière impériale s'expose à une forte dégradation de sa note par les agences de notation, laquelle précède la réduction de la note de ses émetteurs domestiques¹. Enfin, une négociation avec les créanciers en panique par simple communication a des effets aléatoires. Autant le FMI

a massivement soutenu l'Uruguay dans cette démarche en 2003, ce qui a indéniablement joué en faveur d'un simple échange d'obligations avant tout défaut, autant il a aujourd'hui pour mission de ne plus intervenir aussi rapidement, puisque les CAC sont censées réguler cette situation à sa place. Or, l'aptitude des CAC à réguler un tel mouvement est elle aussi mise en doute puisque rien n'est prévu à cet effet.

La probabilité la plus forte, en l'absence de soutien du Fonds, est donc l'imposition unilatérale de ces mesures par l'Etat débiteur, quoi qu'en pense le reste du monde. « Simplement, face à la menace d'une crise de type indonésien, même associé à une probabilité limitée, les gouvernements préféreront se retirer des marchés plutôt que d'exposer leur pays à un tel sort. *Et personne ne pourra leur en faire le reproche* » (Sgard, 2002, p.263).

Conclusion de section

Cette première section a relevé les écueils de l'approche décentralisée qui ont trait à son incomplétude. En effet, l'approche contractuelle ne respecte pas les règles élémentaires de toute procédure de faillite. D'une part, seule la part obligataire de la dette extérieure est incluse dans le processus de restructuration. L'étroitesse d'une telle approche laisse ainsi de côté une grande partie de l'encours de la dette qui participe directement à l'occurrence d'un défaut, telle que la dette officielle, la dette illégitime, mais surtout la dette souveraine domestique. D'autre part, l'approche contractuelle ne remplit pas sa mission de mieux coordonner les créanciers et n'assure aucune protection au débiteur. Ce sont pourtant là les deux objets principaux des procédures de faillite.

Au-delà, et surtout, l'approche contractuelle se révèle être partielle, notamment à cause de l'anachronisme de ses hypothèses sous-jacentes. Dans ces conditions, elle ne peut ni prévenir une crise de la dette souveraine, ni la résoudre.

Section 2 : La décentralisation : Une résolution et une prévention partiales

La décentralisation est effectivement basée sur le postulat erroné de l'efficacité des marchés. La précarité de ses fondements théoriques la rend alors inopérante en pratique. En effet, le fonctionnement du marché secondaire ne peut être expliqué par la théorie financière classique dans la mesure où les écarts entre les *spreads* et la valeur fondamentale de l'économie ne sont pas accidentels mais systématiques (1). Par conséquent, le biais introduit dans le traitement des crises étant majeur, il fait échouer le mécanisme contractuel dans sa tâche de prévention et de résolution des crises (2).

1 • Un fonctionnement du marché secondaire de la dette souveraine non appréhendé

Le marché secondaire des dettes souveraines émergentes est effectivement connu pour être hautement spéculatif, de sorte que les créanciers ne remplissent pas leur devoir de diligence (1.1). Le fonctionnement d'un tel marché ne peut donc être appréhendé à travers la rationalité fondamentale. L'incertitude qui y règne, et la nature afférente de la prise de décision, imposent en effet une analyse en termes de psychologie sociale (1.2).

1.1 • Le marché secondaire de la dette souveraine des pays émergents : Un marché spéculatif

La nature spéculative du marché secondaire est connue des créanciers grâce à la classification des économies latino-américaines en tant que placements spéculatifs par les agences de notation internationales (1.1.1). La spéculation, qui s'exerce sur les *spreads* et qui les rend régulièrement déviants, montre de manière empirique que les fondamentaux ne jouent qu'une rôle secondaire dans la réaction des marchés (1.1.2).

1.1.1 • Une nature spéculative révélée par les agences de notation

S'il est vrai que les agences peuvent aggraver les tensions en contexte de crise (1.1.1.1), il n'en reste pas moins que leur classification est relativement stable et fiable (1.1.1.2).

1.1.1.1 • Des agences critiquées en temps de crise

Après la crise asiatique de 1997, les agences de notations ont été accusées d'avoir précipité la crise et ainsi d'en avoir aggravé les conséquences. Etaient en cause leur manque de discernement et leur manque consécutif de réactivité dans la modification des notes concernées. Depuis leur création au début du XX^e siècle, les agences ont toujours eu vocation à évaluer le risque souverain, c'est-à-dire la probabilité d'un défaut de paiement. C'est la raison pour laquelle les opérateurs de marché sont censés se fier à l'opinion des agences dans leurs évaluations. Quelques travaux empiriques ont révélé le lien étroit entre la dégradation d'une note et l'ampleur de l'augmentation consécutive des *spreads* (Cantor et Packer, 1996 ; Eichengreen et Mody, 1998). Reisen et Von Maltzan (1999) ont notamment montré que la dégradation d'une note a un effet supérieur sur le marché par rapport à une amélioration, laquelle est davantage anticipée par ce dernier. De fait, le marché anticipe mal la rétrogradation et y répond plus brutalement. Gaillard (2009) a confirmé ce résultat en étudiant l'impact d'une variation de la note à très court terme (un jour) sur les *spreads* EMBIG¹ pour 32 Etats émergents entre 1993 et 2007. La rétrogradation d'un souverain, de la classe investissement à la classe spéculative, a un impact supérieur à la promotion de la catégorie spéculative vers la catégorie investissement. Un Etat est donc jugé plus sévèrement en cas de rétrogradation, comparativement à la récompense qu'il obtient sur ses *spreads* en cas de montée en grade. Un autre résultat intéressant a été obtenu par Powell et Martinez (2008). Les auteurs ont en effet montré que les effets de la notation sur les *spreads* sont plus importants que les fondamentaux des émetteurs, même si le taux de croissance demeure une variable fondamentale. Compte tenu de cette influence, et malgré les améliorations entreprises depuis le milieu des années 1990, il apparaît nécessaire de s'arrêter sur les critiques adressées aux agences dans leurs évaluations car la variation de ces dernières joue un rôle important sur le coût du défaut.

1 • Néanmoins, les dispositions sont plus ou moins strictes selon les lois nationales et il n'y a encore aucune harmonisation à ce niveau.

2 • Cantor et Packer (1996) notent en effet que le PIB/habitant, l'inflation, la dette en devises étrangères rapportée aux exportations et la survenance d'un défaut au cours des vingt dernières années expliquent 90% de la note attribuée. Ce résultat a été confirmé plus récemment par Afonso (2003, *in* Gaillard, 2010).

3 • Lequel favorise la transparence et la concurrence au sein de secteur.

4 • Les divergences émanent de l'importance relative de chaque variable selon l'agence considérée. S&P accorde par exemple plus de poids aux recettes fiscales, aux réserves de change et à l'inflation, tandis que Moody's tend à privilégier le poids de la dette par rapport aux exportations.

Cinq grandes critiques sont généralement dirigées à l'encontre des agences elles-mêmes et de leurs méthodes (Gaillard, 2010). Premièrement, dans la mesure où, jusqu'à récemment, les agences émettaient des opinions indépendantes, elles étaient protégées par le premier amendement de la Constitution américaine et n'avaient donc pas à garantir la fiabilité de leur note, pas plus qu'elles ne pouvaient être tenues pour responsables des pertes essuyées par les investisseurs. Néanmoins, aux Etats-Unis, le *Wall Street Reform and Consumer Protection Act* de 2010 a renforcé la supervision des agences. Désormais, les méthodes sont plus transparentes et les agences sont civilement responsables. La situation est plus mitigée dans l'UE car les agences ne sont pas civilement responsables dès lors qu'il n'y a pas violation du droit communautaire¹. D'autre part, si auparavant les agences n'évaluaient que la qualité de l'émetteur (i.e. la qualité globale de la signature de l'émetteur) et celle de l'émission (i.e. spécifique à chaque titre émis), depuis le milieu des années 2000, elles évaluent également la qualité du recouvrement, à savoir le risque de non recouvrement associé à un titre et les pertes anticipées. En outre, cette nouveauté pose problème au niveau de l'anticipation du recouvrement par les créanciers dans la mesure où les agences n'évaluent que le risque souverain, et non le risque pays. Le risque souverain ne représente en effet que la probabilité d'un défaut de paiement, alors que le risque pays, plus large et plus complexe, englobe toutes les variables d'ordre « institutionnel, politique, économique, social et environnemental » (Gaillard, 2010, p.44) susceptibles d'affecter l'économie du pays. Or, le taux de recouvrement escompté n'est pas le même selon les facteurs étudiés et leur pondération, d'autant qu'un faible nombre de variables expliquent 90% des notes chez Moody's et Standard and Poors (S&P², Cantor et Packer, 1996 ; Afonso, 2003, in Gaillard, 2010) et que les agences ont déjà du mal à anticiper correctement la survenance d'une défaillance. De fait, si les marchés se fient à la qualité du recouvrement pour former une stratégie de négociation alors que le calcul est erroné, le coût pour le débiteur sera d'autant plus illégitime.

Deuxièmement, la nature oligopolistique du secteur posait problème en matière d'influence mutuelle de la notation (Piquemal, 2008). En effet, malgré le *Credit Rating Agency Reform Act*³ de 2006, les trois plus grandes agences reconnues, Moody's, S&P et Fitch Rating, se partageaient encore 95% du marché de la notation en 2010 (Gaillard, 2010). Par conséquent, le risque de convergence des notes n'est pas réellement modifié, tandis que, paradoxalement, les désaccords entre S&P et Moody's surviennent dans la moitié des cas pour les pays émergents⁴ (Powell et Martinez, 2008). Il est dans ces conditions

1 • Jusqu'au milieu des années 1970, les agences étaient rémunérées par les investisseurs, *via* la vente de leurs publications et services. La situation a évolué après la détection de nombreux passagers clandestins, qui pouvaient avoir accès aux publications sans les acheter, et la faillite de la compagnie de chemin de fer Penn Central aux Etats-Unis, suite à laquelle de nombreux émetteurs ont souhaité intégrer la notation des agences afin de rassurer leurs actionnaires.

2 • Après la faillite d'Enron en décembre 2001, l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), qui est chargée de réglementer les marchés financiers à l'échelle internationale, a établi un Code de conduite à destination des agences. Notamment, les agences ont dû adopter des procédures internes écrites afin « d'identifier, éliminer, contrôler ou rendre public tout conflit d'intérêts » susceptible d'influencer leurs analyses (Gaillard, 2011).

risqué de se référer aux agences pour évaluer les opportunités de placement. En outre, les divergences pourraient augmenter au fur et à mesure du renforcement de la concurrence dans ce secteur, ce qui amène certains auteurs à préconiser une agence unique au niveau international (Gerst et Groven, 2004, *in* Gaillard, 2010).

La troisième critique porte sur le conflit d'intérêts auquel les agences sont soumises. En effet, 90% de la rémunération des agences proviennent des émetteurs qui souhaitent être notés¹ (Gaillard, 2010), de sorte que celui qui paie est également celui qui est jugé. Néanmoins, certains progrès ont été réalisés en matière de neutralité et de transparence des procédures de notation grâce au Code de conduite édicté en 2003².

Les deux derniers reproches portent respectivement sur l'incapacité des agences à anticiper la dégradation de la solvabilité d'un émetteur et leur tendance consécutive à sur-réagir une fois la crise déclarée. Or, ce sont là les deux principaux problèmes, car non seulement leur résolution est difficile, mais en plus les marchés sont soumis au même comportement, de façon exponentielle. Les agences peuvent jouer alors un rôle non négligeable dans le déclenchement de la crise (tout comme ce qui a été reproché au FMI), de sorte qu'une modification tardive de la notation s'avère contreproductive dès lors que la défaillance du souverain a été progressive. Dans ces circonstances, si les *spreads* sur-réagissent après une sur-réaction des agences, et si les agences évaluent indûment le taux de recouvrement anticipé, alors le coût du défaut pour le souverain est lui aussi surdimensionné. Par conséquent, la volonté des marchés, dans le cadre de la décentralisation, de maintenir un coût élevé pour éviter le défaut stratégique est d'autant plus impertinente et illégitime. Car malgré l'intention de réduire les coûts de la crise pour les parties prenantes, le postulat de base n'a pas évolué. En effet, le débiteur est toujours considéré comme responsable de sa situation, de sorte que la plupart des coûts sont à sa charge alors même que la responsabilité de deux autres acteurs est engagée dans le déclenchement de la crise.

Pour autant, si les agences peuvent aggraver les conséquences de la crise en modifiant tardivement et brutalement leur note, ces dernières ne sont pas nécessairement erronées. En outre, en temps normal, elles remplissent relativement bien leur premier rôle, qui est d'informer les investisseurs sur les risques pris. Or, la plupart des souverains latino-américains ont toujours été classés dans le *speculative grade*, de sorte que les intervenants du marché ont toujours eu connaissance des risques encourus.

1.1.1.2 • Un classement souverain tout de même fiable

Les plus grands blâmes à l'encontre des agences concernent leur réaction en périodes de tension, tandis que leurs notes, elles, restent relativement stables au cours du temps. En outre, dans l'ensemble, elles reflètent assez bien la qualité du souverain et celle du titre émis (Gaillard, 2010). Or, les pays latino-américains ont toujours été classés dans la catégorie des placements spéculatifs, même si certains ont depuis rejoint l'*investment grade*. Absente dans les années 1980, la part des visées spéculatives dans les intentions des détenteurs de titres souverains est effectivement devenue importante dès le milieu des années 1990. Une étude de Moody's (2010) montre que si la spéculation était inexistante du marché de la dette souveraine en 1983 (tous les émetteurs étant notés A), elle atteint 10% des émetteurs souverains en 1990, 22% en 1995, 38% en 2000 et 37% en 2009. Le phénomène est expliqué par l'entrée des pays émergents dans les notations de l'agence au début des années 1990. Si, avant 1985, la majorité des notes attribuées aux nouveaux souverains tournaient autour du triple A, dans les années 1990, avec l'entrée des pays émergents, la médiane s'abaisse autour de la note BBB- (Cantor et Packer, 1995). Les prêts aux souverains émergents ont donc toujours constitué des prêts risqués, notamment ceux libellés en devises étrangères.

Aujourd'hui, la plupart des souverains latino-américains sont classés dans la catégorie spéculative, quelle que soit l'agence de notation considérée (voir tableau 8).

1 • Si normalement, les bourses des pays émergents sont corrélées avec les bourses des pays développés lorsque ces dernières sont en baisse (McGuire, 2003 ; Allegret, 2011), la crise de 2007 a eu des conséquences différentes. Le désengagement des détenteurs d'obligations d'Etat, en Europe notamment, s'est d'abord traduit par un renforcement de l'aversion au risque, puis, rapidement, par la recherche de rendements plus élevés, impliquant des placements plus risqués.

**Tableau 8 : Notation des économies émergentes d'Amérique Latine
par deux agences majeures, 2011**

Pays	Notation émissions extérieurs par S&P		Notation émissions en devises par Moody's	
	Dettes à LT	Dettes à CT	Dettes à LT	Dettes à CT
Argentine	B	B	B3	Not prime
Bolivie	B	B	B1	Not prime
Brésil	BBB-	A-3	Baa3	Prime-3
Chili	A+	A-1+	Aa3	Prime-1
Costa Rica	BB	B	Baa3	Prime-3
Colombie	BBB-	A-3	Ba1	Not prime
Equateur	B-	C	Caa3	Not prime
Le Salvador	BB-	B	Ba1	Not prime
Guatemala	BB	B	Ba1	Not prime
Honduras	B	B	B2	Not prime
Mexique	BBB	A-3	Baa1	Prime-3
Paraguay	B+	B	B1	Not prime
Pérou	BBB-	A-3	Baa3	Prime-3
République Dominicaine	B	B	B1	Not prime
Uruguay	BB	B	Ba1	Not prime
Venezuela	BB-	B	B2	Not prime

Source : Standard & Poor's, Sovereign Ratings List, et Moody's Investor Service, «Latin America and Caribbean Sovereign Outlook: Special Comment», 20 janvier 2011.

Le tableau ci-dessus montre que selon les critères de notation de S&P et de Moody's, seuls quatre émetteurs (le Brésil, le Chili, le Mexique et le Pérou) sont classés dans la catégorie des investissements. Tous les autres, à l'exception du Costa Rica, sur lequel les deux agences ne s'accordent pas, sont classés dans la catégorie des placements spéculatifs. Ces notes n'empêchent aucunement lesdits Etats de bénéficier d'entrées de capitaux privés. En 2009, l'entrée nette de capitaux en Amérique Latine, exception faite des flux officiels (multilatéraux et bilatéraux), s'élevait à 144,2 milliards de dollars, dont 30,1 milliards de la part des créanciers privés (commerciaux et non commerciaux, IIF, 2011). En 2010, elle dépassait les 240 milliards de dollars, dont 87,6 milliards pour la seule part des créanciers privés, soit 36,2% (IIF, 2011). Cette croissance des flux entrants de capitaux privés à destination de souverains dits « risqués » s'explique beaucoup par la récession présente dans les économies développées et les économies émergentes d'Europe, dont les rendements obligataires sont moindres¹.

Pour autant, si certains pays ont effectivement connu un arrêt brutal des entrées de capitaux entre 2008 et 2009, ce ne sont pas les plus vulnérables qui ont été les plus touchés par le phénomène. Le Brésil, relativement bien noté par les deux grandes agences américaines, a vu ses entrées de capitaux brutalement freinées entre octobre 2008 et février 2009, tandis que l'Argentine, intégrant clairement la catégorie spéculative et ayant restructuré agressivement sa dette peu de temps auparavant, n'a subi aucune défiance. Il en va de même pour le Mexique, dont l'arrêt brutal des flux entrants a duré neuf mois (de octobre 2008 à juin 2009) alors même que le pays était bien noté, notamment en comparaison avec l'Equateur, qui n'a subi aucune restriction en matière de flux entrants, alors que le gouvernement avait répudié une large partie de sa dette commerciale en 2008 (Trésor-Eco 2010). Le phénomène est relativement surprenant si l'on considère que les agences de notation tiennent tout de même compte des grands agrégats macroéconomiques. D'autre part, les intervenants sont supposés tenir compte de ces paramètres dans leur choix de composition de leur portefeuille de titres. Ainsi, dans le cadre de la thèse de l'efficience des marchés financiers, les économies aux fondamentaux solides et aux choix politico-économiques orthodoxes sont censées bénéficier d'une confiance supérieure de la part des marchés. Or, les économies jugées les plus sûres en Amérique Latine sont pourtant celles qui ont connu un arrêt brutal des entrées de capitaux. Une des explications les plus plausibles est que les opérateurs de marché, alors présents dans la région latino-américaine, ont cherché à prendre des risques pour obtenir de meilleurs rendements au lieu de fuir vers la qualité, au vu de la situation européenne et mondiale. D'autre part, le paradoxe de la tranquillité (Minsky, 1986) explique également que la stabilité apparente de ces économies attise l'optimisme des opérateurs de marché, jusqu'à ce que ce dernier dévie vers une euphorie propre à l'aveuglement au désastre.

Les placements dans les titres souverains latino-américains ont ainsi toujours eu une vocation spéculative prononcée. La crise de 2007 n'a pas changé ce phénomène, pas plus que les différents épisodes de défauts survenus dans les années 1990 et 2000. Les crises asiatique et russe avaient rendu, pour la première fois depuis vingt ans, le flux net de prêts bancaires aux économies émergentes négatifs, traduisant effectivement une aversion face aux risques désormais inhérents à ces économies. A l'inverse, les entrées de capitaux liées à la détention d'obligations d'Etat, même en déclin après la crise argentine, sont restées positives (McGuire et Schrijvers, 2003). Les marchés sont censés se référer aux fondamentaux de l'économie ainsi qu'aux évaluations des différentes agences de notation pour choisir la

composition de leur portefeuille et leur lieu de placement. S'il est vrai que les économies d'Amérique Latine ont rapidement pris l'habitude d'attirer les spéculateurs avec une forte émission de titres à court terme, en devises, à hauts rendements et, de fait, à hauts risques, il ne faut pas oublier que de nombreux intervenants ont répondu présents à chaque appel. Ces créanciers ont choisi, en toute connaissance de cause, d'acquérir ces titres de dettes, entre autres, pour bénéficier, en plus des primes de risque assorties à leur détention, de rendements élevés, même en cas de défaut (Eichengreen, 1991 ; Reinhart et Rogoff, 2010).

1.1.2 • Les fondamentaux économiques : Un rôle mineur dans la formation de l'opinion des marchés

La déviance régulière des *spreads*, par rapport à l'état réel des variables macroéconomiques de l'entité sous-jacente, montre que les fondamentaux sont loin d'être assidûment observés par les opérateurs. Différents travaux ont en outre montré que les variables qui influencent le plus l'évolution des *spreads* sont en réalité exogènes au pays débiteur (1.1.2.1). Un exemple probant de spéculation sur les *spreads* déconnectée des fondamentaux est la spéculation sur l'assurance contre le risque que constituent les *credit default swaps* (1.1.2.2).

1.1.2.1. Les fondamentaux : Un facteur secondaire de l'évolution des *spreads*

Les *spreads*, ou primes de risque, correspondent à la rémunération supplémentaire garantissant les risques pris par les acquéreurs détenant des obligations faiblement notées par les agences de notation. Ils sont mesurés par la différence entre le rendement d'une obligation d'un souverain émergent et le rendement d'une obligation à caractéristiques similaires, mais considérée comme étant sans risque. Typiquement, cette dernière est représentée par le rendement des bons du Trésor américain. Les risques compensés sont le risque de crédit (probabilité de défaut), le risque de marché (volatilité exacerbée des prix sur le marché secondaire) et le risque de liquidité (incapacité à liquider sa position sans provoquer une décote sur le marché secondaire)¹. Les risques pris par le prêteur sont donc rémunérés par cette prime. C'est ce qui explique que les rendements des titres émergents

1 • L'indice EMBI Global trace le rendement des mêmes instruments que l'EMBI+ dont la valeur faciale s'élève à au moins 500 millions de dollars US. L'indice EMBI Global Diversified limite quant à lui le poids des pays.

2 • L'observation des fondamentaux tient surtout au suivi de la notation financière des agences internationales. Or, les fondements de la notation financière sont souvent considérés comme étant fragiles. Parmi les variables effectivement observées, on retrouve seulement le régime fiscal, le taux de croissance et quelques mesures de viabilité de la dette, telles que le stock de la dette extérieure rapporté aux exportations ou au PIB (Ferrucci, 2003 ; Rowland et Torres, 2004).

3 • Les primes de risques sont exprimées en points de base (pdb). 100 pdb équivalent à 1%.

sont supérieurs à ceux des titres des souverains des pays développés. La dynamique des *spreads* exprime l'opinion globale du marché quant à la capacité de remboursement de l'Etat. L'institution financière américaine JP Morgan a établi deux grands types d'indices pour mesurer les *spreads* sur la dette extérieure (i.e. libellées en devises étrangères) des souverains émergents. Le plus utilisé est l'Emerging Markets Bond Index Plus (EMBI+), qui suit le rendement total des instruments de dette extérieure couverts par les euro-obligations, les obligations Brady et les prêts bancaires¹.

Les *spreads* sur les obligations des souverains émergents sont caractérisés par leur forte volatilité. Selon la théorie financière standard de l'efficacité des marchés, les intervenants doivent se fier à l'information disponible dans leur décision d'achat. De fait, les *spreads* sont supposés refléter les fondamentaux de l'économie débitrice. Pourtant, une grande partie de la littérature sur les déterminants des *spreads* souverains observe une variation récurrente des *spreads* disproportionnée par rapport aux variations des fondamentaux (Eichengreen et Mody, 1998 ; Arora et Cerisola, 2001 ; Ferrucci, 2003 ; Calvo, 2003 ; Aglietta, 2004 ; Garcia-Herrero et Ortiz, 2005). En réalité, l'observation des fondamentaux tient à un nombre limité de variables², de sorte que les variables macroéconomiques clés jouent finalement un rôle secondaire. Une étude menée par Eichengreen et Mody (1998) sur 1697 obligations souveraines émises par des souverains émergents entre 1991 et 1997, dont 60% pour la seule Amérique Latine, aboutit à deux résultats intéressants. D'une part, au regard de l'analyse des *spreads*, les auteurs montrent que les marchés, même à l'époque où la notation des souverains émergents était récente, différenciaient correctement les titres risqués des titres dits « sûrs ». D'autre part, les résultats de l'analyse font clairement apparaître que les crises survenues après de brusques variations des *spreads* émanaient avant tout d'une crise de confiance des opérateurs, laquelle faisait suite, non pas à une dégradation flagrante des fondamentaux des économies concernées, mais à une euphorie déraisonnée. Or, la phase euphorique, symbolisée par « une chute agressive des *spreads* » entre la fin de l'année 1996 et le début de l'année 1997, soit avant la crise asiatique, est « évidente pour l'Amérique Latine » (Eichengreen et Mody, 1998, p.22). Ferrucci (2003) note également qu'entre 1995 et 1997, le risque souverain a été sous-estimé par les marchés. Aglietta (2004, p.5) rapporte que le *spread* EMBI des marchés émergents a fluctué entre 400 et 1600 points de base³ (pdb) entre 1994 et 2004, et conclut alors que « ces mouvements extrêmes n'ont aucune commune mesure avec l'amélioration ou la dégradation des fondamentaux des pays concernés ». Ainsi, certains analystes, à l'instar de

Calvo (2003), vont jusqu'à considérer que les fondamentaux domestiques sont quasiment insignifiants dans l'explication des mouvements de *spreads*. Ce constat corrobore la vision de Ferrucci (2003), selon laquelle les désalignements, contrairement à ce que considèreront ensuite Samuelson et Nordhaus (2005), ne sont pas accidentels mais systématiques, reflétant ainsi l'imperfection des marchés. Pourtant, selon Fama (1967), les écarts entre le prix de l'actif et sa valeur intrinsèque étaient supposés résulter d'un accident lié au hasard. Le fait que les *spreads* soient régulièrement déconnectés des fondamentaux de l'entité sous-jacente a des implications importantes, dans la mesure où ils ont un impact considérable sur la solvabilité du pays ainsi que sur le bien-être de la population *in fine* débitrice. Calvo (2003) rappelle en effet que le facteur récurrent des crises financières dans les pays émergents est l'arrêt soudain des flux de capitaux internationaux (*sudden stop*). Or, cet arrêt émane, dans le cas des crises de la dette souveraine, d'un accroissement important des écarts de taux. L'impact sur la population est substantiel, puisque la crise se traduit toujours par une augmentation du chômage et un accroissement du nombre de personnes franchissant le seuil de pauvreté (Calvo, 2003). De fait, si les marchés ne réagissent pas en premier lieu à l'évolution des fondamentaux de l'économie débitrice, cela signifie que le souverain n'est pas seul responsable de la survenance de la crise et que les marchés ont également leur part de responsabilité. Dès lors, l'objectif de maintenir le défaut le plus coûteux possible pour le souverain et sa population perd son sens en termes d'efficacité économique et d'équité du partage du fardeau de la dette.

Ainsi, si les fondamentaux jouent un rôle secondaire, la question se pose de savoir quels sont les véritables déterminants des *spreads* souverains. S'il est difficile de savoir empiriquement et avec exactitude à quoi se réfèrent les marchés et quelle pondération ils opèrent pour évaluer la prime de risque sur les obligations souveraines, certains travaux ont néanmoins mis en exergue certaines variables récurrentes. Une pondération de ces variables étant impossible, leur explicitation ne suit ici aucun ordre précis. Premièrement, divers titres nord-américains servent d'étalon à l'évaluation des *spreads* souverains émergents. Ferrucci (2003) trouve, à partir d'une étude sur le marché secondaire, une relation empirique significative entre les *spreads* EMBI Global (EMBIG)¹ souverains émergents et le prix des actions américaines. Arora et Cerisola (2001) ont, pour leur part, rappelé que les taux d'intérêt nord-américains influençaient l'émission de titres émergents latino-américains et asiatiques dans le sens inverse. L'augmentation des taux nord américains décourageait en effet les souverains émergents à émettre des titres sur le marché primaire, de sorte que les

1 • Le modèle porte sur l'Argentine, le Brésil, la Bulgarie, la Colombie, l'Indonésie, la Corée, le Mexique, le Panama, la Pologne et la Thaïlande, entre 1994 et 1999.

2 • Les « hauts rendements » sont les rendements des obligations d'entités privées nord-américaines hautement risquées.

3 • La société Enron, implantée dans le gaz naturel, était l'une des plus grandes entreprises américaines au niveau de sa capitalisation boursière. Enron utilisaient ses filiales off-shore pour monter un système de courtage consistant à faire passer ses prêts en opérations commerciales, cachant ainsi son surendettement. Après de nombreuses pertes occasionnées par ses opérations spéculatives sur le marché de l'électricité, Enron a fini par faire faillite en décembre 2001, à la surprise de tous. Le scandale a retenti à l'échelle mondiale et a accru la méfiance des marchés.

seuls émetteurs qui persistaient à émettre des obligations étaient les moins risqués. Arora et Cerisola (2001) constatent quant à eux une corrélation positive et significative entre les *spreads* souverains sur le marché secondaire et le rendement des titres du Trésor américain¹.

Deuxièmement, les conditions de la conjoncture internationale jouent également un rôle important sur l'opinion que le marché se fait d'un pays émergent. Westfalen (2001, *in* Ferrucci, 2003) constate que les variations conjoncturelles internationales ont un effet important sur l'évolution des *spreads*. Plus particulièrement, Vuillez (2003, *in* Ferrucci, 2003) précise que la volatilité des écarts est liée à l'incertitude qui règne sur les marchés primaire et secondaire de la dette souveraine en raison de la forte concentration des émetteurs. Ferrucci (2003) montre par exemple que les *spreads* sont significativement corrélés aux conditions globales de liquidité, de sorte que plus les marchés internationaux sont liquides, plus les écarts de taux sont faibles, et vice-versa.

Troisièmement, les écarts s'expliquent par les changements d'attitude des opérateurs non expliqués par la probabilité d'occurrence d'un défaut. Ainsi, d'une part, les résultats empiriques de Garcia-Herrero et Ortiz (2005) montrent que l'aversion globale au risque (AGR) des porteurs est significativement et positivement corrélée aux *spreads* EMBI+ latino-américains. Les auteurs calculent l'AGR à partir des *spreads* des obligations de sociétés nord-américaines à hauts rendements², lesquels ont toujours été étroitement et positivement corrélés aux *spreads* EMBI+ pour les souverains d'Amérique Latine. L'AGR se définit alors à partir du constat selon lequel la plupart des mouvements sur les marchés hautement risqués émanent d'un changement d'attitude des investisseurs face au risque, et non de la probabilité d'occurrence d'un défaut. Les résultats montrent d'une part que les pays les moins affectés par l'AGR à court terme sont ceux qui sont les plus affectés par celui-ci à long terme, à l'instar de l'Argentine, de l'Equateur et du Venezuela. Les auteurs expliquent ce phénomène par le fait que les plus fortes AGR n'intègrent la fragilité des fondamentaux que lentement. D'autre part, la part de l'évolution des *spreads* EMBI+ expliquée par l'AGR a augmenté depuis le milieu des années 1990, notamment en raison du scandale d'Enron³, parallèlement à l'intégration croissante des titres souverains latino-américains dans les portefeuilles d'actifs des agents. De manière plus générale, Lizarazo (2010) conclut que plus l'aversion au risque des intervenants diminue, plus le risque de défaut est corrélé avec le sentiment du marché. L'aversion au risque est d'abord neutre, encourageant l'appétit du risque, puis augmente lorsque le risque devient perçu comme étant de plus en plus dangereux. Or, l'aversion grandissante par rapport au risque se traduit souvent par une

1 • Un contrat de CDS n'agit en effet que dans le cas d'un événement de crédit, lequel inclut un changement de taux d'intérêt, une modification du principal, un report de la date de paiement du principal ou des intérêts, un changement de rang de priorité, ou encore une modification de la devise de paiement pour une devise « non permise » (Singh et Andritzky, 2005). Néanmoins, les conventions de marché, Moody's et l'International Securities Dealers Association (ISDA) considèrent également la restructuration de la dette, sans qu'il y ait défaut de paiement, comme un événement de crédit.

2 • Dans la mesure où un souverain classé dans la catégorie investissement n'est pas amené à faire défaut, l'acquisition de CDS sur ses titres apparaissent en effet inutiles.

course à la liquidité, laquelle peut générer un défaut de paiements. Dans ces conditions, c'est le risque de défaut qui suit l'accroissement de l'aversion au risque, et non l'inverse.

En définitive, comme l'a souligné Aglietta (2004), les fondamentaux tiennent une place secondaire dans l'évaluation de la qualité de l'émetteur par les marchés. Ce rôle d'arrière plan joué par les variables macroéconomiques s'explique par la spéculation à l'œuvre sur le marché secondaire. La volatilité des *spreads* répond en effet à l'ampleur des risques pris et aux revirements consécutivement soudains et brutaux. Parmi les exemples de spéculation sur la dette souveraine, le plus probant est celui à l'œuvre sur les produits dérivés, tels que les CDS.

1.1.2.2 Un exemple de spéculation sur les titres de dette souveraine : Les *credit default swap* (CDS)

Si les *spreads* EMBI reflètent le coût moyen des transactions sur les titres de dette, les *spreads* CDS traduisent quant à eux le coût marginal de ces échanges. Or, en période de tensions, c'est l'analyse du coût marginal de la dette qui est la plus pertinente car c'est ce coût supplémentaire qui pèse le plus lourdement sur la solvabilité d'un émetteur déjà en proie à la défaillance (Singh et Andritzky, 2005). Les contrats de CDS sont des titres dérivés d'échange sur le risque de défaut permettant à l'acquéreur de se protéger contre le risque de survenance d'un événement de crédit¹ de l'obligation sous-jacente. Techniquement, l'acheteur de protection transfère le risque de défaut de l'Etat débiteur vers le vendeur de protection. Ce dernier, rémunéré par une prime (ou *spread*) annuelle versée par l'acheteur, assure en retour l'acquéreur contre le risque de défaut. La prime représente un pourcentage de la valeur notionnelle de l'obligation de référence. En cas de défaillance de l'entité de référence, le vendeur paie à l'acheteur la différence entre le pair (valeur initiale) et la valeur de marché du titre au moment du défaut (valeur finale). Il ne s'agit toutefois pas d'une assurance standard, mais d'un marché de produits dérivés, de gré à gré, sur lequel le vendeur n'a aucun intérêt particulier à assurer l'acheteur, et sur lequel l'acheteur n'est pas prémuni contre la défaillance du vendeur. Le marché des CDS, corrélé aux *spreads* EMBI, permet d'appréhender le sentiment du marché sur la solvabilité d'un souverain. Apparue au début des années 1990, le marché n'est réellement devenu liquide qu'à partir de 2003, au moins pour les entités classées dans la catégorie spéculative². En 2003, parmi les émetteurs souverains émergents, le Brésil

-
- 1 • La période a notamment correspondu à une grève générale contre le gouvernement Chavez.
 - 2 • Les *spreads* CDS pour les souverains sont rarement cotés à plus de cinq ans.
 - 3 • RIEL (Ratings-implied expected losses).

concentrait déjà 12,2% des cotations, et le Mexique, 11,5%. 90% des cotations sur ce marché étaient à l'époque liés à des emprunteurs émergents, qui sont les émetteurs les plus risqués, mais aussi les plus vulnérables face à l'humeur des marchés (Packer et Suthiphongchai, 2003). De la même manière que les *spreads* EMBI, les *spreads* de CDS sont supposés être calculés selon l'état des fondamentaux de l'économie sous-jacente. Or, non seulement leur volatilité est souvent déconnectée de la variation des fondamentaux, tout comme les *spreads* EMBI, mais cette volatilité est encore plus forte que celle des *spreads* EMBI.

En effet, les *spreads* de CDS réagissent plus fortement que les *spreads* obligataires en cas d'anticipation de la dégradation de la qualité du titre (Chan-Lau, 2003). La raison, notamment, est l'augmentation de la demande de CDS en cas de suspicion des opérateurs, laquelle fait grimper les *spreads*. Plusieurs pays latino-américains ont déjà subi la volatilité des écarts de taux sur le marché des CDS. Au Venezuela, pendant la période de troubles politiques qui a couru entre octobre 2002 et janvier 2003¹, les *spreads* de CDS à cinq ans² ont augmenté plus vite que les *spreads* EMBI+, atteignant, en janvier 2003, 2200 pdb, contre 1500 pour les *spreads* EMBI+ (Chan-Lau, 2003). En Argentine également, en novembre 2001, les *spreads* CDS à 12 mois atteignaient environ 10000 pdb, tandis que les *spreads* EMBI+, eux-mêmes disproportionnés, s'élevaient à environ 6000 pdb (Singh et Andritzky, 2005). Singh et Andritzky (2005) ont comparé les *spreads* de CDS théoriques et leurs homologues concrets sur le marché lors des crises en Argentine, au Brésil et au Costa Rica au début des années 2000. Les *spreads* théoriques sont calculés selon la probabilité de défaut et l'anticipation des pertes consécutives, lesquelles n'excèdent pas, en moyenne, 25% de la valeur faciale de l'obligation. Dans les trois cas, les *spreads* CDS sur le marché étaient supérieurs aux *spreads* théoriques, atteignant même le triple dans le cas costaricain. Une autre étude, de Remolona et al. (2007) a comparé l'écart entre les *spreads* de CDS et les pertes attendues en cas de défaut selon la notation du souverain (RIEL) dans le cadre des expériences de défauts passés. Les auteurs montrent que la moyenne des *spreads* de CDS est cinq fois supérieure à la moyenne des RIEL³. Cela implique que même si les auteurs avaient « fait l'hypothèse extrême d'une perte en cas de défaut de 100%, l'écart moyen serait encore le double de la moyenne des RIEL » (Remolona et al., 2007, p.10). En outre, malgré des conditions macroéconomiques non dégradées, la plupart des pays latino-américains ont subi une forte augmentation sur les primes de CDS à cinq ans après la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008. Par exemple, initialement de 208 pdb, la prime de l'Argentine a pu atteindre jusqu'à 3000 pdb à la fin du premier semestre 2009. En mai 2011, elle s'élevait toujours à 600 pdb (CEPALC, 2011).

Ainsi, les *spreads* de CDS, qui pèsent largement sur le coût d'emprunt et donc sur la probabilité de défaut d'un Etat, sont encore plus volatiles que les *spreads* obligataires déjà condamnés pour leurs décrochages réguliers de la valeur fondamentale de l'obligation. Les *spreads* CDS sont donc sujets à spéculation. Par ailleurs, hormis la raison donnée par le FMI, laquelle concerne les lois de l'offre et de la demande, il existe une deuxième raison pour laquelle la volatilité des CDS est si exacerbée. En effet, de la même manière que la plupart des produits dérivés, les CDS peuvent faire l'objet d'une manipulation par le marché et ainsi aggraver la situation de l'emprunteur originel. L'exemple le plus probant est celui des CDS dits « à nu », c'est-à-dire sans détention effective de l'obligation sous-jacente. Or, dans la mesure où l'acheteur ne détient pas le sous-jacent, il a tout intérêt à ce que l'entité de référence fasse défaut afin de récupérer la prime de départ. Dans ce cas, les achats peuvent être massifs et ainsi déstabiliser le cours du titre. Symétriquement, le vendeur de CDS, généralement représenté par les banques et les *hedge funds*, et n'ayant aucun lien avec le débiteur, peut avoir intérêt à susciter l'enthousiasme pour l'acquisition de contrats alors que l'entité de référence ne présente pas *a priori* de dangers majeurs. L'enjeu des CDS à nu est donc précisément la spéculation qui les sous tend.

En outre, les CDS à nu ont fait l'objet d'un vif débat dans l'Union Européenne après les premiers signes de défaillance de la Grèce. Pour certains, la spéculation sur les CDS des obligations de la Grèce après la faillite de Lehman Brothers a fortement durci les conditions de financement du pays. Boyer (2010) note par exemple le caractère autoréalisateur des anticipations du marché sur la défaillance de la Grèce. Les *spreads* de CDS sur les titres grecs ont effectivement augmenté de plus de 400 pdb entre 2008 et 2010, alors que la dégradation des fondamentaux du pays était bien inférieure à une telle appréciation (Boyer, 2010). De manière générale, les avis sur les effets des primes de CDS divergent. Pour certains, les positions sur les CDS sont encore trop faibles pour avoir un impact significatif sur le défaut même de l'Etat (Duffie, 2010). Les positions n'auraient fait que révéler les difficultés budgétaires des débiteurs, malgré une certaine surestimation sans conséquences majeures. Pour d'autres cependant, l'opacité des pratiques inhérentes à ce marché, la complexité technique des contrats de CDS, ou encore le développement des CDS « à nu », encourageant la spéculation et la fraude grâce aux effets de levier suscités, auraient fait grimper les primes de CDS, aggravant alors les difficultés financières des Etats concernés (DAS, 2010 ; Brown, 2010 ; Europa 2011 a&b). Pour Brown (2010), l'incertitude régnant sur ce marché peut en effet conduire à surestimer les risques d'événement de crédit. Si le débat n'as pas

1 • Soit sur les ventes à découvert, lesquelles concernent les CDS « à nu ».

2 • L'Autorité des marchés financiers (AMF) peut, depuis la loi du 22 octobre 2010, « restreindre les conditions de négociation » de titres financiers, y compris la vente à découvert et la négociation de CDS en cas de « circonstances exceptionnelles menaçant la stabilité du système financier » (Da Ros, 2011, p. 9).

vraiment été tranché (Da Ros, 2011), l'UE a tout de même pris l'initiative de réglementer ce segment en imposant une obligation de transparence sur les positions nettes vendeuses¹ (*net short positions*). La France a, quant à elle, renforcé la réglementation sur les positions à découvert² (i.e. les CDS « à nu »), tandis que l'Allemagne les a interdites (Da Ros, 2011).

En définitive, ni les *spreads* EMBI, et encore moins les *spreads* CDS, reflètent correctement la valeur fondamentale du titre sous-jacent. Au contraire, les décrochages, nombreux, peuvent s'avérer brutaux et déclencher par eux-mêmes une crise injustifiée par l'état des fondamentaux économiques. Par conséquent, les marchés ne répondent pas à la définition de la rationalité au sens de Fama (1967 ; 1997), ce qui implique que la base de la légitimité de la décentralisation doit être remise en question. En outre, la rationalité et les modes de coordination sur les marchés spéculatifs, à l'instar du marché secondaire de la dette souveraine, répondent à un fonctionnement qui ne peut être appréhendé qu'en termes de psychologie sociale.

1.2 • Un fonctionnement des marchés appréhendable en termes psychosociaux

Les travaux étudiant la psychologie des agents économiques ont étayé la vision keynésienne sur les formes de rationalité à l'œuvre sur tout marché de crédit marqué par un fort degré d'incertitude. L'interaction de ces rationalités permet d'expliquer le comportement des marchés et infirme l'hypothèse d'efficacité (1.2.1). En outre, l'autoréférentialité caractérisant les mouvements de marchés décentralisés et dérégulés met en évidence la nature finalement endogène de l'aléa moral (1.2.2).

1.2.1 • L'hypothèse d'efficacité infirmée par les diverses formes de rationalité en interaction

De Bondt et Thaler (1994, p.25) ont rappelé à juste titre que « substituer la logique mathématique à l'observation empirique est commode. Les économistes de la finance peuvent réduire leur lecture et peuvent (parfois fièrement) admettre être ignorants des progrès réalisés dans les autres sciences sociales. (...) Cela détourne notre attention du véritable processus de décision, peut-être basé sur l'avis que ce processus n'affecte pas le résultat. En conséquence, de nombreuses questions fondamentales ne sont même pas

posées ». Or, l'hypothèse d'efficience ne permet pas d'appréhender le fonctionnement global des marchés car elle ne peut expliquer le processus de prise de décision en contexte d'incertitude. C'est pourtant lui qui conduit à l'établissement des *spreads*, c'est-à-dire au coût de l'emprunt, lequel joue inévitablement sur la probabilité de défaut. Knight (1921, in Akerlof et Shiller, 2009) a en outre distingué le risque de l'incertitude, car si le risque est mesurable en termes de probabilités, l'incertitude, elle, n'est pas quantifiable en raison de l'inexistence de normes dans ce domaine. Par conséquent, la théorie standard ne peut qu'évaluer le risque, et occulte la notion d'incertitude, laquelle est pourtant prépondérante sur les marchés, et plus encore sur tout marché de crédit. Si pour Fama (1997), les écarts entre la valeur fondamentale du titre et le cours de l'actif constituent l'exception de la marche au hasard et non la règle, la théorie standard reste incapable de fournir une interprétation plausible de l'origine de ces écarts. Les anticipations rationnelles d'une somme d'agents représentatifs, lesquels agissent seulement à une fin de maximisation sous contrainte du rendement de leur portefeuille, est en réalité contraire à la réalité des marchés (Plihon, 1996). Néanmoins, ces écarts sont tout de même courants (Galbraith, 2007; Kindelberger, 2004 ; Reinhart et Rogoff, 2010), de sorte que l'hypothèse d'irrationalité, laquelle serait qui plus est collective, ne permet pas non plus d'expliquer entièrement leur origine. L'irrationalité signifierait en effet un comportement déviant, lequel, par définition, n'est que ponctuel. Or, la récurrence de ces épisodes d'emballlement/effondrement des cours laisse au contraire apparaître une mode de coordination particulier, récidivant et, de fait, explicable en termes rationnels. Afin d'appréhender le processus décisionnel des intervenants sur un marché spéculatif et, de fait, incertain, il est donc nécessaire de passer par d'autres voies, c'est-à-dire, selon les mots de De Bondt et Thaler (1994), par l'utilisation des progrès accomplis dans d'autres sciences. En outre, Akerlof et Shiller (2009) soulignent que tous les épisodes extrêmes, qu'il s'agisse d'épisodes euphoriques ou de crises, trouvent leur source dans la nature humaine, par définition diverse et dont l'agrégation à l'échelle des marchés est non quantifiable. Dans ces conditions, seule la psychologie sociale peut appréhender la relativité de la rationalité de type fondamental et le concept d'incertitude pour expliquer le fonctionnement global des marchés. Or, elle infirme, par là même, l'hypothèse d'efficience.

Keynes (1936) est l'un des premiers auteurs à avoir mis délibérément en exergue les facteurs psychologiques et sociaux qui gouvernent les décisions en situation d'incertitude. Dans sa Théorie générale, il avait en effet déjà remarqué que les décisions humaines engageant l'avenir ne peuvent reposer sur un strict calcul mathématique, puisque celui-

ci est impossible à établir catégoriquement au moment de la prise de décision. De ce contexte découle la spéculation, en tant qu'activité « qui consiste à prévoir la psychologie du marché » (Keynes, 1936, p.173). Keynes oppose ici la rationalité fondamentale à la Fama (1967), laquelle ne se fie qu'aux fondamentaux, à la rationalité stratégique, c'est-à-dire celle du spéculateur *lambda*, qui tente de « percer le mystère qui entoure le futur » (op. cit., p.170). Néanmoins, il existe un troisième degré de rationalité, sur lequel se base la théorie de la finance comportementale, correspondant à la rationalité cognitive, également appelée rationalité autoréférentielle (Orléan, 1999). Celle-ci avait également été appréhendée par Keynes (1936) dans son célèbre concours de beauté, lequel consistait à choisir, parmi une centaine de photos, les six susceptibles de remporter l'adhésion du plus grand nombre. Dans ce cas, l'électeur ne doit donc pas choisir ses préférées (selon une rationalité fondamentale), ni celles susceptibles d'être préférées par les autres (selon la rationalité stratégique). En réalité, l'électeur va s'attacher à imaginer l'idée que l'opinion moyenne se fait de l'opinion moyenne, essayant alors « de deviner les réactions du public plus exactement que le public lui-même » (Keynes, 1936, p.172). Or, beaucoup d'électeurs vont suivre ce raisonnement, alors qualifié d'autoréférentiel. C'est également de cette manière que se prennent la plupart des décisions sur les marchés financiers en contexte de forte incertitude.

La finance comportementale a alors approfondi l'analyse de Keynes et, contrairement à l'hypothèse d'efficience, elle a eu le mérite d'éviter tout sophisme de composition en distinguant l'individu du groupe, lequel devient ainsi une entité exogène qui ne correspond plus à la somme des individus. Cette approche, qui se trouve à mi-chemin entre la *Noise Trader Approach* (NTA) et les biais heuristiques incorporés dans les décisions (Tversky et Kahneman, 1974), révèle l'existence de variantes aux profils d'intervenants reconnus par Keynes. Elle identifie d'abord le *noise trader*, qui est un intervenant « parasitaire » formant ses anticipations soit de manière non rationnelle, soit sur l'ignorance. Il peut alors intervenir sur le marché malgré l'absence de signal, voire sur une fausse information, ou seulement suivre la tendance, sans esprit critique quant à cette dernière. Cette absence de jugement est définie comme la tendance à suivre le mouvement parce que la masse a nécessairement raison. Ce comportement, souvent qualifié de grégaire, est une composante de nos sociétés (Deutsch et Gerard, 1955, in Shiller, 2000) et est particulièrement développé sur les marchés financiers, puisqu'il se révèle en situation d'incertitude. Deuxièmement, le marché intègre des « fondamentalistes sceptiques », qui ne font pas entièrement confiance aux informations

1 • Davanne et al. (1998) construisent néanmoins une typologie incomplète, omettant le *noise trader*. De même, les auteurs n'abordent pas les différents degrés de rationalité pour expliquer le comportement des acteurs sur le marché.

véhiculées par les fondamentaux, et prennent donc également en compte l'opinion du marché pour former leur décision. Troisièmement, les « chartistes » sont ceux qui se basent sur la répétition de l'histoire pour dégager des similitudes entre ce qui se passe présentement et ce qui s'est produit, dans des circonstances similaires, dans le passé. Ils savent par exemple qu'une hausse du cours n'est pas éternelle, et tente alors de revendre leurs titres avant le rebond du marché, ce qui implique qu'ils ne regardent pas tant les fondamentaux que le cours des obligations qu'ils détiennent. Les plus éloignés des fondamentaux sont enfin les « *contrarians* », qui agissent tout bonnement en sens inverse de la convention (voir infra). Eux non plus n'observent pas les fondamentaux, mais seulement le cours du titre (typologie de Davanne et al., 1998¹). Il existe une dernière catégorie d'acteurs non définie par l'approche comportementale et qui infirme, elle aussi, la notion de rationalité fondamentale à la Fama (1967). En effet, dans la théorie standard, l'arbitrage, qui correspond à l'achat et à la vente simultanés de titres semblables sur deux marchés différents dans le but de tirer profit du différentiel de prix (Shleifer et Vishny, 1997), constitue un facteur neutre aux externalités positives. Selon le courant orthodoxe, l'arbitrage ne requiert aucun capital de départ (achat et vente à découvert) et ne comporte pas de risque. Lorsque l'arbitragiste acquiert un titre à bas prix puis revend simultanément un titre dont le cours est plus élevé, la différence finale sera soit nulle, soit positive, mais dans tous les cas, il ne perd rien. Le principal effet théorique de l'arbitrage est de ramener les cours vers la valeur fondamentale du titre, car l'arbitragiste doit acheter le titre sous-évalué et parallèlement vendre le titre sur-évalué. Shleifer et Vishny (1997) ont néanmoins démontré que le capital engagé par l'arbitragiste, surtout lorsque celui-ci doit rendre des comptes à ses clients, est dans la pratique important, et que les risques réellement pris peuvent parfaitement engendrer des pertes. L'arbitrage n'est donc pas, *in fine*, un ange gardien, neutre au risque, de l'efficacité du marché. En fait, son existence même montre, sur le marché de la dette souveraine également, non seulement que le marché n'est pas intrinsèquement efficace, mais qu'il est également sujet à des dysfonctionnements supplémentaires.

Au vu de la diversité des intervenants, le fondamentaliste pur, c'est-à-dire l'agent représentatif de l'hypothèse d'efficience, n'est en fait qu'un intervenant parmi d'autres (voir tableau 9). Et comme l'a souligné Keynes, il est rare, voire inexistant, compte tenu de l'incertitude à laquelle il est également soumis. Ainsi, la prise de risque est une caractéristique intrinsèque des marchés financiers.

Tableau 9 : Les rationalités en interaction sur le marché de la dette souveraine

	Caractéristiques	Observation des fondamentaux	Observation du cours du titre
Fondamentaliste	Recherche de la valeur intrinsèque du titre	Très forte	Très faible
Stratège / Spéculateur	Recherche de la tendance du marché	Faible	Forte
Cognitif	Recherche de la perception du marché sur sa propre tendance	Très faible	Très forte
Noise trader	Passivité	Très faible	Faible
Fondamentaliste sceptique	Conjugaison entre valeur intrinsèque du titre et perception du marché	Moyenne	Moyenne
Chartiste	Comparaison entre mouvements passés et mouvements actuels	Faible	Forte
Contrarian	Positionnement inverse par rapport à la perception du marché	Très faible	Très forte
Arbitragiste	Conjugaison entre les tendances de deux marchés différents	Moyenne	Forte

Source : Auteur.

Stiglitz et Grossman (1980) ont étayé cette idée en montrant que lorsque l'information est incomplète et coûteuse, comme sur le marché de la dette souveraine, et que les prix sont considérés comme un bon reflet de l'information, alors même les fondamentalistes sont incités à privilégier le cours du titre. Ce faisant, la majorité n'observe plus que le prix, de sorte que ces derniers ne sont plus « justes », au sens où ils deviennent autosuffisants, et donc déconnectés des fondamentaux. De fait, l'information disponible ne peut pas faire le poids contre la croyance commune. En définitive, contrairement à la notion orthodoxe de l'aléa moral, l'incertitude est un facteur endogène prépondérant sur le marché du crédit, que seule une régulation extérieure est en mesure de réduire. Par conséquent, les marchés,

en tant que créanciers, ne sont pas spectateurs de la crise, mais bien acteurs, de sorte que l'aléa moral est en réalité une caractéristique endogène, et non exogène, des marchés autorégulés.

1.2.2 • L'aléa moral : Un facteur endogène aux marchés financiers autorégulés

L'aléa moral, traduit par une propension supplémentaire à la prise de risque en cas d'assurance de ce dernier, ne se situe pas nécessairement au bout de la chaîne financière. Akerlof et Shiller (2009) reprennent le postulat de Keynes (1936) et insistent sur le fait que la décision d'investir et, plus tard, la réaction face aux mouvements de marchés, sont à la fois sociales et psychologiques. D'autre part, dans la lignée du paradoxe de la tranquillité (Minsky, 1986), Miotti et Plihon (2001) ont montré que les défaillances bancaires et les crises financières pouvaient être endogènes dans la mesure où c'est la dérégulation en elle-même qui suscite l'excès de prises de risques. Dès lors, l'aléa moral constitue la résultante psychosociale de l'incertitude. Il n'est donc pas créé par l'intervention d'une tierce-partie, mais seulement renforcé par cette intervention si celle-ci est partisane. Les prises de risques excessifs n'ont pas attendu les renflouements du Fonds pour apparaître, comme l'attestent différents ouvrages sur leur récurrence (Kindleberger, 2004, Galbraith, 2007, Reinhart et Rogoff, 2010).

L'aléa moral tient en premier lieu au mode de coordination des opérateurs de marché, lequel se concentre sur ce qu'on appelle une convention. Keynes (1936, p.214) considérait que « le taux d'intérêt est au plus haut degré un phénomène conventionnel plutôt que psychologique, car sa valeur effective dépend dans une large mesure de sa valeur future telle que l'opinion dominante estime qu'on la prévoit ». Pour autant, la convention, en tant que croyance communément acceptée à un instant donné, est d'ordre psychosocial car elle traduit non seulement « la psychologie de masse d'un grand nombre d'individus ignorants » (Keynes, 1936, p.169), mais également « la pression que fait peser cette psychologie de masse » sur le reste des intervenants (Galbraith, 2007, p.549). La foule est alors distinguée de l'échelle individuelle, car « tous les individus peuvent partager une certaine croyance fondamentale sur l'économie d'un pays et agir différemment parce qu'ils attribuent au marché une croyance différente » (Orléan, 1999, p.72-73). En d'autres termes, plus péjoratifs, « individuellement, l'homme est un être passablement

raisonnable et sensé. Dans une foule, il devient aussitôt un crétin » (Friedrich Von Schiller, *in Galbraith, 2007, p.547*). En outre, Deutsch et Gerard (1955, *in Shiller, 2000*) ont montré qu'un individu rationnel ne va pas à l'encontre de l'opinion commune, tant il est connu qu'une telle majorité ne peut pas réellement avoir tort. Lorsque l'obligation devient de plus en plus valorisée, peu importe que le marché ait raison ou tort, la seule question qui importe est de savoir combien de temps va prendre la conscience collective pour intégrer cette tendance en tant que convention dominante. Une fois un certain seuil franchi, la rationalité autoréférentielle impose le mimétisme. C'est pour cette raison que Galbraith (2007, p.548) observait que « la hausse nourrit la hausse », car une fois passé un certain seuil, la hausse devient une convention et attire de nouveaux acheteurs, lesquels veulent eux aussi « chevaucher la vague de la hausse » (op. cit.). Akerlof et Shiller (2009) parle de multiplicateur de confiance pour expliquer le phénomène d'euphorie qui suscite ces achats en masse. Ainsi, à l'instar du multiplicateur keynésien, propre à la demande effective, le multiplicateur de confiance agit en modifiant la dépense, de sorte qu'à l'échelle agrégée, dans les premiers temps, tout accroissement de la confiance engendre un accroissement du revenu et de la confiance à l'étape suivante, et ainsi de suite. De fait, l'acquisition d'une obligation sur le marché secondaire ne tient pas tant aux fondamentaux économiques qu'à la confiance de l'acheteur en la confiance que le marché a du marché.

Or, comme le souligne Galbraith (2007, p.548), « leur génie personnel, ils en sont persuadés, leur permettra de quitter le jeu avant que la spéculation n'arrive à son terme ». Cette sur-confiance est un trait de la nature humaine qui se révèle quotidiennement en termes financiers sur les marchés, mais personne n'en entend parler tant que le phénomène ne porte pas préjudice à l'économie réelle. (Ülgen, 2010) Ce phénomène témoigne des biais heuristiques qui composent les choix d'actions sur les marchés financiers. Ces biais constituent des représentations personnelles qui ne sont pas fondées sur une analyse rigoureuse de la situation, mais davantage sur la subjectivité. Or, les notions subjectives qui guident les choix conduisent très souvent à l'excès de confiance. Lorsque les agents sont sûrs à 90% qu'un événement va se produire, ils n'ont raison que dans 70% des cas. Le résultat le plus probant en la matière est celui de Svenson (1991, *in De Bondt et Thaler, 1994*), qui révèlent que 90% des suédois considèrent conduire mieux que la moyenne. De nombreux travaux en psychologie montrent que la plupart des gens se considèrent au-dessus de la moyenne, en termes de réflexion, de compréhension et d'anticipation des phénomènes, y compris lorsque l'estime de soi est limitée. L'économiste est également sujet à cette tendance, y compris lorsqu'il invoque

la neutralité, les fondements strictement scientifiques et objectifs de ses hypothèses et de ses résultats (Marciano, 1998). Shiller (2000) a également constaté cette subjectivité sur les marchés financiers à travers les réponses données à son questionnaire sur les attitudes des intervenants le jour du crash du 19 octobre 1987. Sur tous les interrogés, dont la grande majorité avait été inactive ce jour-là, le tiers a prétendu avoir eu une idée assez précise du moment où le « rebond » aurait lieu. Lorsque Shiller leur a demandé comment ils savaient, la majorité manquait de bases solides pour argumenter sa réponse, abordant les thèmes de « l'intuition », ou encore de la connaissance de la « psychologie du marché ». Les arguments tenant à l'occurrence de faits concrets, ou à des théories précises, étaient ainsi très rares.

Ce phénomène de sur-confiance s'applique symétriquement au débiteur. Ainsi, la spirale surfinement/surendettement n'émane pas d'un aléa moral exogène, mais bien endogène, car l'incertitude et les paris inhérents font partie intégrante du marché de crédit ainsi décentralisé (i.e. non soumis à régulation). Cet excès d'optimisme renforce la nature spéculative des opérations, du côté du débiteur comme des créanciers. Il constitue en outre l'une des bases du « paradoxe de la tranquillité » de Minsky (1986). L'auteur insiste sur le caractère procyclique des mouvements de capitaux, car c'est lorsque l'économie se porte bien que les capitaux affluent massivement. L'hypothèse d'instabilité financière s'applique particulièrement à une économie ouverte aux capitaux et dont le système financier est sophistiqué, ce qui correspond aux pays émergents d'Amérique Latine. Elle part du principe réaliste que les investisseurs prêtent dans une optique de profit. Or, il est dans la nature humaine, et en particulier celle du capitaliste, de se laisser des profits modérés, de sorte qu'il commence, en période de croissance, à prendre des risques de plus en plus élevés. Ce phénomène se traduit par un surendettement du débiteur et un surfinement de la part des créanciers. Les capitaux engagés, au fur et à mesure que l'optimisme grandit jusqu'à atteindre l'excès de confiance aveuglante, ne sont pas les plus sûrs puisqu'ils ont une vue à très court terme. Dans le cas qui nous occupe, la tentation de spéculer pour prendre des risques peut donc être présente en période de croissance et de bonne santé des fondamentaux. Les prises de risque excessives sont inhérentes à la nature humaine livrée à elle-même en situation d'incertitude. Elles surgissent dès lors en l'absence de garde-fous, et sont une composante systémique du capitalisme débridé. Ainsi, si l'économiste peut feindre d'ignorer la psychologie, il lui est impossible d'ignorer la nature humaine, puisqu'il l'étudie. De manière réaliste, il ne peut donc ignorer la psychologie (Clark, 1918, *in* De Bondt et Thaler, 1994).

Pendant un temps, l'incertitude n'est pas menaçante, car la convention sert d'ancrage aux anticipations et rassure les intervenants, jusqu'à ce que le multiplicateur de confiance atteigne le seuil à partir duquel le rebond peut s'opérer à tout moment. Le rebond se traduit généralement par un phénomène de panique, proportionnel à l'ampleur de l'euphorie le précédant, lequel donne lieu à une course à la liquidité (voir infra). Les manifestations de bulle suivie d'une course à la liquidité résultent de l'absence de garde-fous, en amont comme en aval. En outre, les expériences menées par Fehr et Gächter (2000, *in* Akerlof et Shiller, 2009) sur la coopération et la punition dans le domaine des biens publics, ont montré que les sanctions préviennent les comportements opportunistes. Or, la décentralisation de la gestion de crise n'est pas en mesure d'assurer de telles sanctions, puisqu'elle est exclusivement basée sur l'opinion des marchés. Dans ces conditions, non seulement les crises ne sont pas prévenues, mais elles ne sont pas non plus équitablement résolues. En effet, dès lors que les marchés sont eux-mêmes un facteur d'instabilité, et donc de crise, leur confier le processus de restructuration les place nécessairement dans une situation de conflit d'intérêts manifeste, lequel fait perdurer le *statu quo*, voire aggrave l'aléa moral en récompensant les prises de risques excessifs.

2 • L'échec de la décentralisation en termes de prévention et de résolution de la crise

La décentralisation échoue dans sa tentative de résolution efficace de la crise car elle place les créanciers en situation de conflit d'intérêts. Elle remet en effet le processus de restructuration entre les mains des créanciers alors qu'ils ont également une part de responsabilité dans le déclenchement de la crise et qu'ils sont les principaux bénéficiaires de l'issue de sa gestion (2.1). Dans ces circonstances, l'aléa moral intrinsèque au marché n'est pas traité, ce qui rend également l'objectif de prévention non atteint (2.2).

2.1 • L'émergence d'un conflit d'intérêts : L'iniquité *ex post* du partage du fardeau

En accordant le processus de renégociations aux créanciers, l'approche contractuelle les laisse juge de la définition de la crise. Or, selon que le problème relève d'une illiquidité ou d'une insolvabilité, le traitement n'est pas le même. Sachant qu'une crise de solvabilité demande une réduction de dette, alors que l'illiquidité recourt à des solutions moins drastiques, la probabilité

que les créanciers concluent à une crise de liquidité est élevée (2.2.1). Dans ces conditions, et compte tenu des dispositions de l'approche informelle, l'iniquité du partage du fardeau ne peut qu'être renforcée (2.2.2).

2.2.1 • La nature de la crise en question : Une propension à l'illiquidité

La distinction entre une crise de liquidité et une crise de solvabilité est relativement opérable en théorie, mais beaucoup plus difficilement en pratique, surtout en situation de crise. Néanmoins, toute procédure de faillite opère un tel discernement car même si dans les termes de Sachs (1995) il y a de toute façon restructuration, les conditions de celles-ci sont différentes selon la nature de la crise. Globalement, la crise de liquidité vient de l'impossibilité pour un Etat, néanmoins solvable, de proroger les obligations arrivant à échéance à court terme. De fait, si le refinancement est refusé par les créanciers à cause d'une perte de confiance, la crise se révèle par le fait que l'Etat n'est effectivement pas en mesure de servir sa dette immédiatement. Pour autant, la situation est temporaire, de sorte qu'un simple rééchelonnement permet de revenir à une situation normale. La crise de solvabilité signifie en revanche que l'Etat est incapable de servir sa dette à long terme. L'écart entre le passif et l'actif est trop important pour qu'un simple rééchelonnement ou refinancement (par le FMI ou les créanciers) soit susceptible de remédier à la situation. La dette doit alors nécessairement être réduite. Ainsi, si une crise de liquidité appelle une renégociation des flux de paiements, une crise de solvabilité demande une réduction du stock de la dette.

Mais en période de crise, caractérisée par la panique générale, il est très difficile de savoir si l'Etat a seulement besoin d'un délai, ou s'il s'agit d'une crise nécessitant une action plus forte. La crise mexicaine illustre l'ambiguïté de la distinction. Il s'agissait *a priori* d'une crise de liquidité, émanant d'une crise de change, qui aurait pu se transformer en crise de solvabilité si le FMI et le Trésor américain n'étaient pas intervenus. Mais au regard des montants exceptionnels qui ont été déboursés par les deux institutions (50 milliards de dollars), il reste possible de se demander s'il ne s'agissait pas déjà d'une crise de solvabilité, laquelle aurait donc dû donner lieu à une réduction de dette, selon l'idée de Williamson (1992, *in* Rogoff et Zettelmeyer, 2002). Les montants déboursés montrent également que, même s'il s'était initialement agi d'une crise de liquidité, celle-ci peut très aisément et très rapidement, se transformer en crise de solvabilité.

Dans tous les cas, qu'il s'agisse d'un problème de liquidité ou de solvabilité, un moratoire sur les paiements est indispensable afin d'analyser la nature de la crise. Or, la décentralisation ne prévoit pas la possibilité du moratoire et d'un contrôle sur les mouvements de capitaux. D'autre part, le FMI étant supposé limiter ses interventions, il revient donc aux créanciers d'apprécier la nature de la situation, et de décider de l'issue de la restructuration. Le FMI lui-même a échoué dans le passé à différencier les deux, et a pu renflouer des pays qui étaient en réalité insolvables. L'obsession de ne pas couper les flux de remboursements n'autorisait en effet aucune analyse de la situation à froid et précipitait des renflouements à l'efficacité aléatoire. Les conditions n'ayant pas évolué, le *statu quo* comme les CAC, dans leur gestion décentralisée de la crise, laquelle induit une intervention retardée du Fonds, ne peuvent assurer une telle distinction dans ces mêmes circonstances. Au pire, la course à la liquidité précipite le pays dans l'insolvabilité, alors qu'il ne s'agissait *a priori* que d'une crise de liquidité. Si les créanciers choisissent, ou subissent l'option de non-coopération, le FMI peut se voir contraint d'intervenir, comme lors de la crise *Tequila*. Sauf que compte tenu de sa nouvelle politique, le montant offert sera moindre, et l'on risque un envenimement par le blocage de la situation, à l'instar du comportement de la BCE dans l'épisode grec, qui dure depuis bientôt quatre ans. Au mieux, si une action collective parvient à être générée, elle peut s'avérer contreproductive. Que l'on raisonne selon le postulat néoclassique de pure volonté de maximisation de recouvrement, ou selon les termes plus complexes d'autoréférentialité, les négociations ont peu de chances de réunir une somme de comportements de bonne foi. Au contraire, *ex ante*, en l'absence de moratoire, la continuité des flux de paiements en contexte de tensions permet d'engranger des bénéfices considérables *via* l'augmentation brutale des *spreads*. *Ex post*, les créanciers ont davantage intérêt à penser, ou du moins à déclarer, qu'il ne s'agit que d'une crise de liquidité. Ils seront enclins dans ce cas à accorder une modification du calendrier de paiements, un refinancement, voire à accepter une faible décote. Mais pas plus, de sorte que la viabilité de la dette *ex post* n'est pas assurée. S'il s'agit bel et bien d'une insolvabilité, il peut se passer beaucoup de temps avant qu'ils ne s'en aperçoivent, ou ne soient contraints de la déclarer comme telle. Et s'ils le réalisent, c'est bien parce que le débiteur s'est enlisé dans une crise profonde et qu'il ne peut toujours pas, malgré tout, honorer le service de sa dette. Qu'il s'agisse d'une question d'incompétence ou d'une stratégie délibérée, l'issue est la même, car la restructuration reste lente et laborieuse. Un rééchelonnement n'a effectivement rien à voir avec une réduction de la dette, les conséquences ne sont pas

les mêmes et un mauvais choix peut être désastreux pour l'économie débitrice, comme l'atteste la décennie perdue des années 1980. De fait, si la tentation de l'Etat est forte de faire valoir une réduction de dette en proclamant une crise de solvabilité, les créanciers gardent le dernier mot.

En outre, le Code de bonne conduite, sur lequel la décentralisation est supposée s'appuyer, encourage la déclaration immédiate d'une crise de liquidité, de sorte que les créanciers sont d'emblée favorisés. Ainsi, la faiblesse du cadre décentralisé à établir des règles claires et justes, compte tenu de l'expérience qui doit être tirée du panel des crises passées, rend les créanciers juges et parties de la restructuration. Le fait de devoir implicitement juger la nature de la crise, d'avoir un poids prédominant dans les négociations, d'avoir le dernier mot sur les termes de la restructuration et d'en être les principaux bénéficiaires, place effectivement les créanciers dans un conflit d'intérêts majeur. Au final, ce qui était reproché au FMI dans le cadre de son rôle dans le MRDS, et qui a officiellement desservi le mécanisme, peut être aujourd'hui adressé aux créanciers dans le cadre des CAC et des offres d'échange. Le FMI, en tant que créancier, était accusé de pouvoir pencher en faveur d'une forte décote afin de préserver ses propres ressources. Le même problème se pose en sens inverse au niveau des marchés, de sorte qu'aucune équité dans le partage du fardeau n'est garantie, au contraire.

2.1.2 • Le renforcement consécutif de l'iniquité du partage du fardeau

Reinhart et Rogoff (2010, p.83) rappellent que « le fait que des pays fassent parfois défaut sur leur dette ne prouve pas en soi que les investisseurs ont été irrationnels. Les prêts accordés à des pays à risque sont assortis de primes de risque parfois supérieures à 5% ou 10% par an. (...) Or, les sommes récupérées en cas de défaut d'un pays sont souvent bien plus importantes que dans le cas de prêts aux entreprises, surtout en cas de renflouement officiel ». Le conflit d'intérêt dans lequel sont placés les créanciers conduit, en tout état de cause, à un partage inéquitable du fardeau de la dette. Par conséquent, si le souverain n'agit pas unilatéralement, à l'instar du cas argentin du début des années 2000, alors le FMI devra intervenir pour coordonner les créanciers. Cette intervention signe en elle-même l'échec de la décentralisation, comme observé lors des différentes expériences passées.

En outre, le *statu quo* et les CAC comptent sur le Code de bonne conduite pour favoriser la rapidité de la procédure. Or, celui-ci s'oriente clairement en faveur des créanciers, de sorte que le fardeau a peu de chances d'être équitablement réparti. Premièrement, si le Code encourage un dialogue régulier entre les deux parties, cela risque davantage de se traduire par un monologue en pratique. Il existe en effet une asymétrie patente et dommageable dans la définition de la fourniture d'informations telle qu'énoncée par le Code, puisque, de manière caricaturale, aucun effort n'est demandé en parallèle pour informer le débiteur de « la situation ou des intentions de chaque classe [...] de créanciers qui s'expose à l'économie débitrice » (Herman, 2008, p.12). De plus, la conception d'un dialogue précoce et coopératif pour éviter la restructuration est tout aussi partisane. Elle implique en effet que le débiteur est à ce moment-là solvable, ce qui épargne nécessairement aux créanciers un potentiel « abandon de leurs créances ». Enfin, il faut rappeler que les agences de notations incluent dans leur note, depuis le milieu des années 2000, la qualité de recouvrement (Gaillard, 2010). Cela signifie que plus le taux de recouvrement escompté est élevé, plus la note de l'émetteur l'est également. Or, non seulement ce sont les émetteurs qui rémunèrent les agences, mais dans tous les cas, un souverain qui tient à être bien noté devra garantir, *ex ante*, un taux de recouvrement généreux. De fait, l'issue du dialogue s'oriente d'emblée en faveur des créanciers. Deuxièmement, dans le scénario d'une renégociation, il est attendu du débiteur qu'il révèle à tous ses créanciers sa stratégie future de négociation avant même qu'un accord soit conclu. Or, la renégociation de la dette implique nécessairement un rapport de force, même minimal, puisque les intérêts en jeu sont par définition opposés. En cas de comportement « non coopératif » du débiteur, la sanction correspond clairement à un comportement non coopératif non seulement des créanciers actuels, mais également des potentiels créanciers futurs (i.e. absence de nouveaux financements). En face, aucune pénalité n'est prévue en cas de comportements non coopératifs des créanciers, puisque le système est purement basé sur leur bonne volonté. Une telle dissymétrie conduit à un partage inéquitable du fardeau de la dette puisque le débiteur est en position de faiblesse. Troisièmement, au niveau des termes de la restructuration, s'il est seulement demandé aux créanciers d'envisager, parfois, un abandon de certaines créances, ils est clairement exigé du débiteur qu'il mette en place des politiques d'ajustement pour revenir à un niveau d'endettement soutenable. La définition d'une dette soutenable est ici clairement en cause, ou plutôt son absence de définition consensuelle. Si le Code mentionne effectivement la nécessité pour les créanciers de parvenir à un accord rendant la dette de nouveau soutenable, ce qui révèle le besoin de préserver la croissance du pays

1 • Pour un taux escompté de 18 à 20%, les créanciers ont effectivement reçu 47% en moyenne (Levasseur et Rifflart, 2003).

2 • Malgré un nombre relativement élevé de titres en jeu (66, dont 46 étaient des créances domestiques) et 6 juridictions impliquées, l'offre demeurait relativement simple.

débiteur, le Code ne précise en rien la nature des coûts jugés « acceptables » pour le débiteur. Le rapport Rey, pourtant rédigé sept ans plus tôt, était plus explicite dans sa volonté d'éviter au débiteur « des coûts sociaux, politiques et économiques excessifs » (G10, 1996, p.2). Selon le Code, le programme que le pays est susceptible de devoir mettre en œuvre avec l'appui du FMI a seulement deux objectifs. Le premier relève de l'importance de l'information, notamment sur la situation macroéconomique, les besoins de financement ou encore sur la structure optimale de la dette, laquelle n'est pas contraignante. Le deuxième doit « garantir que la politique économique du débiteur souverain est compatible avec le retour à la soutenabilité de la dette » (Couillault et Weber, 2003, p.8). Les coûts sociaux et politiques, dans des pays déjà relativement pauvres et souvent politiquement instables, ne sont pas questionnés. En omettant de définir ce qu'est une dette soutenable, le Code permet de réitérer les politiques d'ajustement des années 1990, qui non seulement n'ont pas permis d'améliorer la situation financière et économique des pays récipiendaires, mais qui ont en plus aggravé leurs tensions sociales et politiques.

Au final, le taux de recouvrement garanti par les offres d'échange de l'Equateur en 1999¹, ou de l'Uruguay en 2003 sous le régime partiel des CAC, corrobore la vision selon laquelle la décentralisation ainsi officialisée renforce l'iniquité du partage du fardeau de la dette. En effet, « comme les anticipations des créanciers privés quant aux valeurs de recouvrement augmentent à la lumière de l'expérience, il deviendra plus difficile de leur tendre les mêmes carottes (par exemple les gains considérables que l'échange doit engendrer en offrant aux créanciers des valeurs plus élevées que celles indiquées par le prix de ces obligations en vigueur sur le marché) » (Lipworth et Nystedt, 2001, p.16). En outre, le refus d'une offre jugée insatisfaisante par les créanciers bloque le processus, de sorte que les interventions du FMI et ses renflouements ont encore de beaux jours devant eux. Car de toute évidence, la réussite d'une restructuration est jugée selon le taux d'acceptation des créanciers (Levasseur et Riffart, 2003). Il n'y a pour l'instant jamais eu de véritable restructuration sous l'égide des CAC, de sorte que les seules expériences analysables sont de simples offres d'échange d'une dette dont les flux de paiements n'ont pas été coupés et qui concernait une structure relativement simple (Gelpern et Gulati, 2008). La clause d'agrégation conçue par l'Uruguay en 2003 a certes permis de regrouper en une seule classe plusieurs titres de créances. Pour autant, non seulement la partie de cette dette n'impliquait pas de structure compliquée², mais en plus la clause n'a pas véritablement été testée. Il ne s'agissait en effet que d'un échange, et non d'une restructuration *stricto sensu* puisque le gouvernement n'avait pas d'arriéré de paiement. De plus, le FMI a ardemment

-
- 1 • La crise argentine s'est en effet propagée en Uruguay. Stereni (2003) parle d'un soudain changement d'humeur des marchés, et Hausmann et al. (2005) précisent que l'impact aurait tout de même été sévère dans les meilleures circonstances en raison de l'étroitesse commerciale du pays avec l'Argentine.
 - 2 • L'économie était jusque-là quasiment dollarisée, 80% des dépôts étant libellés en dollars.
 - 3 • L'Equateur était, à ce titre, le pays latino-américain consacrant la plus grande partie de son budget au service de la dette extérieure.

poussé les marchés à accepter l'offre d'échange, laquelle n'induisait qu'une décote de 1% (Marx et al., 2006), malgré le fait que la crise la plus sévère de l'histoire récente du pays avait été déclenchée par une crise de confiance¹ (Steneri, 2003 ; Hausmann et al., 2005). De fait, le recouvrement partiel de l'économie à partir de 2004/2005 n'est pas tant dû aux conditions de l'offre d'échange qu'à la dévaluation du peso uruguayen, au taux de remonétisation élevé² et au re-décollage de l'Argentine, son principal partenaire commercial. Par ailleurs, le solde du compte courant est resté négatif (Banque Mondiale, 2009), l'écart de production a mis du temps à se réduire, la chute du PIB entre 2003 et 2005 ayant été de 18%, et les capitaux ne sont revenus qu'en 2005 (FMI, 2006). Quant à l'offre équatorienne, nous avons vu dans le premier chapitre de ce travail que la restructuration de 1999, qui a mené le gouvernement à la répudiation, avait été saluée par nombre d'auteurs en raison d'un taux d'acceptation de l'offre de 98%. Néanmoins, pour parvenir à un tel taux, le gouvernement s'est tellement lié les mains que toute marge de manœuvre nécessaire au recouvrement de l'activité économique a été éliminée. Dans le cas équatorien, le rééchelonnement n'était pas viable car le pays était insolvable. Lorsque le gouvernement a tenté d'obtenir une réduction de dette grâce à un échange en faveur d'obligations à long terme (20 ans), les porteurs ont refusé et ont voté pour une accélération du remboursement. Après plusieurs tentatives infructueuses, les porteurs ont finalement accepté une décote de 40% de créances qui s'échangeaient sur le marché secondaire avec une dépréciation de 60% : « par conséquent, sur la base de la valeur marchande, les créanciers ont réalisé un gain » (CNUCED, 2001, p.10). Au début de l'année 2006, soit six ans après la restructuration, le taux de croissance du PIB était à peine de 2%, 80% de la population vivait en dessous du seuil de pauvreté, le taux de chômage atteignait 11%, le sous-emploi, 44%, les salaires étaient encore gelés et l'Etat continuait de consacrer 35% de son budget au paiement de la dette extérieure³. En d'autres termes, le pays était toujours considéré en situation de crise. L'exemple du Pakistan est également cité comme un exemple à succès du *statu quo*. Or, ce dernier a restructuré sa dette en 1999 sans invoquer les CAC incluses dans ses titres, préférant la simplicité d'une offre d'échange. *In fine*, les créanciers ont subi une perte en termes nominaux, mais ont réalisé une plus-value en termes marchands (i.e. réels). Le Pakistan, de son côté, s'est retrouvé avec un niveau de dette équivalent à celui d'avant la restructuration, lequel devait par la suite augmenter jusqu'à échéance des nouvelles obligations, en 2005. Quant à l'Ukraine, le troisième exemple modèle, sa renégociation de dette en 2000 n'a entraîné aucune réduction dans la mesure où le prix d'échange était supérieur à la valeur des créances en circulation (CNUCED, 2001).

1 • Le marché primaire est également sujet à une forte spéculation. Néanmoins, celle-ci se révèle dans ses plus hautes sphères sur le marché secondaire, c'est pourquoi nous axons sur ce dernier.

Au final, comme le rappelle Herman (2008), l'efficacité d'un mécanisme de restructuration tient à la définition des difficultés qu'il est censé résoudre. Ainsi, si le problème est strictement lié au taux de participation des créanciers, alors la décentralisation peut être fructueuse si elle engage un recouvrement généreux. S'il s'agit par contre de permettre également au gouvernement débiteur de restaurer sa situation financière selon une trajectoire économiquement, socialement et politiquement viable, alors la décentralisation peut s'avérer contreproductive. Une restructuration doit pouvoir réduire les coûts de la crise pour les deux parties au contrat, ce qui implique de modifier les deux types de comportements. Or, la décentralisation ne s'attaque réellement qu'au comportement du souverain puisqu'elle se base sur l'hypothèse d'efficacité des marchés. De fait, le fonctionnement de ces derniers n'est pas modifié, ce qui, conjugué au conflit d'intérêts *ex post*, conduit à un renforcement de l'aléa moral *ex ante*. Dans ces circonstances, l'un des objectifs des CAC et du *statu quo*, notamment relayé par le Code de bonne conduite, qui était de prévenir la crise de la dette souveraine, n'est pas rempli.

2.2 • Le renforcement de l'aléa moral du côté des créanciers : L'échec de la prévention

L'erreur d'analyse du fonctionnement des marchés a autorisé l'aléa moral à perdurer. Par conséquent, l'excès de prises de risques n'est pas sanctionné (2.2.1), et le phénomène de panique consécutif n'est pas contrecarré (2.2.2).

2.2.1 • Une prise de risques excessifs non sanctionnée

En occultant le fonctionnement du marché secondaire¹ de la dette souveraine (i.e. la spéculation qui y sévit) et en confiant le processus de restructuration aux mains des créanciers, les mécanismes de gestion décentralisée ne s'attaquent pas au problème d'action collective propre au fonctionnement des marchés financiers. En l'essence, l'absence de vérification de l'information par les intervenants sur les marchés émergents et la formation consécutive de comportements moutonniers (Calvo, 1998) n'est pas régulée. Dans ces conditions, l'approche contractuelle maintient en fait le *statu quo* quant au fonctionnement des marchés. Si le débat entre l'approche statutaire et l'approche contractuelle symbolisait en fait une nouvelle confrontation entre la régulation et la liberté des marchés, alors le choix

1 • Le paradoxe de la crédibilité s'applique en réalité à la politique monétaire de la Banque Centrale. Selon les termes de la Banque de France, « les pays industrialisés ont connu au cours des quinze dernières années des crises bancaires et des épisodes spéculatifs sur les marchés immobiliers et boursiers, alors même que l'engagement de plus en plus crédible des banques centrales en faveur de la stabilité des prix s'est traduit au cours de la même période par une maîtrise croissante de l'inflation. Forts de ce constat, certains économistes ont avancé récemment l'hypothèse selon laquelle la crédibilité de la politique monétaire serait « une épée à double tranchant » : par différents mécanismes et parce que l'environnement économique se serait radicalement modifié, une politique monétaire crédible de lutte contre l'inflation pourrait contribuer à une dynamique de fragilisation financière de l'économie. La banque centrale serait alors confrontée à un « paradoxe de la crédibilité » (Mésonnier, 2004, p.1). Nous adaptons ce paradoxe à l'ensemble de la politique économique, c'est-à-dire monétaire et budgétaire.

de la décentralisation marque une nouvelle victoire des marchés. Un tel couronnement, malgré les critiques liées à la volatilité des flux de capitaux, soulignées par Krueger (2002), entérine et renforce l'aléa moral du côté des marchés, et donc des créanciers.

La décentralisation a pour principal objet de mieux coordonner l'action collective des créanciers *ex post*, c'est-à-dire, en cas de défaut avéré. En amont, le Code ne fait qu'encourager un dialogue étroit et régulier. Or, la partie réservée aux créanciers, à savoir celle de se tenir informés de l'état des fondamentaux du débiteur, n'est pas astreignante, ce qui signifie que le Code a occulté le fonctionnement du marché secondaire. Le simple encouragement à un tel dialogue ne peut qu'être basé sur l'hypothèse d'efficacité d'un marché qui ne fait qu'agrèger une somme d'agents représentatifs ne formant que des anticipations rationnelles. Aussi, l'omission de la nature spéculative de ce marché et, de fait, l'autoréférentialité à l'œuvre, ne remet pas en cause le poids supérieur de la convention sur l'information disponible. La promotion d'une meilleure disponibilité de l'information part donc du principe que celle-ci sera utilisée à bon escient, ce qui n'est pas nécessairement le cas si les marchés demeurent autorégulés. D'autant que si les pays émergents sont connus pour l'opacité et la partielle véracité de leurs informations, il faut tout de même reconnaître que ce sont là deux phénomènes propres à tous les gouvernements (Giraud, 2010 ; Reinhart et Rogoff, 2010). D'une part, toute information n'est pas directement intégrée par les marchés. D'un côté, Shiller (2000) a montré qu'un marché spéculatif intègre les nouvelles informations soit lentement, soit brutalement, de sorte que le discours informatif à l'attention des marchés relève plus de l'art que de la science. D'un autre côté, certaines études expérimentales, poursuivant les travaux de De Bondt et Thaler (1994) sur l'explication des sur-réactions des marchés, ont démontré que l'intervenant est plus sensible à l'information privée, qu'il acquiert par ses propres moyens, qu'à l'information publique qui lui est transmise (Hirshleifer et al., 1994). L'opérateur, sujet à un excès de confiance, serait donc plus sensible aux informations qu'il pense ignorées par les autres intervenants, d'où la révélation de délits d'initiés lors de la plupart des crises (Galbraith, 1992). De fait, il n'est pas certain qu'une meilleure transparence et une plus grande réactivité de l'information soient à même de prévenir le phénomène de panique et l'occurrence de crises. D'autre part, la conduite de politiques économiques « saines », c'est-à-dire libérales et austères, ne garantit pas au débiteur une plus grande stabilité financière. En effet, l'existence d'un potentiel « paradoxe de la tranquillité » (Minsky, 1986) doit être aujourd'hui reliée à celle d'un éventuel « paradoxe de la crédibilité »¹. Une politique économique crédible aux yeux des marchés (i.e. de rigueur) peut, en elle-même, générer la spéculation. De fait, une

telle gouvernance et une telle transparence ne conduisent pas nécessairement à une plus grande stabilité des flux de capitaux. Le Code oublie encore une fois la nature intrinsèquement spéculative du marché secondaire, laquelle implique qu'une trop grande confiance des investisseurs incite à la prise de risque et conduit, de fait, à une plus grande instabilité. Or, cette propension au risque ne peut être régulée que de l'extérieur.

Par ailleurs, en théorie, le FMI ne doit pas intervenir avant tout engagement des parties dans un processus de négociation. En théorie également, les différentes classes de créanciers doivent se réunir autour d'un comité représentatif, dont le mandataire étudie les réclamations en attendant l'offre de restructuration de l'Etat. Ainsi, l'Etat propose, et les créanciers disposent. En pratique, ce fait est anticipé par les créanciers. En pratique également, le FMI continue d'intervenir pour éviter le défaut, comme il l'a fait récemment dans les économies précaires de la zone euro, conjointement avec la BCE. La conjugaison de ces deux principes conforte les marchés et leur donne d'autant plus confiance en l'avenir. Le paradoxe de la tranquillité, qui ne s'applique cette fois qu'aux créanciers dans la mesure où le souverain est amené à supporter la majeure partie du fardeau de la crise, peut jouer à plein. L'intervention anticipée du Fonds, mêlée à une position manifestement supérieure dans les négociations, renforce effectivement l'aléa moral déjà présent intrinsèquement. Le fait de mettre les créanciers en position de force, pendant et à l'issue de la procédure, met également les marchés en position de force *ex ante*. En effet, en aval, le déséquilibre des pouvoirs de négociation n'assure pas la soutenabilité de la dette *ex post*, compte tenu de la tendance des débiteurs à faire des offres induisant une faible décote pour éviter d'essuyer un refus. Les créanciers peuvent alors, en amont, être rassurés dans leur prise de risque puisque, en cas de défaillance du débiteur, il est désormais acquis que le processus de restructuration est en leur faveur, de sorte que leur degré d'implication dans la résolution de la crise est laissée à leur discrétion. Dès lors que le fonctionnement dérégulé des marchés est ainsi conforté, la puissance de la convention, telle que définie par Keynes (1936), est renforcée. Aussi, ces revirements soudains, qui peuvent mener au défaut de paiements (Calvo et Mendoza, 1997) ne sont pas enrayés, de sorte que les crises ne sont toujours pas prévenues.

1 • Ces investisseurs institutionnels observés et suivis peuvent être symboliques de « l'opinion représentative », dont parle Keynes (1936, p. 213) quant à l'évaluation du niveau des taux d'intérêt.

2.2.2 • Une décentralisation consécutivement incapable d'enrayer le phénomène de panique

Si l'autoréférentialité, qui permet à la hausse du cours de s'avérer autosuffisante, n'est pas enrayerée, alors le phénomène de panique consécutif n'est pas non plus éliminé. Or, c'est lui qui, *via* l'arrêt brutal des entrées de capitaux (*sudden stop*), déclenche le défaut de paiements (Calvo et Mendoza, 1997).

En outre, l'autoréférentialité qui intronise la convention et nourrit la hausse de manière autonome est à l'œuvre jusqu'à ce que les prix deviennent exagérément déconnectés de la réalité des fondamentaux. A partir de ce seuil, la suspicion gagne la foule, jusqu'à atteindre elle-même le degré de convention. Malgré la pression exercée par la psychologie de masse, l'achat d'un titre valorisé relève du choix, dans l'espoir, en outre, de tirer profit d'une revente lorsque le cours aura davantage augmenté. La revente en cas de retournement, en revanche, tient plus à la nécessité qu'au choix. Le rebond ne peut être anticipé avec exactitude, même si chaque opérateur sait qu'il va avoir lieu. Avant la phase de rebond, lorsque le doute commence à gagner la foule, l'incertitude est à son apogée. A ce stade de latence, généralement brève, le marché prend conscience de l'apogée de la bulle, de sorte que la convention a disparu et que le marché est désormais livré à lui-même. C'est généralement dans ces circonstances que toute nouvelle information susceptible de faire émerger un nouveau point d'ancrage est attentivement scrutée. Compte tenu de cette tension, toute information est intégrée rapidement et brutalement, donnant alors lieu au fameux rebond (i.e. l'effet d'annonce). Celui-ci se produit soit quand les premiers grands investisseurs commencent à se retirer du marché, ces derniers étant majoritairement représentés par des investisseurs institutionnels respectés, et donc étroitement observés par les autres intervenants¹, soit quand une information de mauvaise augure vient renforcer le scepticisme général. Ce fut le cas par exemple de certaines annonces du FMI, qui ont notamment contribué au déclenchement de la crise asiatique (Stiglitz, 2002), ou de l'annonce tardive d'un gouvernement sur l'état de ses réserves, comme le Mexique en 1994, ou encore de la rétrogradation tardive d'une économie par une grande agence de notation (Miotti et al., 2010). Orléan (1999) considère que le degré extrême atteint par l'incertitude empêche l'émergence d'une saillance susceptible de coordonner les acteurs, ce qui conduit à un mimétisme passif de la part des agents. Cette absence de saillance débouche sur des positions vendeuses massives, faute d'une référence quant à l'existence d'un cours plancher, en dessous duquel il est illégitime et impertinent de descendre. Nous pensons quant à nous que la position

vendeuse, après les premières liquidations, représente au contraire la saillance qui émerge en tant que convention. Cette saillance est si forte, et tellement dépourvue d'ambiguïté, qu'elle explique l'absence de positions acheteuses pour contrecarrer ce mouvement. Or, une fois franchi un certain seuil de baisse du cours, le détenteur n'a pas réellement d'autre choix que de vendre, s'il croit que le marché pense que la tendance à la baisse va se poursuivre. Le créancier peut très bien persévérer dans sa confiance dans l'économie débitrice, et considérer que le marché a tort ; cela ne change pas la croyance générale en l'effondrement de la valeur de l'obligation. Les premiers qui liquident leur position ont gagné, les suivants seront lésés, et les derniers seront ruinés. Par conséquent, s'il attend trop longtemps pour liquider sa position, il prend le risque de revendre ses obligations avec une forte décote. Et s'il ne vend pas, il risque fort de se retrouver avec un titre en défaut, dont l'issue demeure incertaine. Il n'a donc aucune marge de manœuvre.

Les tentatives d'encadrement de la restructuration *a minima* par l'approche contractuelle ne peuvent pas prévenir un tel phénomène. Définir un seuil de majorité de vote, voire agréger différentes classes de créances dans la mesure du possible, ne préserve en rien la survenance de ces mouvements. D'une part parce que ces mouvements ne proviennent pas tant de l'incertitude quant à la procédure de restructuration à suivre en cas de défaut, que de l'incertitude inhérente à tout placement spéculatif. D'autre part, parce que la partie de la course à la liquidité générée par l'anticipation d'un problème d'action collective au moment des négociations n'est pas non plus résolue, ni par le *statu quo* et ses offres d'échange, ni par les CAC. Nous avons en effet montré dans la première section que la coordination des créanciers durant la procédure n'est pas assurée, en raison, notamment, du risque de dilution de la dette en l'absence de rangs de séniorité. De fait, l'incertitude sur la suite des événements demeure, et cette incertitude est anticipée par les parties prenantes.

Conclusion de section

Cette dernière section a démontré la partialité des CAC tant en termes de prévention que de résolution de la crise. Sont en cause les hypothèses sous-jacentes explicitées dans le chapitre précédent. Aussi, après avoir appréhendé le fonctionnement des marchés financiers sous l'angle de l'interaction de différentes rationalités, nous démontrons que l'approche contractuelle place les créanciers dans un conflit d'intérêts, ce qui renforce l'aléa moral intrinsèque aux marchés libres. En effet, si les créanciers sont coresponsables du déclenchement de la crise mais maîtrisent tout de même les négociations alors qu'ils sont amenés à être les premiers bénéficiaires de leur issue, alors ils connaissent un conflit d'intérêt *ex post*. Dans ces conditions, dans la mesure où l'aléa moral est en réalité endogène aux marchés dérégulés, alors ce dernier est renforcé *ex ante*.

Conclusion de chapitre

Ce chapitre démontre l'inefficacité de l'approche contractuelle en confrontant ses dispositions à la réalité des faits. Ces dispositions concernent aussi bien les modalités d'application pratique que les hypothèses sous-jacentes. De fait, la première section révèle le caractère partiel de la méthode décentralisée, notamment en remettant en cause le concept de viabilité de la dette utilisé, lequel doit prendre en compte la dette publique totale, et non plus seulement la dette publique extérieure due aux créanciers privés. La deuxième section montre ensuite le caractère partiel de la décentralisation en réfutant les hypothèses orthodoxes sur lesquelles elle repose. En outre, en mettant en lumière l'irréalisme du concept d'efficience, les théories de la finance comportementale peuvent alors proposer une analyse du fonctionnement des marchés plus en adéquation avec la réalité des faits. L'hypothèse privilégiée est alors celle de l'instabilité endogène des marchés, auparavant relevée par Keynes (1936) et Minsky (1986). Le fonctionnement ainsi appréhendé permet de comprendre que c'est le choix de la dérégulation qui renforce l'aléa moral *ex ante*, et qui place les créanciers au sein d'un conflit d'intérêts préjudiciable à l'efficacité de la procédure. En effet, dans ces conditions, le fardeau ne peut être équitablement réparti.

L'analyse comportementale du fonctionnement des marchés accrédite, de fait, le besoin de régulation en amont, et de l'approche statutaire en aval. Il sera alors question, dans le chapitre qui suit, de donner des pistes de réflexion sur le nécessaire renforcement du pouvoir du débiteur afin de rééquilibrer le processus de négociation.

CHAPITRE 4 :

Prévention et résolution des crises de la dette souveraine : Entre concertation internationale et actions unilatérales

La complexité des déterminants d'une crise de la dette souveraine est telle qu'il est impossible de faire pertinemment émerger une seule solution pour tous les types de crise. Pour autant, ce dernier chapitre a pour vocation de synthétiser ce qui nous semble constituer les principaux aspects de la prévention et de la résolution d'une crise de la dette souveraine. La synthèse représente la suite logique des chapitres précédents, puisqu'elle est construite d'après les failles considérées communes à la plupart des crises et selon les principaux écueils de la décentralisation. Chacune des pistes est extraite des propositions de régulation existantes, lesquelles sont soit actualisées, soit renforcées dans leur assise.

La première section fait écho au premier chapitre, et établit ainsi un cadre préventif. Il apparaît alors fondamental de renforcer l'autonomie de l'Amérique Latine par rapport aux économies occidentales et aux marchés financiers. Cette section est structurée autour de deux parties. La première s'attache à la sphère commerciale, tandis que la seconde a trait au versant financier.

La deuxième section aborde quant à elle l'aspect résolutif. En réponse aux écueils relevés dans les trois premiers chapitres, elle privilégie l'approche statutaire. Celle-ci semble en effet constituer une condition *sine qua non* de l'efficacité de la procédure, dans la mesure où elle paraît la mieux à même d'assurer un partage équitable du fardeau de la dette entre les parties prenantes. Dans cette optique, elle plaide en faveur d'un rééquilibrage des pouvoirs de négociation, *via* le renforcement de la protection du débiteur.

Si le versant préventif s'adresse dans une certaine mesure aux spécificités des débiteurs d'Amérique Latine, le versant résolutif revêt un caractère plus général. Il englobe en effet les caractéristiques propres à une crise de la dette souveraine, et dépasse donc le cadre de l'Amérique Latine.

1 • Les PAS avaient en effet anticipé une croissance auto-entretenu par la simple libéralisation des économies récipiendaires. Nous insistons donc sur la nécessité de réhabiliter le rôle des pouvoirs publics afin que les économies puissent maîtriser leur insertion dans les circuits internationaux.

Section 1 : Prévenir les crises : Vers une plus grande autonomisation de l'Amérique Latine

Comme l'ont récemment rappelé Bandiera et al. (2011), les déterminants de la dette sont à la fois financiers et commerciaux. En raison de la diversité des régimes de croissance et de répartition en Amérique Latine, nous n'abordons pas explicitement la question des politiques intérieures mais seulement l'enjeu d'un recentrage des politiques extérieures, y compris intra-régionales. Telle que nous l'envisageons, la prévention vise effectivement à réduire la dépendance et la vulnérabilité de la région vis-à-vis de l'extérieur en renforçant la coopération régionale. Le postulat de départ est que les instabilités commerciales et financières, à l'origine des crises, font suite, non pas seulement aux mouvements d'ouverture en eux-mêmes, mais aussi et surtout aux modalités d'ouverture de ces deux pans de l'économie (Combes et al., 2000). Ainsi, la section est structurée autour des deux écueils qui font défaut au développement de la zone. Au niveau commercial d'une part, le processus de régionalisation, notamment centré sur le MERCOSUR, est à approfondir afin de pouvoir bénéficier de la concurrence internationale sans la subir (1). Au niveau financier d'autre part, les pays latino-américains doivent poursuivre dans la voie d'une modification de la structure de leur financement afin de rendre les sources de croissance plus stables. A ce titre, des contrôles ponctuels sur les mouvements de capitaux doivent pouvoir être légitimement envisagés, après une réhabilitation de la réglementation du secteur financier (2).

1 • La poursuite du processus de régionalisation commerciale axé sur la coopération régionale

Il s'agit ici de proposer des pistes de réflexion en faveur d'un mode de développement alternatif à celui proposé par les PAS¹. L'un des écueils majeurs de la politique commerciale imposée aux économies latino-américaines a été la concentration des exportations sur un nombre très réduit de secteurs à destination des pays développés. C'est pourquoi nous plaidons ici davantage en faveur d'un renforcement du processus de régionalisation avant de diversifier, sinon les exportations elles-mêmes, au moins les partenaires commerciaux. Par une meilleure coopération régionale, nous entendons donc aussi bien un renforcement de la solidarité entre pays latino-américains (1.1) qu'un renforcement de la coopération entre pays du Sud (1.2).

1.1 • La justification des bienfaits de la diversification commerciale

Nous partons du postulat que la croissance économique constitue l'indicateur le plus pertinent de la capacité des Etats à rembourser leurs dettes. En effet, d'une part, seule la croissance permet de générer les ressources nécessaires au remboursement de la dette, et d'autre part, les deux indicateurs couramment utilisés pour définir la viabilité de la dette reposent sur le PIB et les exportations. Or, la croissance de la plupart des pays latino-américains est essentiellement basée sur les exportations. Après révision des effets contreproductifs d'une trop forte spécialisation commerciale (1.1.1), nous abordons la nécessaire redéfinition de la stratégie commerciale (1.1.2).

1.1.1 • Spécialisation commerciale et instabilité de la croissance

La plupart des crises de la dette ont été précédées d'une dégradation des cours mondiaux des matières premières dont dépendaient les économies d'Amérique Latine pour assurer le paiement des intérêts. La dégradation consécutive des termes de l'échange touche en réalité toutes les économies à revenu faible ou intermédiaire qui dépendent d'un faible nombre, voire d'un seul produit exportable. Les faibles taux de croissance enregistrés sur le continent africain émanent, par exemple, en grande partie, selon Guillaumont et al. (1999), de l'incapacité des politiques économiques à juguler la dégradation des termes de l'échange. Sans nier les effets positifs de l'ouverture commerciale sur la croissance, nous partons cependant du principe qu'une ouverture non contrôlée aboutit régulièrement à une croissance instable. Il y a déjà plus de quarante ans, Massel (1970) notait pertinemment que dans la mesure où l'offre et la demande de matières premières sont notoirement instables, les revenus issus de ce secteur s'avèrent consécutivement volatiles. En outre, ce n'est pas l'ouverture commerciale en elle-même qui est en cause, mais bien la politique d'ouverture, c'est-à-dire les modalités avec lesquelles elle s'effectue et les axiomes sur lesquels elle repose. Ainsi, une économie non développée, centrée sur l'exploitation de ses matières premières, et qui s'ouvre brutalement à la concurrence internationale sans préalablement bénéficier d'entreprises compétitives, est quasiment sûre de subir *ex post* une forte volatilité de sa croissance, si

croissance il y a. Or, les modalités d'ouverture extérieure, tant à l'échelle commerciale que financière, ont toujours reposé sur la thérapie de choc. La volatilité est alors mesurée par l'écart du taux de croissance *post* ouverture par rapport à sa valeur tendancielle. Cette instabilité induit un taux de croissance à moyen terme plus faible que celui généré par une croissance stable (Ramey et Ramey, 1995, *in* Combes et al., 2000). Pourtant, *a priori*, même si le taux de croissance annuel moyen était supérieur à celui précédant la libéralisation, la courte mémoire des marchés impliquerait tout de même une plus forte attention sur la volatilité à court terme plutôt que sur la valeur tendancielle du PIB. D'autre part, une trop forte spécialisation, telle que celle préconisée depuis toujours par les IFI, expose l'économie au syndrome hollandais dans la mesure où la forte croissance du secteur privilégié entraîne une régression des secteurs d'exportation qui n'ont pas bénéficié du *boom*. Le taux d'ouverture commerciale est représenté par la somme des recettes d'exportations et des dépenses d'importation annuelles de biens et de services, rapportée au PIB. Après libéralisation, ce ratio augmente et signifie alors que la croissance du PIB dépend davantage du commerce extérieur. Suite à l'ouverture, l'amélioration à court terme des termes de l'échange, résultant du syndrome hollandais, induit une appréciation du taux de change réel, laquelle nuit consécutivement à la compétitivité des entreprises exportatrices.

Au final, les effets d'une libéralisation commerciale sans mise en place d'une stratégie préalable sont ambigus et peu maîtrisables, là où l'aspect préventif doit précisément reposer sur une plus grande maîtrise des sources de croissance. Or, l'évolution du taux de croissance en dents-de-scie favorise les mouvements de défiance des marchés. En effet, l'instabilité de la croissance contribue à l'instabilité des sources de remboursement, tandis que les variations du PIB et du volume des exportations influent fortement sur la notation du souverain et sur la confiance accordée par les opérateurs. Par conséquent, plus la croissance est instable, plus l'étau se resserre sur les marges de manœuvre des politiques publiques au vu de la procyclicité accrue des mouvements de capitaux (Stiglitz, 2002 ; 2006). De fait, l'amélioration de la stabilité de la croissance peut au contraire provenir d'une plus grande diversification des exportations, le but étant de rendre ces économies moins fragiles en cas de retournement conjoncturel, et ainsi d'ancrer davantage les anticipations des marchés *via* une réduction de l'incertitude.

1.1.2 • La nécessité d'une stratégie commerciale préalable

Une plus grande diversification des exportations, laquelle passe également par une diversification des partenaires commerciaux, permet non seulement de stabiliser le taux de croissance, en réduisant l'exposition à la volatilité des termes de l'échange (Massel, 1970 ; Goldstein et Turner, 1996), mais peut également l'accélérer (Agosin, 2005 ; Hammouda et al., 2006). Cette accélération peut, simultanément ou successivement, emprunter deux canaux. D'une part, si la diversification prend la forme d'un facteur de production, elle peut permettre l'accroissement de la productivité des autres facteurs par effet d'entraînement, pour au final amplifier la productivité totale des facteurs de production, laquelle est souvent source de croissance dans les économies à revenu intermédiaire. De la même manière, Agosin (2005) précise que dans la mesure où les producteurs n'ont pas nécessairement conscience de l'avantage comparatif de leur économie, l'introduction d'un nouveau produit d'exportation peut permettre la révélation « de la structure sous-jacente des coûts de l'économie » (p.5). En outre, la faiblesse des droits de propriété dans de nombreux pays autorise justement la distribution des fruits de l'innovation. Vettas (2000, *in* Agosin, 2005) démontre par ailleurs que la production d'un nouveau bien est susceptible de créer une demande extérieure pour ce produit. Par nature, cette innovation, par le canal de la demande, ne peut être brevetée, ce qui rend l'économie d'emblée compétitive, une fois les consommateurs extérieurs conscients de l'existence de ce nouveau produit et de ces caractéristiques. D'autre part, la diversification permet, tout comme la diversification des investissements financiers, de répartir les risques au sein d'un portefeuille élargi de produits, ce qui a en plus le mérite d'étendre les sources de revenus.

Par conséquent, les politiques sectorielles jouent également un rôle important dans la réussite de l'ouverture commerciale. En ce sens, la stratégie de substitution des importations, même si elle contredit la doctrine néo-libérale, est efficace si elle est précédée d'une stratégie définissant les secteurs à protéger. Bien appliquée, elle permet, préalablement à l'ouverture, une diversification de l'économie du pays, une montée en gamme de la production nationale, et un renforcement de la productivité des facteurs lié à l'acquisition de nouveaux savoirs et de nouvelles technologies. Une bonne application nécessite cependant une intervention des pouvoirs publics, inscrite dans le cadre d'une bonne gouvernance économique (Sachs et Williamson, 1985 ; Agosin, 2005). Celle-ci suscite en effet une protection efficace des entreprises

naissantes, notamment en termes de subventions et de création de grappes industrielles, un développement du marché intérieur, résultant d'une répartition relativement équitable des richesses, ainsi qu'un accès aux capitaux et aux débouchés extérieurs. La dépendance extérieure accrue des économies latino-américaines, y compris lors de l'instauration de la stratégie d'ISI, n'a pas permis de consolider les bases nécessaires au succès d'une telle politique, pas plus qu'elle n'a permis une transition réfléchie et stratégique vers la libéralisation commerciale. Loin de devoir pour autant être abandonnée, la stratégie devrait plutôt être révisée, par exemple en conjuguant les financements domestiques et internationaux. Cela peut, en outre, être rendu possible par l'élargissement des marchés internes et les nouvelles politiques régionales en matière de financement du développement, à l'instar de la Banque du Sud (voir infra).

Sur ces points, la différence entre les expériences des économies asiatiques et latino-américaines est frappante. Milton Friedman a prématurément conjecturé que la performance des économies asiatiques, après l'éclatement de la crise de la dette de 1982, « a d'abord reposé sur l'entreprise privée et le laissez-faire » tandis que l'échec des pays en défaut a d'abord reposé sur l'intervention de l'Etat (Friedman, 1983, *in* Sachs, 1985, p.24). Cependant, la réalité est bien différente. A l'exception d'Hong Kong, l'expérience asiatique s'est en fait plutôt basée sur un « activisme politique éclairé des gouvernements nationaux » (Sachs, 1985, p.24). En Asie, la réussite de la stratégie de promotion des exportations et de la politique industrielle est largement due à l'intervention des autorités. Celles-ci ont fondé la croissance, non pas sur les avantages comparatifs de ces économies, mais sur la dynamique de ces avantages (i.e. l'évolution au fur et à mesure du perfectionnement). En d'autres termes, les pays asiatiques ont échappé à la tutelle extérieure qu'ont subi les pays latino-américains, et ont donc pu choisir leur chemin de croissance selon leurs spécificités. Le but est donc de garder à vue le fait que l'ouverture extérieure n'est pas une fin en soi, mais un moyen de générer de la croissance.

Cet objectif impliquait nécessairement d'observer et de jouer du dynamisme de ces spécificités au fur et à mesure de leur acquisition. Les prémices de ce qui allait devenir le consensus de Washington, puis l'application de ce consensus dans le cadre des politiques d'ajustement, n'ont pas permis un tel développement des économies latino-américaines. Contrairement au pragmatisme justifié par l'existence de spécificités nationales dans un contexte de mondialisation avec une profonde interaction des économies impliquées, le consensus préconisait en effet une rigueur et une rigidité de la politique économique, lesquelles étaient incompatibles avec le contexte en présence (Hammouda et al., 2006). La faible marge de manœuvre des Etats latino-américains dans le cadre d'une telle tutelle empêchait donc toute création d'une stratégie

domestique préalable au mouvement d'ouverture, capable à la fois de sécuriser l'économie *ex ante* et de prévenir ou de gérer la survenance des chocs potentiels *ex post*. Comme le rappellent justement Hammouda et al. (2006), il est vain d'établir de l'extérieur, arbitrairement et pour tout un chacun, un calendrier exhaustif de mesures à appliquer rigoureusement. En temps de crise surtout, l'application totale de ces préceptes est impossible pour l'Etat. Le proverbe touareg selon lequel « ce que l'on fait pour les autres sans les autres, c'est contre les autres », a en définitive toujours été pertinent dans le cas des économies périphériques.

Ainsi, la diversification permet précisément d'adapter la politique économique à l'occurrence de chocs adverses puisqu'elle lui crée une marge de manœuvre sécurisante. Dans les faits, la diversification doit alors affecter non seulement les exportations elles-mêmes, mais également les partenaires commerciaux. A ce titre, l'existence du MERCOSUR, qui représente le processus de régionalisation le plus poussé en Amérique Latine, peut rendre ces deux types de diversification possibles, à condition bien sûr d'un accompagnement politique sincère, lequel émerge souvent en temps de crise.

1.2 • Une voie possible : L'approfondissement du MERCOSUR et de la coopération Sud-Sud

A la fin des années 1950, la CEPAL préconise déjà la création de marchés communs régionaux dans le but d'émanciper les économies dominées de l'influence états-unienne. Les Nations Unies affirment alors que le besoin d'industrialisation et, au-delà, celui du développement du sous-continent, doit trouver sa réponse dans l'élaboration d'un marché commun (Holly, 1986). Mouhoud (1995, p.13) considère que même si « la globalisation fondée sur une logique d'échange de blocs de compétences (division cognitive du travail) requiert une similarité dans les niveaux scientifiques et techniques entre pays », les possibilités de rattrapage des pays en développement passe par une intégration dans une zone régionale développée. Or, la régionalisation est définie « toutes choses demeurant égales par ailleurs, comme l'intégration poussée des nations dans un espace régional unifié au détriment des relations extra-régionales » (op. cit., p.2). De fait, il s'agit de trouver un juste milieu entre le renforcement du processus d'autonomisation régionale et la continuité des relations entre l'Amérique Latine, les économies du Nord, ainsi que celles du Sud. De fait, si l'Amérique Latine doit d'abord renforcer son intégration commerciale à l'échelle locale, notamment via un

-
- 1 • L'ALADI regroupe les mêmes pays que l'ALALE, à savoir le Mexique, l'Équateur, la Colombie, le Venezuela, le Pérou, le Chili, le Brésil, la Bolivie, le Paraguay, l'Uruguay, l'Argentine et Cuba, à partir de 1991.
 - 2 • Le marché commun du Sud, de l'espagnol MERCado COMún del SUR.
 - 3 • Entre 1979 et 1985, la région voit s'opérer neuf sorties de dictatures.

approfondissement du MERCOSUR (1.2.1), elle doit également s'ouvrir vers l'extérieur et faire jouer la concurrence internationale (1.2.2).

1.2.1 • La poursuite du projet MERCOSUR : Le renforcement de la coopération

Face aux engagements initiaux (voir encadré 4), les résultats du MERCOSUR, bien qu'encourageants, restent mitigés. Plusieurs défis, davantage d'ordre politique qu'économique, restent donc à relever tant sur le plan de la politique intérieure que sur le plan des relations extérieures. Ces défis ne sont pas insurmontables et s'apparentent aux blocages qui ont touché à plusieurs reprises la construction de l'Union européenne.

....Encadré 4 : L'ambition initiale du MERCOSUR

En Amérique Latine, la première tentative d'intégration régionale date de 1960, avec la création de l'Association latino-américaine de libre-échange (ALALE) qui regroupe alors onze pays latino-américains. Suite à l'échec de la suppression de toutes les barrières douanières, l'ALALE se transforme en 1980 en Association latino-américaine d'intégration (ALADI¹), laquelle projette de constituer un marché commun. Le premier accord instituant un véritable marché commun est signé à Asunción, au Paraguay, le 26 mars 1991 par le Brésil, l'Argentine, l'Uruguay et le Paraguay. Le Venezuela a ensuite été intégré en 2006. La naissance du MERCOSUR² émane d'une réelle volonté politique de consolider les nouvelles démocraties apparues dans les années 1980 et d'accélérer les réformes économiques nécessaires à une plus grande intégration régionale, notamment en vue d'affaiblir la présence commerciale des Etats-Unis dans la région (Dabène, 1995). Il s'agit alors de promouvoir la libre circulation des biens, des services et des facteurs de production, ainsi que la convergence des économies membres, de créer un tarif extérieur commun, et d'harmoniser les législations des pays membres. Les *leaders* sont bien entendu le Brésil puis l'Argentine, qui décident de mettre leurs rivalités de côté, pour créer un climat de confiance mutuelle. Le contexte est particulièrement propice, puisque les années 1980 correspondent non seulement à une vague de démocratisation du continent³, mais aussi à la crise de la dette, laquelle resserre les liens entre les pays débiteurs empreints à un marasme économique et social susceptible de déstabiliser les démocraties naissantes. Au niveau économique, la naissance du MERCOSUR renforce rapidement les échanges commerciaux entre les pays membres, et le commerce intra-MERCOSUR sera multiplié par cinq entre 1990 et 1998 (Castilho et Zignago, 2000).

1 • Contre 16,3% pour l'Argentine, 1,9% pour l'Uruguay et 0,8% pour le Paraguay.
2 • L'Argentine a comme principal partenaire commercial le Brésil.

Au niveau intérieur, le défi prioritaire relève d'une forte intégration régionale davantage axée sur la coopération. Sur le plan commercial, les échanges intra-régionaux et interrégionaux doivent effectivement être renforcés. Le commerce intra-zone ne représentait en effet que 15% du commerce total du MERCOSUR en 2008, ce qui donne un ratio relativement faible pour un marché commun souhaitant évoluer vers une union douanière. Le Brésil doit jouer un rôle de premier plan dans ce domaine en privilégiant davantage ses voisins au détriment des Etats-Unis, qui restent son principal partenaire commercial. La montée en gamme des filières productives, susceptible de mener à une meilleure diversification des exportations, aura du mal à se concrétiser uniquement dans les sphères nationales. Ce manque d'intégration commerciale est surtout lié au manque d'intégration institutionnel ; une faille apparemment propre à toute construction régionale. Il est délicat en effet pour tout Etat de céder une partie de sa souveraineté à une entité supranationale, notamment lorsque le processus de régionalisation s'apparente davantage à un marché concurrentiel qu'à une coopération politico-économique. En effet, l'intégration commerciale est encore entravée par la persistance de barrières non tarifaires, et la libre circulation des facteurs de production et des services n'est toujours pas avalisée par tous les parlements nationaux. La compétition commerciale semble donc toujours surplomber le besoin de confiance mutuelle, en raison notamment des fortes asymétries qui rendent les petites économies uruguayennes et paraguayennes vulnérables et dépendantes du Brésil surtout, et de l'Argentine ensuite. Le PIB du Brésil représentait en effet en 2011 plus de 80% du PIB total du MERCOSUR¹ (European Commission, 2011), soit environ cent fois la valeur du PIB paraguayen. La création d'un Fonds pour la convergence structurelle en 2004 a constitué une étape importante dans la coopération entre pays pour réduire les asymétries et les pertes des plus petites économies, mais les disparités demeurent importantes et ne pourront pas être lissées, compte tenu des différences de taille, ne serait-ce que géographiques. De fait, sans le concours du Brésil, mais également de l'Argentine², la construction est vouée à la stagnation. D'autant que les divergences commerciales demeurent entre les deux puissances, malgré leur promesse de coopération annoncée en 1991. Sur le plan institutionnel, bien qu'un Parlement du MERCOSUR ait été créé en 2004, il n'existe toujours pas de véritable cour de justice capable de faire respecter les principes énoncés lors des différents sommets. Cela explique que le caractère contraignant de ces règles soit faible. L'application d'un droit supranational reste donc lente et limitée, notamment en matière de justice et de santé (Commission européenne, 2007), puisque seul un tribunal *ad hoc* est chargé de répondre aux questions d'interprétation des différents tribunaux nationaux (Dabène, 2005).

Malgré tout, le MERCOSUR a su promouvoir la paix et la démocratie parmi ses membres en faisant naître « un dialogue politique intense et un esprit de coopération dans un large éventail de domaines (...) Il a également su résister aux turbulences économiques et financières entre 1999 et 2002, ainsi qu'aux divergences politiques et économiques en son sein » (Commission européenne, 2007, p.18). De plus, si l'on observe la construction européenne, on peut relever quelques similitudes et faire alors preuve d'optimisme. D'abord, l'édification institutionnelle de l'UE a également et naturellement pris du temps. Il faut rappeler qu'une telle élaboration n'est pas naturelle, et appelle des sacrifices non négligeables, notamment en termes d'abandon de la souveraineté. Ensuite, c'est en période difficile que les mouvements de solidarité réapparaissent plus spontanément, comme en témoigne l'époque de la naissance du MERCOSUR et de l'UE. Mais si le processus d'intégration régionale a des chances d'être accéléré en ces temps tumultueux, le MERCOSUR devra impérativement définir le socle sur lequel il désire reposer : un simple marché commun élargi et concurrentiel, ou une intégration plus politique et solidaire, de type union économique. C'est là une question importante que l'UE s'est posée trop tardivement, et elle en paie le prix, tant en temps ordinaire avec les dissonances dont elle est victime au sein des institutions économiques internationales, qu'actuellement en temps de crise avec les discordes sur les mesures à suivre. Car la deuxième option implique une véritable coopération commerciale et financière, au sens où aucun pays ne doit pas jouer cavalier seul au moment où la zone a précisément besoin de cohésion et de cohérence. A ce sujet, les dirigeants du MERCOSUR s'accordent sur le fait que le modèle d'intégration ne doit pas être uniquement commercial mais doit également promouvoir la croissance, la justice sociale et la dignité de la population (Commission européenne, 2007).

Parallèlement, la Communauté des Etats latino-américains et Caraïbes (CELAC), créée en 2010 à l'initiative du Brésil et regroupant 33 pays du Cône Sud, répond à la problématique de la souveraineté de la région sur le capital international et toute tentative d'ingérence extérieure. Elle a effectivement pour objectif « d'approfondir une intégration politique, économique, sociale et culturelle, pour relever ensemble le défi d'un développement durable, démocratique, solidaire. Elle devra permettre la convergence des divers processus et mécanismes régionaux » (Hidalgo Valdicia, 2010, p.7). Dans la même lignée, il est opportun de mentionner le projet de la Banque du Sud, qui constitue une banque de développement d'un genre nouveau, puisque non seulement elle ne centre pas son activité sur les infrastructures, mais sa politique est définie par les pays récipiendaires. Les banques

1 • Le Pérou et la Bolivie.

2 • La Colombie, l'Equateur, le Chili mais également le Panama et le Mexique.

3 • Weixing Z., 2011, « Un accord de libre-échange entre le MERCOSUR et la Chine serait "extraordinaire" ».

http://www.chine-informations.com/actualite/un-accord-de-libre-echange-entre-le-mercosur-et-la-chine-serait-extra_34009.html.

régionales de développement, telles que la Banque interaméricaine de développement, ont en effet ôté une large marge de manœuvre aux politiques locales concernant les projets financés. Ici, la Banque a pour objectif l'utilisation de l'épargne régionale au sein du cône Sud, et promeut « l'autonomie dans la définition des politiques économiques, alimentaires, de santé et d'environnement » (Ugarteche, 2011, p.8).

De manière générale, il faut donc espérer que le MERCOSUR saura se servir des expériences menées outre-Atlantique pour concrétiser ces vœux. Une fois sa finalité et ses modalités de mise en œuvre définies, le MERCOSUR pourra s'élargir en interne et mener une véritable stratégie internationale. Car la zone dispose d'atouts de taille qui ne demandent qu'à être joués, afin de renforcer sa puissance et moins subir les aléas de la conjoncture internationale. L'un de ses atouts se situe au niveau de la demande, dont la réponse, en termes d'offre, doit demeurer orientée vers les pays développés, mais également se tourner vers les autres pays à revenus intermédiaires et faibles.

1.2.2 • Un exemple de stratégie commerciale extérieure : Faire jouer la concurrence internationale

Le MERCOSUR est logiquement appelé à s'élargir autour des pays associés candidats à l'adhésion¹, mais également autour des pays associés qui ne sont pas encore candidats². Vraisemblablement, le but de cette intégration est stratégique puisqu'elle doit renforcer l'intégration des pays au commerce mondial et augmenter leur pouvoir de négociation (Commission européenne, 2007).

Dans le cadre de la réduction de la dépendance aux termes de l'échange, le MERCOSUR peut d'ores et déjà, notamment grâce au Brésil, à l'Argentine mais aussi au Venezuela, diversifier ses partenaires commerciaux en faisant jouer la concurrence. Les principaux partenaires commerciaux de la région sont l'Union européenne, les Etats-Unis et la Chine, soit les trois premières puissances mondiales constituant une demande fondamentale. Les Etats-Unis veulent demeurer dans la liste des partenaires principaux, l'UE approfondit ses rapports avec la région (De Lima Neves, 2002 ; Commission européenne 2007 ; European commission 2011) et la Chine tente de l'intégrer. L'UE réfléchit en effet à la création d'une zone de libre-échange avec le MERCOSUR, tandis que la création d'une telle zone avec la Chine a déjà été mentionnée par le ministre argentin des affaires étrangères³. Le MERCOSUR est donc attractif

1 • L'union douanière d'Afrique Australe (ou *Southern African Custom Union, SACU*) réunit l'Afrique du Sud, le Botswana, le Lesotho, la Namibie et le Swaziland.
2 • La Chine a par exemple soutenu le cours de certaines devises latino-américaines durant la crise des *subprimes*.

pour les principales puissances mondiales, ce qui peut jouer en sa faveur. L'union doit donc poursuivre le renforcement de sa présence à l'unisson au sein des institutions clé, comme l'OMC, et jouer de la concurrence entre les puissances intéressées. En approfondissant la diversification des partenaires commerciaux, et en négociant efficacement les termes de ses échanges, le MERCOSUR peut, en tant que quatrième entité mondiale en termes de PIB, éviter ou amoindrir les effets des crises liées à la dégradation des termes de l'échange.

Pour atténuer sa dépendance vis-à-vis du Nord, la zone doit parallèlement poursuivre le processus d'approfondissement de la coopération Sud-Sud. L'objectif serait, outre de stabiliser le développement du Tiers-Monde, de bénéficier d'une alternative en cas de réduction de la demande du Nord. En contexte de crise, souvent caractérisée par un repli du Nord sur lui-même, la persistance des relations Sud-Sud peut permettre de soutenir la croissance et, de fait, les sources de remboursements de la dette. Le MERCOSUR se rapproche déjà d'autres unions régionales. Il a en effet déjà approuvé un accord de traitement préférentiel avec l'Union douanière d'Afrique Australe¹ en décembre 2008. Peu de temps auparavant, le 24 novembre, la première réunion ministérielle entre le MERCOSUR et l'ASEAN s'était déroulée au Brésil. Au niveau des accords bilatéraux avec des économies tierces, les quatre Parlements ont ratifié l'accord de préférence douanière avec l'Inde en 2004, puis en 2008, tandis que les discussions commerciales s'approfondissent avec le Maroc, la Russie, la Turquie et la Jordanie. Parmi les accords plus poussés, un accord de libre-échange a été conclu en 2010 avec Israël, alors qu'un accord similaire avec l'Égypte est en bonne voie de conclusion (European commission, 2011). L'ancien président brésilien Lula Da Silva parlait alors, à propos du renforcement de la coopération Sud-Sud, d'une « nouvelle géographie commerciale » (UNCTAD, 2004, p. 8). Cela n'implique pas le déni des puissances du Nord, mais seulement une diversification des partenaires commerciaux dans le cadre d'une reprise en main des affaires internes à la région.

En réalité, le processus d'intégration commerciale et de diversification des partenaires commerciaux n'est que la conséquence logique de la dépendance de ces économies à l'égard des puissances du Nord. Les crises suscitées par la mise sous tutelle des politiques économiques, ainsi que l'absence de marge de manœuvre pour y faire face de manière adaptée et efficace ont naturellement conduit à une volonté d'émancipation, plus ou moins brutale. Si l'Argentine constitue un exemple de montée brutale de l'unilatéralisme en situation de crise, le MERCOSUR correspond davantage à un processus. La présence grandissante de la Chine dans la région, que ce soit dans le cadre monétaire² ou commercial, peut inquiéter à cet égard. Il ne faudrait pas

remplacer un impérialisme par un autre, et cela sera sûrement le prochain défi de la région si la régionalisation commerciale et politique ne progresse que lentement. La perte de vitesse des Etats-Unis dans la région ne doit pas laisser place à une Chine bientôt toute puissante. Auquel cas, tous ces efforts d'émancipation auront été vains.

Néanmoins, si la dépendance commerciale constitue une voie susceptible de mener à une crise de la dette souveraine, la dépendance financière reste l'accès privilégié en la matière. C'est donc à ce niveau également que les pays émergents doivent s'attaquer.

2 • La nécessité de grains de sable dans les rouages de la finance dérégulée

Dans le cadre d'un besoin d'émancipation vis-à-vis des sources de dépendance, il est fondamental d'aborder le rôle de la finance dérégulée, dont l'instabilité, comme l'a montré le troisième chapitre de ce travail, constitue le plus grand vecteur de crise.

Il est courant d'entendre que tout contrôle sur les mouvements de capitaux doit s'accompagner d'une réglementation bancaire adéquate, sans quoi, ses effets demeurent limités. Nous prenons ici le contre-pied de cette vision et considérons à l'inverse que toute réglementation bancaire est vaine si les capitaux extérieurs sont libres d'aller et venir. Kashyap et al. (2008) ont rappelé la nature virale de l'innovation et les problèmes d'agence contre lesquels aucune réglementation préventive ne peut lutter. D'autre part, une meilleure régulation bancaire doit s'opérer de manière concertée, et compte tenu de la lenteur des progrès dans ce domaine et les coûts engendrés, notamment pour les pays émergents, nous considérons que la réglementation et la supervision doit s'accompagner d'un contrôle préventif à l'entrée de capitaux. Par conséquent, nous abordons d'abord la nécessité d'une meilleure régulation bancaire (2.1), puis l'utilité de contrôles préventifs à l'entrée des capitaux (2.2).

2.1 • La régulation du secteur financier domestique : Un préalable indispensable

La CNUCED rappelait en 2010 que « sous certaines conditions, la dette extérieure privée peut générer davantage de vulnérabilités que la dette externe publique » (*in* Li et al., 2011, p.257). Le canal bancaire étant effectivement un vecteur important de crise (2.2.1), il apparaît fondamental de le réguler (2.2.2).

2.1.1 • Les coûts d'une crise bancaire compte du rôle des banques dans l'économie

La Banque mondiale soulignait récemment que « la crise actuelle n'est qu'un des nombreux exemples montrant que la dette privée (surtout celle des banques) représente un passif important pour le secteur public » (Li et al., 2011, p.246). Reinhart et Rogoff (2011) ont récemment rappelé le lien étroit entre les crises bancaires et les crises de la dette souveraine. En effet, la crise bancaire, généralement générée par une trop forte expansion du crédit (voir infra), annonce ou accompagne la crise de la dette souveraine. Les emprunts publics accélèrent l'occurrence de la crise, les gouvernements ayant souvent des dettes cachées, notamment domestiques, mais également de nombreuses dettes privées implicitement garanties. Dans les économies émergentes, les cycles de crédit, qui se traduisent par des mouvements d'expansion puis de contraction (*boom and bust*), sont plus accentués que dans les pays développés (Allégret, 2011), tandis que les moyens devant être mis en œuvre pour les aplanir sont plus limités.

Le problème vient du fait que le rôle des banques est essentiel dans l'économie, alors même qu'elles font face à plusieurs risques majeurs. Elles sont en effet sujettes au risque de marché, de crédit, de liquidité, au risque systémique, mais également à un risque opérationnel (Haouat Asli, 2011). Le risque de marché concerne les pertes dans le cadre d'investissements dans des titres financiers (actions, obligations, options, etc.). Le risque de crédit a trait aux pertes en cas de non remboursement par les débiteurs. Le risque de liquidité se concrétise par l'assèchement des liquidités sur le marché interbancaire, et il est souvent déclenché par une ruée sur les dépôts. Il peut engendrer un risque systémique lorsque plusieurs grandes banques sont touchées, de sorte que le système bancaire dans son ensemble devient défaillant. Quant au risque opérationnel, il est l'origine d'une partie de chacun des risques précédents, et se définit comme « le risque de pertes provenant de processus internes inadéquats ou défaillants, de personnes et systèmes ou d'événements externes » (définition donnée par le Comité de Bâle II, *in* Haouat Asli, 2011, p.4).

Goldstein et Turner (1996) avaient soulevé deux raisons majeures pour lesquelles le secteur bancaire devait faire l'objet d'une plus grande régulation. Non seulement les crises bancaires sont celles qui génèrent le plus d'externalités négatives sur le reste de l'économie domestique, en raison du rôle de financement des banques, mais la plus forte intégration des marchés financiers internationaux a également favorisé les mouvements de contagion

-
- 1 • Ces pertes sont mesurées par l'écart constaté avec la croissance tendancielle trois ans après la crise, sachant que les crises ont duré en moyenne 3,3 ans.
 - 2 • Données concernant les crises en Argentine, en Colombie, en Equateur, au Mexique, en République Dominicaine et en Uruguay.
 - 3 • La supervision doit contrôler le respect de l'application des normes définies par la réglementation.

à l'origine des crises systémiques affectant d'autres économies. Lors d'une crise bancaire systémique, les entreprises et le secteur financier subissent un nombre conséquent de défauts et font face à des difficultés importantes pour honorer leurs obligations dans les temps impartis. Dans ces conditions, les créances douteuses augmentent rapidement, de sorte que l'instabilité peut gagner la plupart, voire tout le système bancaire. Cette situation peut être accompagnée d'une dépréciation des actifs, *via* une augmentation drastique des taux d'intérêt réels, et une chute des entrées de capitaux ou une sortie massive de ces derniers. Dans certains cas, la crise est déclenchée par une course à la liquidité des déposants. Mais le plus souvent, la ruée fait suite à la prise de conscience générale que les institutions financières d'importance systémique sont en détresse (Laeven et Valencia, 2008).

De fait, en contexte de dérégulation non maîtrisée, c'est l'Etat qui se charge de renflouer le secteur bancaire en socialisant les pertes, de sorte que le coût des crises bancaires est considérable, voire insoutenable. En moyenne, le coût budgétaire des crises bancaires dans les pays émergents, dans les années 1990 et au début des années 2000, s'est élevé à 20% du PIB, et les pertes de production cumulées¹, à 13,9% du PIB (Carsten et al., 2004). Dans l'année qui a suivi la crise, le ratio dette publique/PIB s'est accru en moyenne de 40 points². La récession est toute aussi importante, Carstens et Jácom (2005), ou encore Laeven et Valencia (2008), ayant calculé que le taux de croissance du PIB réel pendant la crise pouvait atteindre jusqu'à -11% (comme en Argentine et en Uruguay au début des années 2000, voir annexe 8). Dans la plupart des cas, le défaut, ou la restructuration de la dette, a suivi la crise bancaire.

La responsabilité est régulièrement imputée à l'environnement institutionnel, défini comme « la gamme des caractéristiques juridiques et structurelles d'une économie, telles que l'organisation du système bancaire, la régulation prudentielle et la supervision bancaire³, ainsi que le cadre général constitué par les pratiques comptables, le gouvernement d'entreprise, l'administration de la justice et le respect des droits de propriété » (Carsten et al., 2004, p.3). La régulation du système bancaire domestique est donc fondamentale, tant en termes de réglementation que de supervision. Kashyap et al. (2008) lui assignent deux grandes fonctions. Elle doit d'abord protéger les épargnants et, au-delà, la société, des pertes du secteur privé. Or, une telle mission est d'ordre macroéconomique, de sorte que les mécanismes reposant sur la discipline du marché s'avèrent, dans ce cas, inefficaces.

2.1.2 • La nécessité consécutive d'une meilleure régulation

Compte tenu de l'interdépendance prononcée des systèmes financiers nationaux, la régulation du système bancaire doit logiquement dépasser le cadre national. Une meilleure régulation implique d'abord la reconnaissance des écueils de la régulation actuelle (2.2.2.1). La refonte des règles de régulation ne peut passer que par la voie concertée, compte tenu de l'interdépendance prononcée des systèmes financiers nationaux. Néanmoins, si la voie multilatérale ne parvient pas à être engagée, le régionalisme financier, à l'œuvre dans les pays émergents depuis quelques années, peut alors poser les jalons d'un mode de régulation plus en adéquation avec la réalité des problèmes rencontrés (2.2.2.2).

2.1.2.1 • Les écueils de la régulation actuelle : Des postulats biaisés.

Si le débat opposant l'approche statutaire à l'approche contractuelle représentait un autre conflit entre la régulation et le « laissez-faire », il est nécessaire d'aborder ce même conflit en matière de régulation financière. En outre, les hypothèses de départ qui fondent l'approche actuelle de la réglementation internationale repose sur le principe d'efficience des marchés, de sorte que la régulation doit s'opérer de manière décentralisée. Ainsi, « la stabilité systémique, qui est de l'ordre macroéconomique, est supposée atteinte en additionnant des établissements individuels qui seraient séparément sécurisés selon certaines normes, données par exemple par les dispositifs de Bâle I et II » (Ülgen, 2011b, p.2). Les premiers accords de Bâle (voir encadré 5) prévoient effectivement une régulation microéconomique *via* les mécanismes de marchés. Ils reflètent, de fait, la vision orthodoxe selon laquelle les défaillances bancaires n'infirmant pas l'hypothèse d'efficience des marchés, mais révèlent une fois de plus, les erreurs de politiques économiques¹. La vocation macroéconomique de la régulation a dû attendre la crise mondiale de 2007 et le sommet de Bâle III avant d'être abordée. Néanmoins, les modifications apportées sont demeurées marginales car le caractère endogène de l'instabilité des marchés a de nouveau été occulté.

1 • LCR= Actifs liquides / flux de décaissements nets à un mois \geq 100%.

2 • NSFR= Ressources stables à un an / besoins de financements stables à un an \geq 100%

Encadré 5 : Les accords de Bâle

Hébergé par la Banque des règlements internationaux (BRI) à Bâle (Suisse), le comité de Bâle a été créé au milieu des années 1970 afin d'édicter certaines normes jugées fondamentales en matière de réglementation et de supervision bancaire. Trois accords ont depuis été signés, chacun venant renforcer le précédent.

Ainsi, Bâle I, en 1988, s'est focalisé sur le risque de crédit, *via* le ratio Cooke. Bâle II s'est quant à lui concentré, en 2004, sur le risque de marché et le risque opérationnel, omettant de fait le risque systémique. C'est Bâle III, en 2010, qui a comblé ce dernier écueil en renforçant les ratios de solvabilité. Les accords de Bâle II ont défini trois piliers de prévention des crises. Le premier pilier établit les exigences en fonds propres, et remplace le ratio Cooke par le ratio Mc Donough. Le ratio Cooke exigeait que le ratio fonds propres / (risque de crédit + risque de marché) soit supérieur à 8%. Le ratio Mc Donough ajoute, au dénominateur, le risque opérationnel. Le deuxième pilier définit le processus de surveillance prudentielle, que les autorités nationales sont libres de renforcer. Le troisième pilier exige la transparence dans le cadre de la discipline de marché en contraignant les établissements bancaires à publier des informations sur la nature, le volume et les méthodes de gestion de leurs risques (Rochet, 2008). Dans ces conditions, Bâle I et II reposent sur un processus interne de réglementation et ne prévoient pas de régulation macroéconomique. Bâle III a, dans une certaine mesure, comblé cette déficience en édictant de nouvelles mesures qui seront applicables entre 2013 et 2019. L'objectif principal est de renforcer la qualité et le niveau des fonds propres des banques, de surveiller la liquidité, d'instaurer un ratio d'effet de levier et d'introduire une dimension macroprudentielle et contracyclique. Le ratio de solvabilité, dit ratio *Core Tier One*, doit alors passer de 2% à 4,5%. Le ratio *Core Tier One* exprime la solvabilité de la banque en rapportant aux fonds propres les différents actifs de la banque. Les accords de Bâle III ont réduit la notion de fonds propres au capital apporté par les actionnaires, augmenté des bénéfices reportés chaque année. Ils excluent donc toutes formes de capitaux hybrides, tels que les obligations perpétuelles, les actions préférentielles, les obligations convertibles, etc. Concernant le risque de liquidité, deux ratios ont été établis. Si le *Liquidity Coverage Ratio* (LCR)¹ doit permettre aux banques de résister à une crise de liquidité sévère pendant un mois, le *Net stable funding ratio* (NSFR)² doit leur permettre de faire face à ce type de crise pendant une année entière. Les mesures macro-prudentielles envisagent une surveillance renforcée et une surcharge additionnelle en capital pour les institutions dites systémiques. Néanmoins, la définition des normes n'est pas encore terminée. Enfin, les mesures contracycliques contraignent à la constitution de réserves de 2,5% des actifs pondérés pendant les périodes de croissance économique, lesquelles seront ensuite susceptibles d'être mobilisées en temps de crise afin d'éviter une trop forte contraction du crédit.

1 • Sa nature non rivale implique que sa disponibilité et sa qualité ne peuvent être altérées ni par le nombre d'utilisateurs, ni par le nombre d'utilisations. Son caractère partiellement exclusif signifie quant à lui que l'utilisation d'un tel bien n'est pas entièrement contrôlable par son détenteur. Il faut également rajouter, à ces deux caractéristiques, le fait que ses coûts de production et de transmission sont très faibles.

2 • Gabas et Hugon (2001) opposent l'approche néoclassique, qui s'efforce, de manière normative, de dresser une liste des biens publics mondiaux, et l'approche d'économie politique internationale, qui analyse les interdépendances entre pouvoirs privés et publics, octroyant aux biens publics mondiaux une dimension à la fois économique et politique. Dans les deux cas, le multilatéralisme s'impose en termes de production et de gestion.

Les dimensions macroprudentielle et contracyclique étaient très attendues en raison de l'interdépendance accrue entre les systèmes bancaires nationaux depuis le renouveau de la globalisation dans les années 1980. Ces interdépendances, qui rendaient certaines crises systémiques, n'étaient effectivement pas considérées par les deux premiers accords de Bâle. Or, l'amplitude des mouvements d'expansion et de contraction du crédit est supérieure dans les pays émergents, en raison d'un phénomène de contagion plus prononcé. Parallèlement aux coûts engendrés, la non application des accords de Bâle par les pays latino-américains pouvait également s'expliquer par l'absence de vocation macroéconomique et contracyclique. De fait, une plus grande considération pour les risques qu'ils encourent le plus pourrait les inciter à regarder les normes d'un autre œil. D'autant que la régulation bancaire doit impérativement s'appliquer à l'échelle internationale pour avoir un effet pertinent sur le système financier mondial.

Pour autant, si Bâle III aborde le risque de système et la dimension macroéconomique de la régulation, il les intègre paradoxalement de manière décentralisée. En effet, Bâle III reste cantonné, au mieux à l'échelon national (pour la régulation macroéconomique), au pire aux mécanismes de marché (pour l'aspect contracyclique). L'hypothèse d'efficience demeure, et la régulation publique reste écartée, de sorte que malgré le discours affiché, il reste impossible de parler d'une véritable régulation macroéconomique systémique. En effet, « l'évaluation de la gestion des fonds (reste) principalement confiée à des procédures internes de surveillance (IRB), accompagnée des procédures de conseil et de notation par des agences privées qui, bien qu'en apparence extérieures aux établissements évalués, sont des pratiques qui demeurent internes aux mécanismes de marché » (Ülgen, 2011, p.9). Dans ces conditions, le conseiller a également en charge l'évaluation de ses conseils, de sorte qu'il est soumis à un conflit d'intérêts le rendant inapte à réguler efficacement le système bancaire. Or, ladite régulation participe directement à la stabilité du système financier international, compte tenu du rôle fondamental des banques dans le financement de l'économie mondiale. Dans ces conditions, le système financier international n'est toujours pas regardé comme un bien public mondial, lequel, par définition, doit faire l'objet d'une régulation publique internationale. Ülgen (2011) rappelle en effet qu'un bien public mondial est non rival et partiellement exclusif¹. De fait, les mécanismes de marché (i.e. la concurrence) ne peuvent en assurer ni une production, ni une gestion optimale. Quel que soit l'angle de considération², un bien public mondial suppose effectivement une gestion multilatérale et centralisée, et en aucun cas une gestion privée et délocalisée. Tels

1 • Pour l'auteur, le nouveau G7, plus en phase avec le contexte international contemporain, serait composé des Etats-Unis, de l'Union européenne (laquelle parlerait donc d'une seule voix), du Japon, de la Chine, de l'Arabie Saoudite, de l'Inde et du Brésil.

qu'élaborées, les normes de Bâle ne peuvent prévenir la socialisation des pertes bancaires et son coût inhérent pour l'Etat. Dès lors, une régulation macroéconomique du système financier appelle une instance supranationale neutre et indépendante. Il faut en effet, à ce niveau, rappeler que le comité de Bâle a été créé par les gouverneurs des banques centrales du G10, lequel réunit uniquement des pays développés.

Ainsi, le doute sur l'impartialité des normes émises par le Comité de Bâle ainsi que les hypothèses qui les sous-tendent amenuisent considérablement leur efficacité et leur applicabilité dans les pays émergents. D'abord, le cadrage décentralisé de la réglementation bancaire n'a comme seule vocation de renforcer la crédibilité de l'économie débitrice aux yeux des marchés, et non réellement de réduire la vulnérabilité de l'économie vis-à-vis des risques pris par les banques nationales et les soubresauts de l'humeur des marchés. Or, pour le moment, la psychologie des foules qui caractérise le fonctionnement des marchés financiers est occultée dans l'élaboration de ces préceptes, de sorte que l'intégralité du fardeau préventif repose sur les épaules des pays débiteurs. Ensuite, le déséquilibre du partage de ce fardeau préventif profite également aux pays fournisseurs de capitaux, qui édictent ces normes en focalisant exclusivement sur la responsabilité des pays débiteurs, et omettent par là même, non seulement leur propre rôle dans le déclenchement des crises (Reinsen, 2003), mais également le coût de l'instauration de telles mesures pour les pays émergents et à faibles revenus (Rodrik, 2001, *in* Reinsen, 2003).

Eichengreen (2008) a alors appelé à la création d'un homologue de l'Organisation mondiale du commerce à l'échelle financière. Le but est de régir, à l'échelle mondiale, le système financier, tout comme l'est le système commercial. Or, les institutions de Bretton Woods ont échoué dans cette mission, notamment parce que leurs interventions se sont focalisées sur un ajustement au détriment du pays débiteur au lieu de considérer également le rôle ambivalent des marchés libres en matière d'allocation du capital. La partialité de ces interventions a directement tenu à la représentation des pays membres, laquelle favorise la vision néo-libérale véhiculée par les pays du centre. « L'Organisation Mondiale de la Finance » (Eichengreen, 2008) aurait alors des statuts très différents de ceux du FMI, tout simplement parce qu'elle serait créée par un nouveau G7 incluant l'angle de vue des pays émergents¹. En outre, le moyen le plus sûr de faire respecter certaines normes bancaires aux pays émergents, désormais suspicieux à l'égard du FMI et du G7, est de les inclure dans leur élaboration. Pour l'auteur, le premier pas doit donc être la refonte du groupe décisionnel mondial, et ensuite l'élaboration d'une « Autorité Mondiale de la Finance ».

1 • Pour une classification des biens publics mondiaux selon leur nature, voir Gabas et Hugon (2001).

2 • Nous n'abordons ici que l'aspect préventif des crises bancaires, et non leur résolution. En outre, le mécanisme proposé dans la deuxième section intègre la dette privée dans les mesures de soutenabilité totale de la dette.

Or, bien que l'efficacité de la réglementation bancaire soit strictement tributaire d'une action concertée à l'échelle internationale, cette dernière connaît des limites notoirement difficiles à franchir. Inge Kaul (1999, *in* Gabas et Hugon, 2001), identifie en effet trois lacunes majeures inhérentes aux enceintes de régulations internationales, lesquelles bloquent la production et la transmission des biens publics mondiaux. « En premier lieu, le *jurisdiction gap* (vide juridictionnel), ou écart croissant entre un marché mondialisé et des centres de décision nationalisés ; ensuite le *participation gap*, ou manque de légitimité et de représentativité des instances en charge des négociations intergouvernementales ; et enfin l'*incentive gap* (absence d'incitation), ou manque de sanctions » (Gabas et Hugon, 2001, p.12). D'autant que la stabilité du système financier intègre ce que Gabas et Hugon (2001) appellent les biens publics « additifs » (*summation goods*). Ces derniers sont le résultat de la somme des efforts de toutes les parties prenantes¹, et sont alors considérés comme les plus difficiles à produire et à gérer. Ils sont en effet sujets à la grivèlerie (*free riding*), dans la mesure où les efforts de sauvegarde ne sont pas directement récompensés. Ils doivent ensuite faire face au « dilemme du prisonnier », d'une part parce que les parties prenantes ne se font pas confiance, et d'autre part parce que les décisions individuelles peuvent s'avérer sous-optimales en termes globaux. Enfin, ils peuvent générer un comportement « moutonnier », personne ne prenant de réelle initiative, de sorte qu'il appartient à chaque acteur d'expédier le problème du pas de sa porte.

Aussi, si la problématique des biens publics mondiaux suppose « une mise en cohérence des politiques publiques nationales et de la coopération internationale, ainsi qu'un lien entre l'unilatéralisme, le bilatéralisme, le régionalisme et le multilatéralisme » (Gabas et Hugon, 2001), elle peut déjà trouver un élément de solution dans son angle le plus praticable, à savoir l'unilatéralisme *via* le régionalisme.

2.1.2.2 • Le régionalisme : Une voie éventuelle pour améliorer la réglementation bancaire dans les pays émergents

L'échelon international doit être privilégié en matière d'édiction de normes applicables dans les pays émergents et répondant à la nature des problèmes rencontrés par ces derniers². Néanmoins, si les temps de crise sont propices à la réalisation de ce qui paraissait jusque là utopique, le dernier sommet de Bâle a montré une certaine passivité

1 • Ces institutions ne sont systémiques qu'en raison de leur appartenance à un groupe, et non en tant que telle puisque, prises individuellement, leur taille s'avère inoffensive. Leur interdépendance rend en revanche la régulation en interne inefficace car la réglementation doit alors s'appliquer au groupe.

2 • Nicolet et Maignan (2005) ont développé une méthodologie pour un audit bancaire dans la mesure où les méthodes quantitatives sont insuffisantes. Il s'agirait d'abord d'identifier précisément les événements de risques en établissant chaque processus d'activité bancaire. Le but est de mettre en évidence, parfois à l'aide d'un expert, chaque facteur de risque au sein de chacune de ces activités. En cas d'absence de données chiffrées pour réaliser une telle évaluation, il est alors possible d'établir une hiérarchie en définissant des tranches de cotation des événements de risques selon leur probabilité d'occurrence et la profondeur de leur impact. Les auteurs proposent alors de construire un référentiel cible afin de ne pas seulement réévaluer de manière régulière les dispositifs existant en matière de contrôle des risques, mais aussi de les comparer aux risques effectivement identifiés.

de la communauté officielle internationale à l'égard des problèmes de fond du système financier. Or, si la crise actuelle touche en premier lieu les pays développés, de manière générale, les pays émergents, et notamment ceux d'Amérique Latine, restent les plus vulnérables face aux cycles du crédit. L'instauration d'une réglementation répondant à la réalité des faits ne peut, selon nous, provenir que des économies qui en ont le plus conscience, c'est-à-dire, celles qui ont le plus expérimentée cette réalité par le passé. A ce titre, si l'unilatéralisme des pays émergents peut constituer une base pertinente pour une meilleure réglementation bancaire, il doit avant tout servir de moteur à la communauté internationale. Le but ultime reste donc la définition d'un cadre réglementaire à l'échelle mondiale tenant compte des spécificités régionales.

Ainsi, une adaptation efficace des normes de Bâle peut être approuvée à l'échelle régionale. Compte tenu des critiques formulées ci-dessus, il s'agirait d'articuler efficacement la régulation microéconomique et macroéconomique. La régulation microprudentielle a trait à la stabilité de chaque institution financière, tandis que la régulation macroprudentielle concerne la stabilité du système financier, sinon international, au moins régional. A ce niveau, Brunnermeier et al. (2009) proposent d'établir un classement des institutions financières selon l'ampleur des risques pris et leurs externalités négatives sur l'économie en cas de contraction du crédit. Quatre types d'institutions sont distinguées. Les institutions individuellement systémiques, dont le poids dans l'économie est si important que les externalités négatives peuvent se propager à grande échelle, requièrent une régulation macroéconomique contraignante mais également une régulation microéconomique assidue. A ce stade, les ratios de Bâle III peuvent être pris en exemple. Les institutions dont la nature est systémique en raison de leur interconnexion avec d'autres établissements de taille remarquable, devraient faire l'objet d'une régulation macroprudentielle contraignante, laquelle serait conjuguée à une régulation microéconomique moindre¹. Les institutions importantes, mais non systémiques pour autant, peuvent continuer, quant à elles, de ne requérir qu'une régulation en interne. Enfin, pour les auteurs, les petites institutions ne requièrent pas de réglementation stricte.

Aussi, si les normes de Bâle, focalisées sur la régulation microéconomique ou, tout du moins, les mécanismes autorégulateurs du marché, peuvent être adaptées à certaines institutions, la régulation macroéconomique suppose une instance supranationale. En interne, la pratique de l'audit est couramment citée en exemple afin de classer les risques selon leur probabilité de survenance et l'ampleur des externalités générées². A l'échelle de la régulation macroprudentielle, l'Amérique Latine dispose de certaines instances pertinentes. A défaut de

-
- 1 • Ortiz et Ugarteche (2010, p.1) précisent effectivement que l'objet de la Banque est de « renforcer l'intégration régionale ; de réduire les asymétries, la pauvreté et l'exclusion sociale ; de promouvoir l'emploi ; et d'activer un cercle vertueux de développement durable, fondamental à la transformation économique, sociale et politique de la région ».
 - 2 • Le capital souscrit par les pays membres n'excède pas 7 milliards de dollars U.S, contre plus de 300 milliards pour le FMI.
 - 3 • Il faut ici rappeler que l'un des écueils majeurs des accords de Bâle est qu'en étant définis par les pays développés, ils s'adaptent difficilement à la réalité des problèmes bancaires, non seulement globaux, mais surtout régionaux.

pouvoir actuellement servir de prêteur en dernier ressort, la Banque du Sud peut au moins servir de plateforme de concertation pour l'édiction de normes en matière de régulation et de supervision financière macroprudentielles. La Banque du Sud a été pensée comme une banque régionale de développement¹, mais son objet reste ambigu dans la mesure où il s'agissait également d'une alternative aux financements du FMI. En effet, la banque avait également pour objet de stabiliser le système financier sud-américain en créant une union monétaire du Sud ainsi qu'un Fonds de stabilisation monétaire. En tant qu'alternative au FMI, la Banque du Sud manque de crédibilité en raison du faible montant de ses capitaux propres². A l'échelle qualitative néanmoins, la Banque a peut-être un rôle à jouer en tant que « Comité de Bâle latino-américain ». Les pays émergents, notamment en Amérique Latine et en Asie, sont effectivement en train de travailler sur les voies à suivre pour renforcer leur autonomie vis-à-vis de l'extérieur et pour solutionner les problèmes internes. En outre, la réponse aux problématiques financières locales doit se dénouer à l'échelon supranational par une instance indépendante des pouvoirs politiques, mais tenant compte des spécificités régionales³. Par conséquent, la création, à l'échelle régionale, d'une Autorité de la finance, telle que prescrite par Eichengreen (2008), semble à la fois plus politiquement faisable et financièrement plus pertinente. Le but serait par la suite de promouvoir une définition multilatérale des normes bancaires entre les différents blocs financiers régionaux. La Banque pourrait en outre créer, au sein d'un Fonds monétaire du Sud (Ugarteche, 2011), une annexe de réglementation et de supervision bancaire, laquelle serait donc extérieure aux marchés et aux pouvoirs nationaux.

Dans tous les cas en revanche, compte tenu de l'ampleur des cycles de crédit en Amérique Latine, la régulation contracyclique constitue une condition *sine qua non* à la viabilité du système financier de la région. L'objectif principal des normes contracycliques est de réduire le risque de survenance d'une crise systémique, notamment en modulant les ratios de solvabilité selon les circonstances. Ainsi, en période de surchauffe, les ratios doivent être renforcés afin de contrecarrer le mouvement d'euphorie. Symétriquement, en temps de tensions, les ratios doivent être relâchés afin d'éviter une trop forte contraction du crédit. Le renforcement de l'obligation de diligence des banques en période de surchauffe constitue une mesure impopulaire et allant à l'encontre de la croyance du marché (Ülgen, 2011). Par conséquent, le marché ne peut se les appliquer à lui-même, de sorte que l'application et le contrôle ne peuvent provenir que d'une instance publique, mais indépendante du pouvoir politique. Dans la mesure où les problèmes latino-américains sont globalement régionaux, l'instance supranationale la mieux à même de les solutionner peut s'avérer être la Banque du Sud.

Sur les questions de forme, Viñals et Fiechter (2010) ont établi cinq aspects fondamentaux tenant à la supervision, lesquels peuvent être adaptés à l'instance de réglementation, qu'elle soit interne ou externe. De fait, en extrapolant, une régulation efficace doit d'abord être intrusive, car elle ne doit pas être perçue comme un ensemble de normes distantes mais bien comme une présence constante de contrôle. Elle doit également être « sceptique mais proactive », dans le sens où le contrôle doit s'effectuer en périodes fastes et pas seulement en périodes de tensions. Troisièmement, elle doit cependant rester compréhensive, dans la mesure où, malgré la limitation de son champ d'application au regard des innovations régulières, elle doit demeurer vigilante. Dans la même lignée, elle devrait être adaptative pour tenir compte de l'évolution constante du secteur financier et suivre étroitement ses innovations. Enfin, elle devrait s'avérer concluante, car ses nombreuses missions l'amènent nécessairement à une double présence ; sur le terrain et en dehors, concernant la rédaction des rapports.

Le mode de fonctionnement de la supervision bancaire doit aussi être établi de manière claire. Ici encore, les principes édictés par Viñals et Fiechter (2010) peuvent être adaptés à la réglementation. A ce stade, cinq autres règles doivent être respectées. Premièrement, l'autorité compétente doit posséder un statut juridique lui octroyant les prérogatives appropriées pour mener à bien ses missions, notamment en ce qui concerne certains pouvoirs de sanction. Deuxièmement, elle doit bénéficier de ressources, tant humaines que financières, adéquates, afin de mener à bien son mandat en tout temps et en tout lieu. Troisièmement, la clarté de la stratégie est fondamentale, sans pour autant être exhaustive. Elle peut par exemple s'arrêter aux institutions à contrôler (ou aux règles à édicter) et à la fréquence du contrôle. Quatrièmement, l'organisation interne doit être suffisamment solide pour définir précisément le processus décisionnel, de sorte que l'entité est tout aussi capable d'émettre des jugements impartiaux que de prendre les décisions qui s'imposent. Enfin, la relation de travail avec les autres organisations doit être marquée par la coordination et la coopération. Les autres organisations concernent aussi bien les différentes agences domestiques que les autorités nationales et les organisations internationales. Le financement d'une instance de régulation publique doit provenir de l'échelon régional. Bien que l'institution doive demeurer strictement indépendante du pouvoir politique, les ressources qu'elle exige ne peuvent provenir que des quotes-parts des pays membres de la Banque du Sud. De fait, si le financement est public, l'institution financée reste une annexe de la Banque indépendante de ses pays membres.

Ainsi, une régulation bancaire en adéquations avec la réalité des problèmes constitue un premier pas nécessaire dans la prévention des crises financières. Néanmoins, la régulation doit être accompagnée de mesures plus proactives afin de contribuer à réduire l'amplitude des cycles de crédit. Or, cette amplitude est directement liée à celle des mouvements de capitaux, qui affecte également les agents non financiers, qui ne sont donc pas soumis à la régulation bancaire. A cette échelle, nous considérons donc qu'un contrôle préventif sur les mouvements de capitaux représente une mesure pertinente.

2.2 • Le contrôle préventif sur les entrées de capitaux

Le contrôle des flux de capitaux peut suivre deux objectifs (Edwards, 1999). Le premier, préventif, survient hors contexte de crise, lorsque l'importance des flux est telle qu'elle menace la stabilité du taux de change. Le deuxième, curatif, est établi en cas de crise financière et de dépréciation importante de la monnaie domestique pour permettre à la politique monétaire de retrouver une certaine marge de manœuvre. Nous traitons dans cette partie de la vocation préventive de tels contrôles, et nous nous concentrons sur la régulation des flux de capitaux à court terme, à vocation spéculative, et donc déstabilisatrice. Après avoir rappelé la nécessité de tels contrôles (2.2.1), nous aborderons les modalités de mise en œuvre (2.2.2).

2.2.1 • Un contrôle nécessaire

Au milieu du XVIII^e siècle, Montesquieu rappelait que « la liberté politique ne se trouve que dans les gouvernements modérés. (...) Pour qu'on ne puisse abuser du pouvoir, il faut que, par la disposition des choses, le pouvoir arrête le pouvoir » (Montesquieu, 1758, p.112). Or, la finance dérégulée, constitue, dans les termes d'Aglietta (2004, p.2), « l'influence prépondérante du néolibéralisme qui prône la soumission des Etats au jugement de la finance globale ». Dans ces conditions, les marchés financiers ne s'opposent à aucun contre-pouvoir. Lorsque Keynes (1936, p.165) soulignait que les fondamentalistes « forment souvent une si petite minorité qu'ils n'ont pas d'influence sur le marché », il préconisait de fait « que dans l'intérêt du public, l'accès au casino doit être difficile et coûteux », de sorte que « la création d'une lourde taxe d'Etat frappant toutes les transactions se révélerait peut-être la plus salutaire des mesures permettant d'atténuer (...) la prédominance de la spéculation » (op. cit., p.174).

Le lien entre l'afflux massif de capitaux et les crises de la dette souveraine, dont le maillon-charnière est représenté par la faiblesse du secteur bancaire, n'est plus à démontrer (Reinhart et Rogoff, 2011). Une entrée massive génère souvent un *boom* du crédit, à la fois en monnaie locale et en devises étrangères, souvent à l'origine de nombreuses défaillances bancaires en cas de retournement intempestif. Or, l'encours de la dette publique suit les cycles de crédit, les « *busts* » ayant une incidence importante sur les crises de la dette souveraine car l'emprunt public augmente avec l'anticipation de la crise (Reinhart et Rogoff, 2011). Ostry et al. (2011) ont récemment relevé que dans 41 pays émergents entre 2003 et 2007, la moitié des *booms* de crédits était associée à une brusque entrée de capitaux. Si les cycles de crédits (*booms and busts*) sont plus volatiles dans les pays émergents (Allegret, 2011), le problème n'est pas l'afflux de capitaux en tant que tel, mais l'importance de cet afflux, notamment lorsque les visées sont à court terme, compte tenu de l'absence de marge de manœuvre des gouvernements et de la politique monétaire. Un aspect fondamental de la prévention des crises est donc la récupération par l'Etat de sa souveraineté effective, afin de rétablir les marchés dans leur fonction de moyen de financement, et non plus de fin en soi. De fait, les rôles précédemment distribués entre l'Etat et les marchés doivent être interchangés. Les marchés ont trop souvent prouvé leur inefficacité pour revêtir la robe de juge de la politique économique des Etats souverains. Allegret et Sandretto (2000) soulignent, à côté des facteurs internes, le rôle déterminant des facteurs exogènes dans le déclenchement des crises à travers l'extrême volatilité des capitaux capables de se retirer brutalement du pays d'accueil « sur la base de simples rumeurs, quand bien même les fondamentaux de certains de ces pays sont sains » (p.4). En outre, en plus d'être juges, les créanciers sont également parties, puisqu'ils constituent les principaux bénéficiaires des politiques qu'ils imposent. Ce conflit d'intérêts corrobore alors la notion de pouvoir abusif.

Un afflux massif de capitaux exerce une pression sur la balance des paiements, *via* un renforcement de l'inflation ou du taux de change réel, et provoque des risques d'instabilité financière lorsque leur échéance est à court terme (Allegret, 2011). En réponse, le pays récipiendaire peut réagir soit de manière traditionnelle, *via* une plus grande rigueur budgétaire, monétaire ou *via* sa politique de change, soit de manière moins conventionnelle, *via* l'établissement d'un contrôle sur les mouvements de capitaux. Artus et Cartapanis (2008) ont montré que ce sont les pays émergents qui ont le moins fait appel aux financements privés extérieurs et qui ont connu les plus forts taux de croissance. En effet, que les entrées massives exercent une pression inflationniste ou une pression à la hausse sur le taux de

change, la politique monétaire se retrouve inéluctablement face à un dilemme. En cas de pressions inflationnistes, la Banque centrale est contrainte de relever ses taux, ce qui a pour principal effet d'asphyxier l'économie réelle. Et en cas de pression appréciative sur le taux de change, la Banque centrale est supposée abaisser ses taux, ce qui a pour effet de freiner certaines entrées de liquidités dont l'économie pourrait avoir besoin, voire d'en favoriser la sortie. Les effets de la politique budgétaire sont semblables, dans la mesure où une trop forte austérité annihile la croissance économique, tandis qu'une politique expansive décourage les opérateurs extérieurs.

Les objectifs attendus d'un tel contrôle sont alors la réduction des flux de capitaux, l'altération de leur composition (vers une maturité plus longue), le soulagement des pressions sur le taux de change réel, une contenance du *boom* du crédit domestique, et une plus grande indépendance de la politique monétaire. Si Allegret et Sandretto (2000, p.12) rappellent que le processus d'intégration financière a considérablement exacerbé les « tensions entre les systèmes économiques de plus en plus intégrés et des systèmes politiques qui demeurent fragmentés », il faut aller plus loin et souligner qu'au-delà de la fragmentation des systèmes politiques, on observe également leur sclérose en matière de marges de manœuvre au sein de toute action concertée. Dans ces conditions, s'il serait utile, dans l'idéal, de définir communément les types de restrictions autorisées, les circonstances dans lesquelles elles peuvent être autorisées et les procédures de mise en œuvre pratique, une action unilatérale peut et doit s'imposer en amont. Une telle mesure relève en effet de la souveraineté de l'Etat. Néanmoins, la mise en œuvre pratique reste importante, notamment parce que l'Etat a le choix entre plusieurs options. Or, de nombreux apports ont été réalisés quant à leurs coûts et à leurs avantages, de sorte que le choix peut être aiguillé pertinemment.

2.2.2 • Les modalités d'application : Un contrôle temporaire

Trois questions sont à résoudre quant aux modalités d'application de tels contrôles. La première consiste à savoir si le contrôle doit porter sur les entrées et/ou les sorties de capitaux internationaux (i.e. en devises étrangères). Magud et al. (2011) ont ici montré qu'un contrôle sur les entrées de capitaux produit des effets plus tangibles qu'un contrôle à la sortie. Si la régulation des sorties peut effectivement réduire les flux sortants et rendre la

1 • La revue de la littérature opérée par Magud et al. (2011) intègre de nombreux cas. Au niveau des contrôles sur les flux entrants, la revue recense les cas de l'Indonésie (1990 et 2010), de la Malaisie (1989), des Philippines (1992 et 2009), de la Russie (2010), de l'Afrique du Sud (2010), les cas thaïlandais (1988 et 2010), sud coréen (2009), turc (2010), argentin (2001), brésilien (1992, 2006), chilien (1990), colombien (1991, 2002 et 2007), ceux de la République Tchèque (1992 et 2008), du Mexique (1990), et du Pérou (2009). Pour les cas de contrôles sur les flux sortants, l'analyse porte sur l'expérience de l'Argentine (2001), du Brésil (1999), de la Malaisie (1997), de l'Espagne (1992) et de la Thaïlande (1997).

politique monétaire plus autonome, les auteurs observent que cet effet ne s'est concrétisé que dans le cas de la Malaisie en 1997. De plus, les contrôles instaurés sur les flux sortants relèvent davantage de mesures d'urgence, c'est-à-dire en cas de crise avérée¹.

La deuxième question consiste à savoir si le contrôle doit être temporaire ou permanent. Un contrôle permanent sur les flux entrants, pour les pays émergents qui ont plus de peine à asseoir leurs revenus qu'à diminuer leurs dépenses, aurait l'avantage de procurer des recettes supplémentaires. Néanmoins, il oblige l'autorité compétente à constamment renforcer la nature de son contrôle pour en assurer les effets escomptés, à l'instar du Chili dans les années 1990 (Habermeier et al., 2011). En effet, lorsque les marchés bancaire et financier ont atteint un certain seuil de libéralisation (i.e. de déréglementation), les agents sont alors en mesure de contourner de telles mesures, ce qui contraint l'autorité en charge à constamment réajuster sa politique. En outre, quelle que soit la nature de la mesure prise, et pour des raisons méconnues, l'efficacité n'est pas assurée et peut impliquer des ressources administratives supérieures au bénéfice escompté (Habermeier et al., 2011). Les flux commerciaux sont les plus susceptibles d'être utilisés pour contourner une telle réglementation financière, à l'instar du cas brésilien de 2007. Par exemple, les non-résidents exportateurs ont la possibilité d'être payés en monnaie locale pour ensuite réinvestir cette somme dans l'économie importatrice. Par ailleurs, il est possible d'investir sous forme de prise de participation d'une entreprise locale, laquelle est généralement non taxée, pour ensuite retirer ses fonds et les réinvestir sous forme de créances (Ostry et al. 2011). La littérature est donc relativement cohérente sur le fait qu'un contrôle temporaire est préférable à un contrôle permanent, au moins en termes de coûts (Allegret, 2011).

En outre, Magud et al. (2011) se sont intéressés aux effets des contrôles temporaires sur les flux entrants. Sur le panel des économies étudiées, les résultats sont globalement positifs. La régulation peut effectivement redonner une marge de manœuvre à la politique monétaire en stabilisant le différentiel entre les taux d'intérêts domestiques et les taux internationaux, faire évoluer la composition du capital vers des maturités plus longues (les deux effets ont été observés au Chili) et réduire les pressions sur le taux de change réel (par exemple dans le cas de la Thaïlande). Pour autant, si la maturité des placements est rallongée, le volume des flux en général n'est pas significativement affecté. L'interprétation de ce résultat est ambiguë, car il peut s'agir d'un contournement de la régulation *via* des IDE, comme d'un meilleur arbitrage des opérateurs. Ostry et al. (2011) relèvent, de leur côté, qu'un contrôle sur les entrées, associé à une politique prudentielle limitant

1 • Le Pérou dès 2009, et le Brésil en janvier 2011.
2 • Parmi les pays émergents, seule l'Indonésie a fait appel à ce type de régulation.

les créances en devises internationales, permet de contenir le *boom* du crédit en devises extérieures. De manière générale cependant, et pour des raisons inconnues, la revue de la littérature ne permet pas d'établir des effets systématiques et significatifs entre le contrôle sur les flux entrants et la stabilité du système financier domestique. Si dans certains cas leur établissement a des effets positifs, dans d'autres les effets sont nuls (Habermeier, 2011). En cela, il est encourageant de constater que malgré la possibilité de transgression, *via* les flux commerciaux ou les centres *offshore*, aucun effet négatif n'est mentionné, notamment parce que le caractère temporaire des mesures limite leurs coûts administratifs.

La troisième problématique relève des modalités d'application. La nature du contrôle doit être laissée à la discrétion du pays récepteur car elle dépend directement de l'état de réglementation de son secteur financier et de ses capacités administratives. L'Etat a le choix entre deux types de politiques. La première, basée sur les prix, englobe deux mesures. La première option a été choisie par le Brésil et le Pérou, entre 2009 et 2010, qui ont eu recours à l'imposition de taxes à l'entrée des capitaux à court terme. Compte tenu des possibilités pour les opérateurs de contourner ces taxes grâce aux IDE, le Brésil a dû sévir en mars 2011 en élargissant le domaine d'application de la taxe et en la renforçant. La seconde a également été appliquée par le Brésil et le Pérou, qui ont tous deux recouru au dépôt de réserves non rémunérées auprès de la Banque centrale¹. Par définition, celles-ci découragent la recherche de rentabilité, caractéristique des placements spéculatifs, puisqu'elles sont une fonction décroissante de la maturité. Ainsi, plus l'échéance de l'opération est courte (généralement inférieure à un an, voire à 6 mois dans le cas brésilien), plus la part déposée est élevée. La deuxième stratégie consiste à établir des limites administratives et discrétionnaires grâce à deux types de quotas quantitatifs. Le premier type a été appliqué par le Pérou qui, entre 2009 et 2010, a imposé des limites quantitatives aux entrées de capitaux, pour d'abord freiner les entrées (en 2009), puis pour favoriser les sorties, réduire sa vulnérabilité financière et assurer la stabilité de son taux de change (en 2010). Aucun pays latino-américain n'a utilisé la deuxième et dernière option, qui consiste à imposer une période minimale d'investissement dans le but de privilégier clairement les investissements par rapport aux placements². Globalement, les effets de chaque mesure sont aléatoires et tributaires du cadre d'analyse. Néanmoins, de manière générale, Ostry et al. (2011) préconisent des mesures basées sur les prix, et conseillent la stratégie quantitative dans le cadre de politiques prudentielles, notamment lorsque les mesures sont destinées au secteur financier. La raison est que si les mesures basées sur les

prix sont en général préférables, en raison d'un ajustement plus simple et moins opaque que celui des mesures discrétionnaires, elles s'avèrent moins efficaces lorsqu'elles s'appliquent au secteur financier, compte tenu des asymétries d'information qui le gouvernent. En effet, les prix auront du mal à être calibrés de manière appropriée dès lors que les autorités compétentes n'ont pas accès à l'information acquise par les prêteurs sur la solvabilité des emprunteurs, et qu'elles ne peuvent donc anticiper la réponse du secteur privé.

Finalement, la stratégie adoptée dépendra de la solidité du secteur financier et des coûts administratifs induits. Si Ostry et al. (2011) considèrent que certaines économies n'ont pas besoin d'établir de tels contrôles compte tenu de la fiabilité de leur secteur financier, ce n'est pas le cas des économies latino-américaines, dans lesquelles l'approche complémentaire doit être privilégiée.

Conclusion de section

Les pistes de réflexions ici données à titre préventif doivent permettre de réduire la vulnérabilité des pays débiteurs vis-à-vis des politiques menées par les pays développés d'une part, et vis-à-vis de l'humeur des marchés financiers internationaux d'autre part. Il s'agit donc de renforcer l'autonomie des pays débiteurs à la fois en termes commerciaux et en termes financiers. S'appuyant sur les failles inhérentes aux économies dites périphériques, ces mesures s'adressent donc tout particulièrement aux pays d'Amérique Latine. A l'échelle commerciale, il nous semble fondamental de renforcer la coopération régionale afin de réduire la vulnérabilité des pays débiteurs vis-à-vis des termes de l'échange. A l'échelle financière, si une meilleure régulation du secteur bancaire est fondamentale, elle doit s'accompagner d'un contrôle ponctuel sur les entrées de capitaux afin de réduire l'amplitude des cycles du crédit.

Néanmoins, les restructurations de dette souveraine demeurent « un trait naturel du mécanisme de marché, et non quelque chose qu'il faut éviter à tout prix » (Banque d'Angleterre et la Banque du Canada, *in* Kaiser, 2011, p.14). Par conséquent, si les mesures préventives peuvent limiter l'occurrence des crises et leurs impacts les plus conséquents, aucune n'est en mesure d'annihiler totalement leur éventualité. Il est donc également nécessaire de définir un mécanisme ordonné et prévisible de résolution. Compte tenu des failles béantes liées à tout mécanisme contractuel, nous préconisons à ce niveau un revirement en faveur de l'approche statutaire. L'édiction d'une telle procédure s'adresse, non plus seulement aux pays périphériques, mais à toute crise de la dette souveraine.

Section 2 : L'approche statutaire : Une garantie de l'efficacité de la procédure de restructuration

Si le reproche le plus courant fait aux restructurations antérieures et actuelles relève de leur caractère lent et laborieux, alors il est nécessaire de se pencher sur ces deux problèmes. Une procédure de restructuration efficace doit être rapide et équitable en termes de représentation des parties et de partage des coûts inhérents à l'insolvabilité. Nous avons en effet montré, dans les chapitres 1 et 3, que malgré la double responsabilité en jeu dans le déclenchement de la crise, les procédures contractuelles, trop favorables aux créanciers, n'étaient pas assurées d'être rapides mais étaient plutôt défavorables aux débiteurs. Par conséquent, nous actualisons certaines propositions, allant dans le sens d'une résolution de ces deux écueils, et proposons une procédure en deux temps (voir schéma 2 p.). Il s'agit d'abord de freiner l'engrenage de la spirale surendettement/surfinancement pour accélérer la résolution (1). Il s'agit ensuite d'établir une procédure statutaire, seule garante du respect des intérêts des deux parties au contrat, et notamment de ceux du débiteur (2). Dans un souci de cohérence de structure, les modalités d'élaboration de la tierce partie sont présentées en dernier, malgré l'intervention de celle-ci dès l'instauration du moratoire.

1 • Les mesures stabilisatrices des premières tensions

Les mesures de stabilisation permettent à la procédure de restructuration d'être accélérée. En effet, plus le problème est appréhendé précocement, plus le montant de la dette est limité, et plus la restructuration de cette dernière s'avère rapide en raison d'un climat de panique contenu. Dans cette optique, l'intervention d'un prêteur international en premier ressort (PIPR) permettrait d'enrayer une montée brutale et durable des *spreads* (1.1). Dans un second temps, si aucun revirement des *spreads* ne se produit, le moratoire et, potentiellement, un contrôle à la sortie des capitaux, peuvent s'imposer afin d'ouvrir les négociations à l'abri de la panique des marchés (1.2).

1.1 • L'intervention d'un prêteur international en premier ressort

A défaut d'une volonté politique suffisante pour instaurer un véritable prêteur international en dernier ressort, Cohen et Portes (2003) ont émis l'idée d'un prêteur en premier ressort (1.1.1). Néanmoins, les auteurs n'ayant pas approfondi les modalités d'intervention et leurs conséquences, nous les étayons dans un second temps (1.1.2).

1.1.1 • Le concept du PIPR selon Cohen et Portes

Cohen et Portes (2003) considèrent que lorsque les *spreads* commencent à s'éloigner durablement de leurs points de base, il est possible de considérer que le pays débiteur est entré dans une phase de « pré-crise ». Il est alors nécessaire de mettre en place une stratégie défensive. Les auteurs proposent dans ce cas de faire intervenir ce qu'ils nomment un prêteur international en premier ressort (PIPR). Dans la mesure où, dans cette phase, l'Etat a toujours accès aux financements privés, on ne peut pas parler de prêteur en dernier ressort, puisque celui-ci constitue la dernière signature financière du débiteur. En l'occurrence, dans le cadre de l'engouement croissant en faveur d'un réajustement de l'architecture financière internationale, incluant une réforme des missions du FMI, l'idée de l'établissement d'un PIPR, en son sein, est non seulement opportune mais également applicable politiquement, contrairement au concept du prêteur international en dernier ressort.

Les auteurs intègrent le PIPR dans le cadre d'une crise de confiance dite « pure », laquelle révèle les failles de la discipline de marché. Ainsi, la crainte de l'occurrence d'un défaut de paiement génère une augmentation des écarts de taux, laquelle finit par rendre la dette effectivement insoutenable. Dans la mesure où, lorsqu'un tel cercle vicieux est enclenché, il est souvent vain de miser sur une éventuelle coordination des créanciers pour ramener la courbe de *spreads* à la « normale », il est préférable de compter sur une action rapide de l'Etat pour infléchir la tendance. Selon les termes des auteurs, le pays s'appliquerait à lui-même une « loi sur l'usure », ou tout du moins une règle usuraire. Cette règle, décidée volontairement et préalablement par le débiteur, contraindrait ce dernier à s'interdire d'emprunter à un taux supérieur à un certain seuil, que Cohen et Portes (2003) proposent de définir entre 300 et 400 points de base. Si le pays peut sortir du cercle de l'endettement lorsque l'écart de taux dépasse ce seuil,

alors le charme auto-réalisateur de la prophétie peut être rompu. Car parallèlement à la spéculation des intervenants, ces prophéties se réalisent quasi automatiquement dès lors que l'Etat, pariant sur un retour miraculeux à la normale, persiste de son côté à emprunter à des taux devenus abusifs. En effet, l'Etat peut effectivement avoir la volonté d'appliquer des mesures destinées à restaurer la confiance des marchés lorsque les *spreads* commencent à s'emballer. Le problème est qu'il n'en a quasiment jamais le temps, les marchés agissant bien plus vite que ne s'appliquent les mesures politiques. De fait, il faut nécessairement que l'une des deux parties sorte du jeu pour que le jeu s'arrête.

Néanmoins, les auteurs laissent en suspens un certain nombre de questions qui méritent d'être abordées.

1.1.2 • Les modalités pratiques d'intervention

Une fois le seuil atteint, le débiteur ne couperait pas les flux de remboursement, comme dans le cas d'un moratoire, mais cesserait seulement de se financer sur le marché. De fait, seuls les anciens emprunts demeureraient honorables. A ce stade, le FMI interviendrait pour établir un diagnostic de la situation. Du côté du financement intermédiaire, le débiteur pourrait compter sur les ressources du Fonds aux conditions normales, assorties de la conditionnalité et à un taux inférieur à celui du marché. Nous reviendrons plus loin sur la nécessité afférente de refonder la conditionnalité. Dans cette phase, c'est surtout le diagnostic du Fonds qui importe. Ce dernier pourrait être en mesure de mieux définir le type de crise à laquelle le pays est susceptible d'être confronté, en particulier parce que la situation serait étudiée à l'abri de tout mouvement de panique. Par ailleurs, et consécutivement, le FMI serait en mesure de savoir plus facilement s'il s'agit *a priori* d'une crise de liquidité, ou si le débiteur rencontre un problème de solvabilité, de sorte que l'aléa moral serait de fait réduit. En outre, si la crise éclate quand même, ces deux distinctions joueront un rôle essentiel dans la tournure des négociations futures. Du côté du pays débiteur, l'internalisation du programme défini avec le Fonds peut s'améliorer dès lors que celui-ci tient compte de la nature de la crise. De manière sous-jacente, si la crise relève davantage de la politique économique du pays, la conditionnalité sera plus stricte que si la crise est davantage liée à une dégradation soudaine et exogène des fondamentaux ou à la seule confiance des marchés.

1 • L'accès à la LCP repose uniquement sur l'adhésion des pays débiteurs aux standards internationaux en matière de normes bancaires et financières. Il n'accepte de fait que les « bons » débiteurs, même quelque peu vulnérables. La LCP représente de fait une traduction fidèle de l'intervention d'un prêteur en premier ressort agissant tout de même selon les préceptes de Bagehot, puisqu'elle tente d'établir, *ex ante*, une distinction entre les « bons » et les « mauvais » élèves. Sans être inatteignables, les conditions d'accès sont cependant décourageantes pour les pays débiteurs, qui craignent d'envoyer des signaux d'alerte aux marchés, ce qui explique qu'aucun pays n'y ait eu recours pour l'instant. A un niveau supérieur, la Ligne de crédit modulable (LCM), créée en mars 2009 et remplaçant la Facilité de liquidités à court terme (FLC) pour répondre aux besoins des pays connaissant soudainement des difficultés d'accès aux marchés financiers, ne peut être ouverte que sur le respect de critères cette fois-ci très rigoureux. Cette nouvelle ligne ne s'adresse en effet qu'aux pays présentant « une robuste politique économique et de très solides antécédents économiques » (FMI, 2011, p.1). L'accès aux ressources du Fonds n'est pas plafonné, mais la conditionnalité s'établit *ex ante*, et ne dévie pas vraiment de la conditionnalité « traditionnelle » du Fonds. Le Mexique, la Colombie et la Pologne ont déjà fait appel à cette facilité, mais aucun d'entre eux n'a encore effectué de tirage. Ces conditions d'accès reposent donc uniquement sur le comportement présent et passé du débiteur. En d'autres termes, tout le poids de l'ajustement repose encore sur le débiteur.

En outre, le programme établi entre le Fonds et le pays membre enverrait un signal positif aux créanciers sur la bonne foi de leur débiteur. Il serait alors légitime de s'attendre à une diminution de la prime demandée par les marchés après apaisement des tensions. Dans la mesure où le programme ne pourrait entièrement s'appliquer à l'ombre des marchés, le discours approuvé du FMI aurait, comme de coutume, plus de valeur que la mise en œuvre effective de la conditionnalité. Il faudrait compter pour cela sur la crédibilité du Fonds. L'avantage d'une telle intervention réside également dans le fait que, contrairement à la Ligne de crédit préventive (LCP) et à la Ligne de crédit modulable (LCM)¹, elle ne repose pas uniquement sur la politique économique du pays, mais sur les signaux du marché. L'objectif serait de réduire l'appréhension liée à son utilisation, et d'ouvrir l'accès aux pays plus vulnérables qui n'auraient alors accès ni à la LCP, ni à la LCM.

Le problème se pose donc si les *spreads* ne se réduisent pas. Ici, Cohen et Portes (2003 ; 2004) ne précisent ni l'attitude potentiellement adoptée par les marchés pendant le laps de temps durant lequel le pays en sort, laquelle peut également se traduire en termes d'équilibres multiples, ni au bout de combien de temps le pays peut y revenir. Sur le premier point, il convient de rappeler que la mise en œuvre d'un programme de stabilisation a rarement rassuré les marchés sur un potentiel retour à la solvabilité de la dette. De fait, rien n'assure que le discours du Fonds permette un retour à la normale. Sur le second point, il serait nécessaire d'établir un laps de temps jugé nécessaire au FMI pour diagnostiquer la situation, durant lequel le pays débiteur s'interdirait tout accès aux marchés. Cette période pourrait, par exemple, être définie entre un et trois mois, selon la difficulté de la situation. Durant cette période, aucun garde-fou n'est prévu par les auteurs, ce qui pose problème dans le cas où le signal envoyé aux marchés par la sortie du débiteur génère une course à la liquidité. Il s'agit là, hypothétiquement, d'un problème annexe, puisque la généralisation d'une telle pratique peut faire l'économie de mesures de protection dans la mesure où la sortie ne serait plus considérée en elle-même comme un signe de défaillance. Le problème se posera donc surtout au niveau du, ou des premiers débiteurs à adopter une telle règle. L'enjeu du *first mover* nécessite alors de prévoir un contrôle sur les sorties de capitaux en cas d'emballlement des *spreads* après la cessation d'emprunt du débiteur sur les marchés.

L'interrogation demeure quant à la pertinence du Fonds dans le rôle de PIPR. *A priori*, le FMI est compétent pour revêtir un tel costume dans la mesure où il répond à sa mission d'assurer la stabilité du système financier international. Mais de la même manière que dans le cadre de la conditionnalité (cf. infra), une telle fonction ne peut être

1 • Il serait effectivement possible d'appuyer la nécessité d'une Chambre de compensation internationale (cf. infra) aux statuts et au fonctionnement différents de ceux du Fonds, mais cela implique une volonté politique forte. Or, la crise actuelle de la dette en Europe montre bien que, malgré l'urgence et la gravité de la situation, l'idéologie demeure constante et qu'aucun revirement n'est à l'œuvre.

efficacement assurée si l'hypothèse sous-jacente à l'intervention demeure l'efficience des marchés libres. En effet, c'est cette hypothèse qui conduit implicitement le Fonds à interdire toute cessation des flux de paiements au débiteur, de sorte que les renflouements de l'institution ont habituellement pour vocation de permettre la continuité de ces flux. De fait, il ne revient pas tant au pays débiteur de s'appliquer une loi sur l'usure qu'au FMI de l'admettre et de la promouvoir, ce qui suppose un revirement important dans son idéologie. Dans ce cas, si la création *ex nihilo* d'un PIPR à l'idéologie moins affirmée semble politiquement irréalisable¹, il apparaît moins utopique de compter sur une action conjointe des pays débiteurs pour contraindre la communauté internationale à opérer un tel revirement. L'immunité souveraine existe toujours en théorie, de sorte que l'option de la répudiation n'est pas entièrement désuète (voir infra). En toute logique, plus les débiteurs prendront des mesures unilatérales, lorsque la situation s'envenime, plus la communauté officielle commencera à réfléchir à l'éventualité d'encadrer ces mesures de sorties.

Au-delà des questions de forme, si, au-delà du temps imparti, les *spreads* fléchissent, alors la situation peut être considérée comme résolue, bien qu'une surveillance s'impose encore à court terme. Mais si l'écart ne se réduit pas, alors le pays peut être jugé comme étant effectivement en situation de crise, et la nécessité d'un moratoire doit alors être réaffirmée.

1.2 • La légitimation du moratoire et du contrôle sur les sorties de capitaux

L'analyse du déroulement de nombreux processus de restructuration montre qu'une cause importante de leur échec se situe au niveau du climat dans lequel ils s'opèrent. Un climat de panique, cernant aussi bien les créanciers que leur débiteur, ne peut naturellement générer des négociations fructueuses. L'obsession du remboursement constitue ainsi une erreur, d'autant qu'elle mène parfois directement à la crise de solvabilité (1.2.1). Dans ces conditions, le seul moyen de générer un climat coopératif dans les négociations est de légitimer le moratoire sur les paiements et, si nécessaire, le contrôle temporaire à la sortie des capitaux (1.2.2).

1.2.1 • L'erreur de la persistance des flux de remboursement

La règle de faillite, prise en son sens juridique, impose un climat de type coopératif et, de fait, un arrêt des flux de remboursements afin de restructurer la dette « à l'abri de la pression des marchés » (Sgard, 2004, p. 8). Or, l'obsession du Fonds de maintenir à tout prix les flux de remboursements ralentit le processus de négociations sans pour autant aboutir à un accord de restructuration efficace. C'est la position dominante, et l'incertitude entourant le processus de restructuration, qui amènent le débiteur à retarder le plus possible sa déclaration de défaut. De fait, il est légitime de se questionner également sur le rôle du FMI, ou plus généralement de la communauté officielle internationale, dans le retardement pathologique du défaut. En effet, en se prononçant contre, ou en laissant un vide sur le sujet, la communauté officielle internationale amène à considérer tout moratoire unilatéral comme un signal de défiance, de sorte que le débiteur n'a pas intérêt d'y avoir recours. Or toute restructuration devant être assortie d'un moratoire sur les paiements, il devient alors rationnel pour le débiteur de la retarder le plus possible. En outre, la persistance des flux de remboursements lèse inévitablement le débiteur, et a un effet paradoxal du côté des créanciers. D'un côté elle ne bénéficie qu'aux marchés, lesquels sont non seulement assurés d'être remboursés le plus longtemps possible, mais peuvent également acquérir des profits considérables. Ces bénéficiaires sont précisément retirés de la prime de risque qui s'accroît brutalement sous l'effet de la suspicion des marchés quant à la capacité d'une telle situation à perdurer. D'un autre côté, c'est la persistance des flux de remboursement qui rend la restructuration *in fine* difficile. C'est elle en effet qui engendre, au moins partiellement, le problème d'action collective, puisque les ressources du débiteur ont tellement été réduites auparavant que les créanciers doutent d'être tous correctement honorés. Or, ce doute émerge à raison, puisque plus le montant de la dette à restructurer est élevé, avec des ressources largement épuisées, plus la décote est importante. Au final, une telle obsession à ne pas couper les flux de paiements ne fait qu'accroître le montant de la dette en défaut et, de fait, la difficulté de la restructuration.

En outre, l'outil le plus à même d'apaiser les tensions inhérentes au processus de négociation est le moratoire sur les paiements, qui était prévu dans le MRDS, mais qui a été relégué au second plan dans le cadre des CAC. L'idée d'un moratoire quasi automatique est venue se heurter de plein fouet à l'opinion des marchés, selon laquelle le débiteur défaillant est l'unique responsable de sa situation et doit de fait en assumer pleinement les conséquences.

Or, du côté de la littérature, non seulement les critiques portant sur l'imposition d'un moratoire en cas d'emballlement de l'encours de la dette ne sont pas nombreuses, mais elles peuvent également être nuancées. Premièrement, il est régulièrement reproché au moratoire de compromettre la primauté des contrats (Haldane et Kruger, 2001). Mais le fait même pour un débiteur d'être illiquide ou insolvable représente une entorse à l'intégrité dudit contrat. En ce sens, le moratoire sert justement à rétablir une certaine intégrité, puisqu'il permet une renégociation au calme, laquelle préserve davantage la valeur de recouvrement des créances qu'un mouvement de panique sur le marché secondaire. Deuxièmement, le moratoire peut apparaître, aux yeux d'un débiteur mieux protégé, comme une opportunité de défaut stratégique. A ce niveau, et dans la lignée de Ghosal et Miller (2003), non seulement l'analyse préalable du Fonds peut permettre de trancher sur la bonne foi du débiteur, mais dans tous les cas, un défaut stratégique est rapidement perceptible de la part des créanciers, de sorte que le débiteur, qui reste un pays émergent relativement dépendant des capitaux extérieurs, encourt des sanctions qu'il n'est sûrement pas prêt à assumer (Reinhart et Rogoff, 2010). Troisièmement, le défaut peut donner lieu à une évasion brutale des capitaux étrangers implantés dans le pays débiteur. Il faut ici distinguer les opérateurs menaçants, qui ont des visées à court terme, et les investisseurs fiables, davantage impliqués dans l'économie du pays. Ces derniers ont déjà beaucoup moins d'intérêt à retirer leurs billes, même en période de cessation de paiements, d'une part compte tenu de leurs objectifs, qui n'est pas purement spéculatif, et d'autre part parce que l'Etat a tout intérêt à protéger leurs investissements. Pour les premiers cependant, un contrôle temporaire sur les sorties de capitaux peut permettre d'enrayer le cercle vicieux du retrait massif. Ce deuxième outil répond à la quatrième critique, selon laquelle un moratoire ne peut être efficace sans contrôle des mouvements de capitaux. En effet, non seulement le contrôle serait temporaire, de sorte que son coût serait réduit, mais il ne s'attaquerait qu'aux opérations spéculatives, qui sont les plus déstabilisantes pour les économies en général, et émergentes surtout. Sgard (2002) rappelle en effet que le contrôle à la sortie des capitaux permet de maîtriser une crise de liquidité contre laquelle le moratoire, seul, ne peut rien. D'un côté, le moratoire n'a aucun effet sur les retraits massifs en interne, notamment lorsque les agents domestiques détiennent une partie non négligeable de la dette. De l'autre, le moratoire, synonyme de défaut effectif, peut générer une dégradation de la note du souverain, laquelle ne saurait être inférieure à celle des entités domestiques privées. Cette double rétrogradation peut alors aisément

précéder la liquidation des portefeuilles d'actifs des agents nationaux et internationaux. Enfin, « contrairement au moratoire [cette mesure] n'est pas exposée à des poursuites judiciaires puisqu'elle relève du principe de souveraineté » (Sgard, 2002, p.262). Le danger supposé d'une légitimation du moratoire concerne le renforcement des coûts d'emprunt pour les économies susceptibles de le déclencher. Dans ce dernier cas, il doit être présenté aux marchés comme un avantage, puisqu'il doit préserver la valeur de recouvrement en cas de défaut. Si ce n'est pas le cas à l'unanimité, il y a ici aussi de bonnes raisons de croire que les investisseurs adopteront un comportement bien différent de celui des spéculateurs. En outre, la différence de coût selon la maturité du placement permettrait d'orienter davantage les emprunts vers le moyen et le long terme. Or, il est désormais acquis que la fiabilité des apports de fonds constitue une condition *sine qua non* à la croissance et au développement des économies dans la mesure où elle réduit leur vulnérabilité vis-à-vis des financements extérieurs (Martin et Penalver, 2003). Ainsi, les débiteurs gagneraient vraiment à bénéficier « d'un flux moindre, mais plus stable, de capitaux... » (Haldane et Kruger, 2001, p.22).

De fait, comme le soulignaient Miller et Zhang (1999, p.5) il y a déjà plus de dix ans, « le temps est venu de changer le système financier international afin de limiter ce droit des créanciers dont le libre exercice menace l'efficacité sociale ». En outre, le moratoire ne bénéficie pas qu'au pays qui l'instaure, mais également aux créanciers et à la communauté internationale dans son ensemble.

1.2.2 • Les bénéfices multilatéraux du moratoire

Un moratoire ordonné, avec un appui du FMI et la légitimation apportée *ex post* par l'instance arbitrale (voir infra), peut en outre bénéficier au débiteur tout autant qu'à ses créanciers. D'une part, il favorise l'action concertée des créanciers en diminuant l'incertitude, autour du comportement du débiteur et de leurs homologues, et en enrayant la spirale de l'autoréalisation des anticipations. Il a, à ce titre, la même fonction que celle de la mise « hors-jeu » du débiteur lorsque les *spreads* dépassent les 300 ou 400 points de base, à ceci près qu'il ne fait pas que prévenir la débâcle, dans la mesure où il peut, également, à cette étape la résoudre. D'autre part, il fournit des motivations communes au débiteur et aux créanciers en accélérant la renégociation. Puisque les crédits officiels doivent être limités durant le moratoire, le débiteur aurait tout intérêt à négocier une restructuration

rapide, ce qui profiterait également aux créanciers compte tenu de la préservation consécutive de la valeur des créances. Cela étant dit, le FMI doit maintenir ses crédits aux pays en situation d'arriérés dans les cas où le débiteur se trouverait en difficulté face à des créanciers illégitimement récalcitrants. A ce niveau, le moratoire répond également au problème de l'incohérence temporelle (« *time inconsistency* » *trap*) auquel sont confrontés les gouvernements illiquides en attendant l'intervention financière du Fonds (Miller et Zhang, 1999). Enfin, le moratoire protège non seulement les deux parties au contrat, mais s'avère également efficace quelle que soit la nature de la crise. En effet, en cas d'illiquidité, il permet un rééchelonnement rapide de la dette (Haldane et al., 2003), tandis qu'en cas d'insolvabilité, il permet un allègement du poids de la dette. Il peut également s'avérer utile en phase intermédiaire, car il permet d'éviter qu'une crise de liquidité ne se transforme en crise de solvabilité, et il réduit alors le risque de défaut (Martin et Penalver, 2003).

Pour autant, le moratoire n'a pas vocation à être automatique, notamment parce que ses effets ne le sont pas. Comme alternative viable, Bolton (2003) propose que les retraits ne puissent s'effectuer qu'en monnaie locale, et que les dépôts soient indexés sur l'inflation tant qu'il restent dans les banques. Si la décision d'imposer un moratoire doit appartenir au débiteur, elle doit surtout être préalablement légitimée pour ne pas apparaître comme un comportement de défiance de sa part. En outre, il n'est pas indispensable qu'il ait un fondement juridique, d'autant qu'une telle fondation représente une tâche colossale sans pour autant obtenir un gage de succès. Schwarcz (2000, *in* Haldane et Kruger, 2001) considère que le cadre réglementaire peut être aisément remplacé par un ensemble de directives répondant aux critères d'une restructuration efficace. D'abord, la communication entre le débiteur et ses créanciers doit s'inscrire dans un cadre de coopération, et non de concurrence, ce qui remplit la condition d'un comportement de bonne foi de la part du débiteur. Ensuite, l'offre doit être raisonnable, au sens où elle doit préserver autant que possible la valeur des actifs tout en assurant la soutenabilité de la dette à moyen terme. Troisièmement, le traitement des créanciers détenant un même type de créance doit être identique, tandis que le traitement des différentes créances doit être équitable. Quatrièmement, la préséance des apports nets en argent frais sur les créances préexistantes doit être clairement établie une fois pour toutes. Enfin, le moratoire devrait être appliqué sur un laps de temps clairement défini afin d'éviter tout abus. Le refus de l'offre du débiteur à l'issue du délai devrait alors faire l'objet d'une analyse pour savoir laquelle des deux parties adopte un comportement de mauvaise foi. Nous reviendrons sur ce point dans la partie consacrée à la nécessité de l'intervention d'une tierce partie.

Ainsi, si le PIPR et le moratoire, dans le cas de l'absence d'un retour à des conditions normales de financement, peuvent permettre d'accélérer la résolution de la crise. Néanmoins, une procédure statutaire capable de les institutionnaliser et d'arbitrer la restructuration demeure nécessaire. En outre, elle seule garantit l'efficacité d'une procédure, dont l'objectif principal demeure la juste répartition des coûts de la crise.

2 • La résolution de la crise : La nécessité d'une tierce partie aux négociations

L'efficacité de la procédure de restructuration ne peut être assurée si les parties négocient à l'ombre de la loi, notamment en raison des comportements opportunistes largement susceptibles d'émerger. Dans ces conditions, si les intérêts des créanciers sont assurés, ceux du débiteur, même souverain, sont bafoués. Or, l'équité du partage du fardeau de la dette doit constituer le critère premier d'une restructuration efficace, et demande consécutivement une meilleure protection du débiteur (2.1). Par conséquent, une procédure formelle et centralisée autour d'une tierce partie, seule capable de rééquilibrer les pouvoirs en présence, doit s'imposer (2.2).

2.1 • Le critère essentiel d'une restructuration efficace : L'équité du partage du fardeau

L'équité du partage du fardeau exige de passer outre l'opinion des marchés pour protéger davantage le souverain. Le chapitre 2 a effectivement montré que l'immunité souveraine est juridiquement fragile au sein des relations financières avec des agents privés. Il ne s'agit pas pour autant de réhabiliter une totale immunité souveraine au sens juridique, mais d'améliorer la protection souveraine en termes économiques. Dans ces conditions, la redéfinition de la conditionnalité a un grand rôle à jouer, car c'est elle, en premier lieu, qui lui est défavorable (2.1.1). Parallèlement, le débiteur doit pouvoir avoir accès à des financements intermédiaires pendant la procédure, d'une part parce qu'il s'agit d'une règle basique propre à toute procédure de restructuration, et d'autre part parce qu'un souverain, encore plus qu'une entité privée, a des devoirs incontournables vis-à-vis de ses assurés sociaux (2.1.2).

2.1.1 • La redéfinition de la conditionnalité

La redéfinition de la conditionnalité, au vu des nombreuses missives qui lui sont pertinemment adressées, doit être profonde. Son adaptation à la réalité économique implique en premier lieu une adaptation de l'analyse de viabilité de la dette conforme à la réalité des flux de remboursements. En ce sens, l'analyse en termes de pure solvabilité doit transiter vers une analyse en termes de soutenabilité, et notamment de soutenabilité sociale (2.1.1.1). Ensuite, il apparaît fondamental d'adapter les politiques économiques à la réalité des mouvements de marché et de privilégier le pragmatisme et le caractère contracyclique des mesures adoptées (2.1.1.2).

2.1.1.1 • Une analyse de la viabilité de la dette en termes de soutenabilité sociale

Le fait d'occulter la dimension sociale de la dette dans la pratique rend toute analyse de sa viabilité¹ impertinente. La solvabilité de la dette ne répond qu'à l'objectif de recouvrement maximal des créanciers dans la mesure où elle focalise sur la mise à contribution de toutes les ressources du débiteur pour honorer le remboursement de la dette. La soutenabilité équilibre, quant à elle, les deux intérêts en jeu. Elle induit effectivement la nécessité de lever les ressources nécessaires au remboursement de la dette, mais pas au détriment des services sociaux de base. De fait, elle répond aux principes du chapitre 7 du Code des faillites américain pour les entités publiques, lequel implique la préservation des obligations de l'Etat envers sa population au détriment du remboursement des créanciers. L'absence d'un partage équitable du fardeau peut mener aux « conséquences de la paix » qu'avaient prévues Keynes en 1919, après la soumission de l'Allemagne par le traité de Versailles. Car si pour les créanciers le fardeau est avant tout économique et financier, pour l'Etat, il est avant tout social. Si une réaction armée est peu probable, des émeutes internes, comme lors de l'application des PAS, sont par contre prévisibles. Ce sont elles, toujours, qui mènent à la répudiation de la dette ou autres réactions unilatérales et extrêmes de l'Etat. L'absence de prise en compte des besoins de la population débitrice dans les analyses de viabilité de la dette conduit à la prescription de politiques d'ajustement uniquement centrées sur les intérêts des créanciers (Berr et Combarous, 2007). A travers le traité de Versailles, l'ingérence des créanciers dans les affaires de l'Etat débiteur était extrême et explicite.

Avec les politiques d'ajustement, celle-ci reste illégitime, mais se montre plus implicite. D'où, là encore, leur échec. Ainsi, le respect plus rigoureux des objectifs de croissance de l'Etat débiteur dans l'analyse de la viabilité de la dette, qui mène à la prescription de la conditionnalité, doit permettre d'équilibrer les intérêts des créanciers et du débiteur avant de parvenir à un plan de restructuration plus efficace.

Berr et Combarrous (2007) proposent alors une nouvelle analyse de la viabilité de la dette, axée non plus sur l'objectif de retour à la solvabilité, mais à celui de la soutenabilité. Le postulat de départ, auquel nous adhérons, est que la soutenabilité sociale ne peut être appréhendée qu'à travers le fardeau du service de la dette, et non de son stock. Le stock, en tant que variable statique et ponctuelle, ne présente de danger qu'à l'arrivée à échéance du contrat. Le service, dynamique et régulier, pèse pour sa part, davantage sur les finances publiques puisqu'il impose un sacrifice constant, notamment sur les dépenses sociales. Les auteurs proposent alors deux types d'indicateurs révélant respectivement la charge de la dette pesant sur la population débitrice (le service de la dette par habitant ; SDHA) ainsi que sur la capacité de développement du pays. Le premier est mesuré en parité de pouvoir d'achat (PPA) constante. Le second intègre le poids du service de la dette sur la capacité d'investissement (SDIK, mesuré par la formation brute de capital fixe), sur les dépenses publiques d'éducation (SDPED) et sur les dépenses publiques de santé (SDPSA). L'utilisation de ces indicateurs sur plus d'une centaine de PED à moyen terme¹ montre que les pays latino-américains ont été les plus durement affectés par le service de la dette durant les années 1990 et le début des années 2000. Pourtant, bien que ces pays soient ceux qui ont répondu le plus efficacement à leurs devoirs, aucun n'a bénéficié d'une annulation de dette, notamment au titre de l'initiative PPTE. Les indicateurs officiels du Fonds, représentatifs des intérêts des créanciers, peuvent légitimement être complétés par les ratios de soutenabilité sociale dans la mesure où l'objectif est de rendre l'analyse de la viabilité conforme à l'objectif de partage équilibré du fardeau de la dette.

C'est dans cette optique que les auteurs construisent un indicateur multidimensionnel de soutenabilité qui, comme son nom l'indique, prend en compte les deux types de besoins en jeu. En effet, « il chiffre le niveau moyen atteint par chaque pays du point de vue de trois aspects essentiels : a) la capacité des pays endettés à assurer leurs engagements de débiteurs, b) la charge effective du « poids social » de la dette sur les populations des pays concernés, et c) la substituabilité du remboursement de la dette au développement aussi bien économique qu'humain » (Berr et Combarrous, 2007, p.18). Le premier aspect garde

1 • Ce dernier, noté SDDT, correspond au ratio $[SIDK+SDPDH]/2$, où le SDPDH correspond à $[(1/SDPSA)+1/SDPED]$.

le ratio le plus utilisé, qui rapporte le service de la dette au montant des exportations. Le deuxième observe le montant du service de la dette par habitant. Le troisième, enfin, constitue un indicateur composite, révélant le poids de la dette sur le développement économique (mesuré par l'investissement) et humain (mesuré par les dépenses d'éducation et de santé)¹.

Il faudrait néanmoins aller encore plus loin et inclure l'ensemble de la dette publique dans le cadre de viabilité de la dette. En effet, nous avons montré que l'encours de la dette privée pèse lourdement sur les finances publiques en cas de crise. D'autre part, la part croissante de la dette domestique dans l'encours total de la dette publique (voir chapitre 3) demande d'intégrer cette partie dans les analyses de viabilité. Si certaines règles prudentielles, à l'instar de l'assurance sur le capital des banques proposée par Kashiap et al. (2008), peuvent permettre de réduire l'intervention publique en cas de crise du secteur privé, la soutenabilité de la dette ne peut pas être appréhendée seulement par l'analyse de la dette extérieure.

Le traitement global de la problématique de la viabilité de la dette impose donc au préalable la conjugaison équilibrée des deux types d'intérêt en jeu, ce qui n'est toujours pas le cas actuellement au sein du Fonds. La définition d'un cadre d'analyse tendant vers cet objectif signale pourtant qu'un tel traitement est d'ores et déjà établi et opérationnel. Le cadrage des auteurs s'appuie précisément sur la démarche du Programme des Nations Unies pour le Développement (PNUD). Or, dans la mesure où le FMI s'est engagé dans la poursuite des Objectifs du millénaire pour le développement (OMD), son analyse de la viabilité de la dette apparaît alors paradoxale. Une voie pertinente possible constitue donc un changement de cap en faveur d'un traitement de la problématique par l'approche de la soutenabilité. Sans cette approche, la conditionnalité ne peut répondre à l'un de ses objectifs principaux. Elle ne peut effectivement être intégrée par le pays récipiendaire et ainsi véritablement favoriser la croissance, laquelle permet à son tour de lever les ressources nécessaires au remboursement des emprunts.

En outre, une fois la soutenabilité de la dette intégrée dans les analyses financières, les politiques d'austérité appliquées quelles que soient les circonstances ne peuvent légitimement demeurer.

1 • L'approche monétaire de la balance des paiements (qui est, pour le Fonds, le premier indicateur de la solvabilité de l'Etat) calcule le montant de crédit selon l'objectif fixé en termes de réserves extérieures. Elle part donc du principe que les déséquilibres de balance des paiements émanent de l'excès de création monétaire. Elle repose sur deux postulats. D'abord, la demande de monnaie dépend des besoins de transaction, de sorte qu'elle est stable à court terme et prévisible à long terme. Ensuite, l'offre de monnaie est exogène, puisqu'elle résulte d'une décision de la Banque centrale. Par conséquent, toute expansion du crédit intérieur génère une baisse des avoirs extérieurs nets.

Le modèle de « l'Absorption » considère que tout déficit extérieur n'est que le reflet du déséquilibre intérieur, le solde de la balance courante étant égal à la différence entre le PIB et la demande effective (consommation et investissement, également appelés, ici, absorption). De fait, les racines du déséquilibre sont à rechercher dans la demande effective interne, et elles renvoient à des niveaux de revenus trop élevés (Raffinot, 1991).

2.1.1.2 • Des politiques conjoncturelles contracycliques et à visage humain

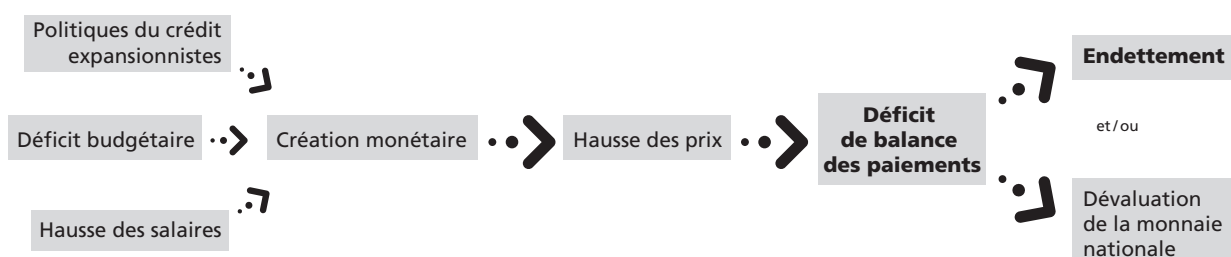
La conditionnalité est née précisément de la renégociation des dettes souveraines une fois la politique de la canonnière abolie. Tout comme dans le cadre de la faillite privée, son rôle est de coordonner les créanciers, de répartir les coûts d'ajustement et de trouver un plan de sortie à la crise. Cela suppose à la fois un plan de restructuration viable et un retour du pays sur les marchés. Sgard (2002, p.224) rappelle que cette fonction a toujours été assurée par un acteur tiers, garant de sa « cohérence intertemporelle, c'est-à-dire de l'équité *ex post* des engagements ». La conditionnalité implique nécessairement une relation d'égal à égal entre celui qui la finance et celui qui l'applique, ce qui explique que le FMI ait, dans le cadre du contrôle de l'utilisation de ses ressources, un droit d'ingérence dans les affaires publiques du débiteur souverain. Ce n'est donc pas tant le pouvoir du Fonds sur le souverain qui est en jeu, mais la pertinence des mesures ainsi imposées.

Or, parmi les missions pour lesquelles le FMI a été créé en 1944, et compte tenu des mesures qu'il impose depuis trente ans, deux aspects peuvent aujourd'hui être jugés remarquables. D'abord, le Fonds devait assurer la stabilité des systèmes monétaire et financier internationaux, précisément parce que les marchés libéralisés avaient été reconnus incapables de s'en charger. D'autre part, le FMI émanait alors de la considération selon laquelle il était nécessaire « d'exercer sur les Etats une pression internationale pour les amener à adopter des politiques économiques expansionnistes (augmentation des dépenses publiques, réduction d'impôts ou baisse des taux d'intérêt pour stimuler l'économie) » (Stiglitz, 2002, p.42). Aujourd'hui pourtant, c'est l'extrême inverse qui est assigné, puisque le FMI est « le champion fanatique de l'hégémonie des marchés » (op. cit.) qui ne fournit des liquidités que si les Etats débiteurs appliquent des mesures d'austérité. Ces politiques, appliquées en temps normal comme en temps de crise, ont été lourdement critiquées pour leurs conséquences économiques et sociales.

En théorie, l'approche monétaire de la balance des paiements et la théorie de « l'Absorption », toutes deux orthodoxes, amènent nécessairement à considérer qu'en cas de difficultés de paiements, les causes sont à rechercher en interne, dans l'économie débitrice¹. Considérer que l'endettement résulte d'un déséquilibre de la balance des paiements revient donc à conclure que le déséquilibre vient d'un excès de la demande, et d'un excès de crédit (voir schéma 1). Ainsi, comme l'énonçait déjà l'Hériteau en 1982,

les programmes du FMI « ne sont pas des modes d'adaptation de quelques variables à une réalité interne mais des modes d'ajustement de la réalité interne à une contrainte externe » (L'Héritau, 1982, p.30).

Schéma 1 : Les postulats de la conditionnalité du FMI



Source : L'Héritau, 1982

Or, lors de la crise de 1982 par exemple, certains pays excédentaires étaient pourtant très endettés, à l'instar du Venezuela, tandis que d'autres, déficitaires, comme les pays importateurs de pétrole, avaient un niveau d'endettement viable. Par ailleurs, la procyclicité des capitaux infirme, à elle seule, l'hypothèse de compensation des déséquilibres par l'endettement. De même, la demande extérieure de conversions des avoirs réfute l'hypothèse de la stabilité de la demande monétaire et celle de l'exogénéité de l'offre de monnaie. Ainsi, en pratique, la conditionnalité a pour principale conséquence d'annihiler toute perspective de croissance en étouffant la demande, que ce soit à court terme (Calvo, 2003), ou à moyen voire long terme (Stiglitz, 2006). Toutefois, elle ne permet pas de stabiliser le processus d'endettement, qui reste promu puisque la contrainte extérieure est minimisée par ses bienfaits théoriques. Dans la sphère sociale, par effet d'enchaînement, les PAS aboutissent donc à un accroissement de la pauvreté, puis à des émeutes populaires, lesquelles déstabilisent la démocratie en radicalisant les opinions politiques. Or, la principale source de remboursement reste la croissance économique, et l'application de la conditionnalité dépend étroitement de son acceptation par la population qui la subit.

La conditionnalité agit en deux temps. Elle veille en temps normal et s'accroît en temps de crise, de sorte qu'elle est à la fois *ex ante* et *ex post*. Or, les deux versants de la conditionnalité doivent être révisés en profondeur afin de la rendre adaptable et efficace. En amont, une solution serait de revenir aux préceptes de Keynes et de privilégier les politiques conjoncturelles contracycliques dans la conditionnalité *ex ante*. Même si la meilleure des protections ne constitue pas un rempart inébranlable contre la crise, elle

peut au moins permettre d'en limiter la survenance et d'en réduire les effets les plus graves. Les économies latino-américaines l'ont relativement compris depuis le début des années 2000. Après la restructuration de la dette argentine en 2005, la zone a, dans l'ensemble, profité d'une conjoncture internationale favorable en termes de demande extérieure et d'afflux des capitaux internationaux. De plus, certains pays ont élargi et approfondi leurs sources de financements internes, amélioré leur réglementation bancaire et constitué des réserves de changes. Ainsi, lorsque les entrées de capitaux ont été brutalement freinées à la suite de la faillite de Lehman Brothers en 2008, les pays avaient alors la résistance nécessaire pour y faire face, du moins temporairement. C'est là une leçon à retenir en matière de prévention. Il ne s'agit pas de trancher catégoriquement entre les avantages et les inconvénients intemporels des politiques d'austérité et de relance, mais de jouer de ces avantages et inconvénients selon la conjoncture. Ainsi, une conjoncture favorable appelle une politique de prudence, assortie de la constitution de réserves, d'une contenance des dépenses budgétaires, d'un relèvement modéré des taux d'intérêts et de la fiscalité, d'une plus grande attention de la politique prudentielle sur le secteur bancaire, ou encore d'un contrôle sur les entrées de capitaux. En période de perturbation, non seulement la politique de rigueur menée précédemment constitue un gage de bonne foi de l'Etat débiteur, notamment au regard de l'intervention potentielle du PIPR, mais elle permet également de parer certaines conséquences préjudiciables à la croissance en transitant vers une politique plus expansionniste. Elle permettrait en effet de soutenir l'emploi et, de fait, la consommation et l'investissement, puisqu'elle serait assortie, toujours de manière modérée, de mesures inverses.

L'ampleur prise par la conjoncture conditionnerait l'ampleur avec laquelle les dispositions sont appliquées. Ainsi, en aval, c'est-à-dire en période de crise, la politique de relance devrait alors être plus libérée pour lutter contre la pauvreté, ce qui implique le soutien financier de l'instance chargée de la définition de la conditionnalité. Les ressources accumulées dans les périodes favorables pourraient effectivement s'avérer insuffisantes. La conditionnalité *ex post* prendrait alors tout son sens en maintenant les bases d'une croissance économique, *in fine* seule garante de la capacité de remboursement de l'Etat. La conditionnalité serait alors séquentielle, pour maintenir la demande des classes les plus pauvres, et susceptible de tabler sur l'austérité pour d'autres catégories sociales. En l'occurrence, si l'austérité s'avère incontournable, elle ne doit pas toucher la population dans son ensemble mais s'appliquer graduellement et temporairement pour

1 • « Elle se distingue de la "société" en général dans le sens où elle implique des citoyens qui agissent collectivement dans un espace public pour exprimer leurs intérêts, leurs passions et leurs idées, échanger des informations, atteindre des buts communs, interpellier les pouvoirs publics et demander des comptes aux représentants de l'Etat. Elle n'inclut pas les efforts politiques visant à prendre le contrôle de l'Etat » (op. cit.)

chaque couche, ou chaque secteur d'activité. Wei et Frankel (1996) ont montré que la libéralisation commerciale s'avère politiquement épineuse si toute la population se sent simultanément lésée. Il est donc nécessaire de procéder par tranche, en lésant une partie tandis que les autres restent protégées, et ainsi de suite. Un tel revirement en temps de crise impose à l'entité compétente d'avoir pour mission la défense de la stabilité du système financier international, et non plus la défense des intérêts de la finance. Cette nouvelle mission englobe également la sauvegarde des pays débiteurs, notamment face à la responsabilité des marchés dans le déclenchement de la crise. *Ex ante*, cela suppose une grande vigilance dans la mission de surveillance et de conseils et une fine connaissance des économies dans lesquelles l'instance compétente est susceptible d'intervenir. Certains auteurs ont d'ailleurs proposé la régionalisation du FMI (Jacquet et al., 2002), laquelle impose la présence permanente de certains de ses experts dans le pays d'accueil. De manière plus générale, l'on pourrait effectivement imaginer une instance centrale et des annexes régionales. Loin de la doctrine des *Money Doctors*, celles-ci n'auraient pas tant vocation à l'ingérence qu'à l'observation et, si besoin, au conseil. Une autre solution, plus acceptable au niveau local, serait d'établir une étroite collaboration avec la société civile (voir ci-dessous). *Ex post*, le revirement implique l'inclusion de la soutenabilité sociale de la dette dans les analyses de viabilité, car si les conséquences sociales de la dette étaient considérées à leur juste valeur, les politiques d'austérité ne seraient pas imposées aussi drastiquement en temps de crise.

Une conditionnalité à visage humain sous-entend dès lors la participation de la société civile dans son élaboration. Selon Diamond (1999, *in Alternatives Economiques*, 2005, p.12), la société civile est « le domaine de la vie sociale organisée qui se fonde sur le volontariat, la spontanéité, une autosuffisance, l'autonomie vis-à-vis de l'Etat, qui est lié par un ordre légal ou un ensemble de règles communes »¹. Selon la Banque mondiale, une société civile ne peut être légitimement entendue que si elle satisfait à trois critères (*in* Cling et al., 2002). Premièrement, elle doit être légitime, dans la mesure où le (les) représentant(s) doivent être habilité(s) ou reconnu(s) publiquement. Deuxièmement, le groupe doit être représentatif, c'est-à-dire représenter les intérêts et les besoins de la population concernée. Enfin, il doit être capable, disposant alors des « capacités organisationnelles et analytiques pour remplir ses objectifs, énoncer ses demandes, défendre ses intérêts et pour participer au dialogue national » (Cling et al., 2002, p.188). La relation entre les acteurs doit s'inscrire dans une visée collaborative, ce qui suppose de donner à la société

civile les moyens humains et techniques nécessaires pour ne pas être réduite à la pure contestation (Jacquet et al., 2002). En outre, lorsque l'austérité s'imposerait, notamment parce qu'une politique trop expansionniste a été menée en période de conjoncture favorable, une telle collaboration permettrait d'atteindre l'objectif d'internalisation de la conditionnalité (FMI, 2008), *via* l'appropriation des mesures par la population. En effet, une fois la société représentée de manière légitime, l'application de certaines mesures serait plus facilement acceptable. En outre, les représentants connaissent les secteurs d'activité à protéger, peuvent aiguiller les mesures les plus douloureuses sur les couches sociales les plus solides et faire le lien avec la population pour établir le dialogue. Dans la mesure où, grâce à l'intervention du PIPR, l'austérité n'aurait pas à être aussi rigoureuse qu'à l'heure actuelle, et où elle serait graduelle, les lésions sociales induites seraient alors réduites et temporaires.

Comme dans le cadre du PIPR, la question se pose de savoir si le FMI peut encore assurer la fonction d'édition de la conditionnalité, compte tenu des soubassements théoriques qui la sous-tendent. En effet, malgré les critiques sur les conséquences économiques et sociales des politiques préconisées par le Fonds, la situation actuelle de la dette grecque montre qu'aucun revirement n'a été amorcé. Il serait possible d'imaginer la création d'une autre institution garante de la soutenabilité de la dette, à l'instar de la Chambre de compensation créée par Keynes lors du débat de Bretton Woods en 1944 (voir *infra*). Mais l'écueil de la volonté politique se pose à nouveau. Ici encore, il est possible de penser qu'une action unilatérale du pays débiteur soit en mesure d'inciter au revirement qui s'impose. Nous faisons allusion à la situation de l'Argentine, qui a tenté de s'en sortir seule en dévaluant drastiquement le peso pour relancer ses exportations, et qui a fini par répudier une large partie de sa dette. Cela lui a évité, dans une certaine mesure, de sacrifier les services sociaux de base au profit du remboursement de sa dette. Dans la même lignée, la répudiation de la dette équatorienne a permis de renverser le budget alloué au service de la dette en faveur des dépenses nécessaires à la réduction de la pauvreté. Or, la réponse argentine a marqué les esprits et a fortement décrédibilisé l'existence même du Fonds. De fait, si un tel acte venait à se généraliser en raison de la passivité de la communauté officielle internationale, cela pourrait peut-être générer la volonté politique nécessaire au revirement des soubassements de la conditionnalité.

Au-delà, le financement du débiteur en possession de ses actifs, aujourd'hui risqué et aléatoire bien que propre à tout processus de restructuration, doit être assuré.

2.1.2 • Le financement du débiteur en possession de ses actifs

Juridiquement, l'assurance des financements intermédiaires ne peut émaner que d'une instance légitime et ayant autorité. Cela explique qu'ils restent aléatoires dans le cadre décentralisé. Economiquement, le respect des besoins du débiteur durant les négociations peut être atteint de manière formelle ou informelle. La voie informelle fait appel aux contributions du secteur privé et du FMI dans la limite de leur volonté et de leur capacité (2.1.2.1). Si elle est, à ce titre, politiquement réalisable, cette option pourrait, dans les cas les plus sévères, s'avérer financièrement insuffisante. Une deuxième option, plus hypothétique, est la voie formelle, laquelle fait appel à la Chambre de compensation internationale initialement proposée par Keynes à Bretton Woods en 1944, et reprise par Davidson au début des années 2000 (2.1.2.2).

2.1.2.1 • La garantie des financements intermédiaires et la contribution du FMI

La séniorité est généralement abordée en termes de dilution de la dette (Borensztein et al., 2005) dans la mesure où l'Etat peut être tenté de s'endetter à des taux usuraires s'il sait que les dernières dettes contractées seront diluées avec les anciennes au moment de la restructuration. Les anciens créanciers, qui n'ont aucun droit prioritaire, voient ainsi leur recouvrement réduit. Néanmoins, ce problème serait ici entièrement résolu avec l'intervention précoce du PIPR, lequel empêche l'émission de nouvelles obligations lorsque les *spreads* engendrent ces taux usuraires.

Nous faisons ici référence à la préservation des financements intermédiaires, dans le cadre de l'enjeu majeur du débiteur en possession. Or, l'un des écueils techniques majeurs de l'approche décentralisée est qu'elle ne garantit pas la protection des fonds apportés durant la procédure, qui peuvent à leur tour faire l'objet d'une restructuration (Bolton, 2003). Tout débiteur, et particulièrement un débiteur souverain ayant des devoirs envers ses assurés sociaux, doit pouvoir continuer son activité durant les négociations, notamment lorsqu'il est l'objet d'une fuite des capitaux et d'une crise de change. Si ces deux problèmes peuvent, dans une certaine mesure, être contenus par l'établissement d'un contrôle à la sortie des capitaux, deux autres demeurent. D'abord, il revient alors au FMI de financer le

débiteur, notamment à travers ses prêts en situation d'arriérés de paiements. Mais une telle intervention est fortement critiquée en termes de gaspillage des ressources publiques dès lors que le secteur privé peut contribuer à limiter un tel renflouement. Ensuite, l'aléa moral est renforcé du côté des créanciers dans la mesure où ledit financement décourage une sortie de crise rapide en incitant les créanciers à retarder l'achèvement des négociations dans l'espoir de bénéficier des transferts du Fonds (Bolton, 2003).

Par conséquent, seule une procédure statutaire peut permettre de corriger de tels comportements. L'instance arbitrale pourrait alors encourager de nouveaux apports privés en garantissant leur remboursement en priorité. Du côté des financements multilatéraux, le FMI maintiendrait sa politique de prêts en situation d'arriérés, mais le montant de ces derniers serait réduit proportionnellement à la contribution du secteur privé. Prêter ou continuer de prêter à un Etat faisant l'objet d'une restructuration de sa dette est actuellement un pari risqué. Le but serait alors de réduire juridiquement les risques anticipés. D'autant que ces prêts seraient effectués au taux prévalant au moment où le débiteur a cessé de se financer sur les marchés financiers, ce qui aurait également le mérite de réduire la charge des remboursements futurs de l'Etat, et ainsi de rassurer les nouveaux bailleurs sur sa capacité future de remboursement. Car les circonstances veulent que les nouveaux bailleurs privés prêtent sans connaître l'issue du plan de restructuration, et donc sans savoir si la soutenabilité de la dette sera effectivement rétablie à moyen ou long terme. Bien que le « juge » doive avaliser ou conclure un plan qui réhabilite la solvabilité de l'Etat également sur le plan social, l'issue des premières procédures, au moins, fera l'objet de doutes de la part des nouveaux financeurs. Il est donc indispensable de garantir les financements intermédiaires par la voie officielle.

La relation entre le FMI et les nouveaux créanciers devrait désormais s'inscrire dans la collaboration, et non plus dans la compétition. Le FMI, conjointement avec le ministère des finances, la société civile, voire d'autres instances internationales, telles que la CNUCED, pourrait établir un plan de financement à court terme. De fait, si la protection garantie aux financements intermédiaires privés s'avère insuffisante pour combler les besoins domestiques sur cette période, le Fonds pourrait prêter la différence. Le montant serait inférieur à ceux qui ont pu être demandés par le passé, au moins parce que le moratoire et le contrôle à la sortie des capitaux réduiraient les besoins de l'Etat. Si la garantie des remboursements demeure la solution la plus praticable en l'état actuel, une autre solution, plus radicale, peut être proposée en cas de besoins plus importants. En effet, le respect

1 • Les plans White et Keynes sont souvent opposés, alors que la dizaine de versions différentes du plan de Keynes visait en réalité la conciliation avec le point de vue américain (Dostaller, 1994). De fait, les oppositions étaient, *in fine*, en réalité mineures. Le plan finalement accepté a donné naissance aux institutions financières internationales agissant sous le régime de Bretton Woods, au sein duquel le cours de toutes les monnaies dépendaient de celui du dollar, lui-même indexé sur celui de l'or. La plus grande opposition entre les deux projets a surtout concerné les soubassements de l'architecture financière internationale. Si la vision américaine continuait, malgré l'expérience historique, de promouvoir un libéralisme absolu, Keynes défendait l'intervention extérieure au sein d'une économie mondiale régulée. Ce dernier prévoyait donc le maintien de la souveraineté étatique en autorisant les ajustements de parité et les restrictions sur les changes et le commerce, là où White souhaitait ôter tout comportement autonome en interdisant toute restriction et en proposant une fixité des changes supervisée par une instance supranationale. Cette instance serait le Fonds monétaire international, garant de la pérennité du système ainsi créé, mais sans pouvoir de création monétaire. Au final, le FMI se substitua à la banque centrale mondiale imaginée par Keynes, mais le maintien provisoire des contrôles sur les mouvements de capitaux et le système de changes fixes, bien qu'ajustables, furent acceptés.

2 • Le plan prévoyait naturellement des mesures supplémentaires afin de permettre un fonctionnement efficace du système de compensation, telles que la définition des quotes-parts des pays membres, les sanctions applicables aux économies aux comptes durablement déséquilibrées, ou encore les conditions de définitions des parités avec le Bancor (Klaffenböck, 2008).

3 • International Money Clearing Unit (IMCU)

de la règle du débiteur en possession de ses actifs peut demander une contribution trop élevée, et pour les marchés, et pour le FMI. Dans ce cas, un financement multilatéral d'une autre nature et d'une autre ampleur peut être apporté par l'utilisation d'une chambre de compensation internationale.

2.1.2.2 • L'éventualité d'une chambre de compensation internationale

Pour Keynes, dans le cadre du laissez-faire sous le régime de l'étalon-or, « un pays peut être mis en banqueroute non pas parce qu'il manque de biens exportables, mais parce qu'il manque d'or » (*in* Dostaller, 1994, p. 13). Le plan Bancor, dont la dernière version fut achevée en avril 1942, visait donc à rééquilibrer les réserves d'or à l'échelle internationale *via* la compensation des asymétries au niveau des balances de paiements¹. Dans le plan Keynes, la conception d'une Chambre de compensation internationale, seule émettrice d'une monnaie supranationale, le Bancor, s'apparentait techniquement à un bilan comptable équilibré à l'échelle mondiale. L'un des objectifs était de réduire la puissance des pays riches pour en transférer une partie vers les pays en développement et éviter que les dissymétries demeurent. En effet, chaque pays membre de la Chambre y aurait souscrit un compte de réserves en Bancor pour ensuite pouvoir librement emprunter auprès de la Chambre si la balance commerciale devenait déficitaire. La Chambre de compensation aurait alors seulement automatisé les transferts depuis les comptes excédentaires vers les comptes déficitaires. Ainsi, la charge d'équilibre des balances de paiements aurait incombé aux pays excédentaires, notamment parce que les excédents oisifs auraient été contraints d'être réinvestis, par exemple dans l'aide aux pays en développement².

Au début des années 2000, Paul Davidson a tenté d'actualiser le plan Bancor. L'objet n'était plus de créer une Chambre, mais seulement une sorte d'union monétaire de compensation internationale (Davidson, 2003)³. Il s'agissait alors de créer une devise supranationale servant aux échanges internationaux et ne pouvant être utilisée que par les banques centrales nationales selon un taux de changé établi au préalable. La faisabilité politique était ainsi moins compromise, mais le but demeurait inchangé ; faire partager les coûts d'ajustement entre les pays excédentaires et les débiteurs nets. En effet, les excédents jugés excessifs auraient été obligatoirement dépensés, soit *via* une augmentation des importations en provenance d'un pays membre, soit dans des IDE, soit dans l'aide au

1 • Davidson (2009) propose d'ailleurs une restructuration de la dette au cas où la compensation serait insuffisante. Il ne précise pas néanmoins comment s'opèrerait cette restructuration.

2 • Dans l'UE, l'Allemagne joue le rôle du pays excédentaire qui aurait dû, dans le cadre hypothétique de la Chambre de compensation, participer le plus activement à la résolution du problème. Or, dès les premières tensions sur les taux appliqués à la dette grecque, l'Allemagne a adopté une position attentiste, considérant que la responsabilité de cette situation incombait au gouvernement grec.

développement. En face, si le pays déficitaire était classé dans la catégorie des pays pauvres, il devait alors être renfloué par les pays excédentaires, alors que s'il était archivé dans les pays riches, il lui incombait de procéder aux ajustements nécessaires, dans la mesure où il était considéré comme vivant au-dessus de ses moyens (Davidson, 2003).

Nous aurions pu proposer une variante du plan Davidson au lieu de l'approche statutaire, à la fois en termes de prévention et de résolution de la crise. Il aurait alors fallu intégrer l'instance arbitrale en cas de surendettement insoluble malgré la présence de la Chambre¹. Cette proposition, une fois élargie à toutes les catégories de dette, a le mérite, contrairement à toutes les autres, d'offrir un traitement global au problème de la dette. C'est pourquoi nous l'abordons. Néanmoins, si l'approche statutaire ici proposée peut paraître idéaliste, non seulement celle de la Chambre de compensation l'est davantage encore, mais sans pour autant être en mesure de répondre totalement au principe d'équité du partage du fardeau. En effet, malgré l'actualisation de la Chambre proposée par Davidson (2003), sa faisabilité politique est encore compromise en raison du fait qu'elle continue de faire supporter le poids de l'ajustement aux pays créditeurs (i.e. excédentaires). C'est un point selon nous rédhibitoire, dernièrement mis en exergue par la position allemande dès les premières difficultés de refinancement de la dette grecque², et régulièrement soulevé par la position réfractaire du Congrès américain à tout renflouement intempestif du FMI. D'autre part, la Chambre impliquerait l'intervention du juge en dernier recours, lorsque les difficultés financières sont trop sévères pour être solutionnées par la compensation (Davidson, 2003). Il faudrait donc attendre l'échec du concours des renflouements publics pour faire intervenir une tierce partie et davantage inclure le secteur privé dans la résolution de la crise. En conséquence, le principe d'équité, qui demande une implication plus grande et plus rapide du secteur privé, est compromis dès lors que ce dernier est mis à contribution au dernier moment.

Une variante, encore plus restrictive que la proposition Davidson, serait de remplacer les prêts du Fonds par ceux de la Chambre. Ainsi, la compensation n'interviendrait pas régulièrement, mais seulement en temps de crise et en conjugaison avec la contribution du secteur privé. Dans la lignée des auteurs qui préconisent de réunir au sein d'une même entité la procédure de restructuration et celle du refinancement (Fernández-Arias, 2011), la Chambre constituerait une annexe de l'instance arbitrale. Dans ces conditions, son fonctionnement ne serait pas onéreux. N'agissant que ponctuellement, les cotisations versées annuellement auraient une vocation de financement contra-cyclique. Les caisses

de la Chambre se rempliraient effectivement en période d'expansion pour être utilisées en période de crise. Chaque pays y aurait préalablement souscrit un compte et pourrait ensuite bénéficier de son soutien dans la limite de sa quote-part. Celle-ci pourrait correspondre, comme dans le plan Keynes, à la somme des exportations et importations sur les trois dernières années, avec quelques exceptions pour les pays dont les échanges extérieurs ne seraient pas appropriés pour ce calcul (Klaffenböck, 2008). Les pays excédentaires seraient alors mis à contribution. En cas de dépassement du quota autorisé, le pays débiteur se verrait appliquer un taux d'intérêt, inférieur à ceux des marchés, pour la somme restante, réduisant alors l'aléa moral.

Il convient que l'une des deux options soit choisie pour assurer le refinancement du débiteur après signature de l'accord, si celui-ci ne parvient à retourner sur les marchés à des conditions normales de financement. Dans le cadre informel, les nouveaux financements doivent également être garantis temporairement. Dans le cadre de l'option plus formelle de la Chambre de compensation, les pays excédentaires doivent avoir l'obligation d'être mis à contribution.

Si la nature procédurière du refinancement peut être contrebalancée par une option plus informelle de garantie des apports, le respect de l'équilibre des pouvoirs de négociation impose une tierce partie aux négociations. Nous aurions pu détailler la conception de celle-ci précédemment, mais n'intervenant que dans le cas ultime des négociations, et dans un souci de cohérence de structure, elle apparaît alors en dernier.

2.2 • Une procédure statutaire incontournable

Bolton (2003) se positionne en faveur d'un mécanisme statutaire en rappelant que les autres approches souffrent de limites rédhibitoires. En effet, elles ne permettent pas une restructuration des créances trop variées (assorties de nombreuses réclamations), elles ne garantissent pas la priorité des nouveaux prêts, elles n'assurent pas le débiteur en possession et, surtout, elles sont trop favorables aux créanciers, de sorte que les remises de dette sont trop faibles et trop rares. Stiglitz (2006, p.327) souligne à juste titre que « tous les pays industriels avancés ont jugé nécessaire d'avoir une législation des faillites, et cette réalité confirme les conclusions de la théorie économique : les clauses d'action collective ne suffiront pas. Un processus judiciaire est indispensable ». Nous considérons également, au vu des écueils inhérents à la décentralisation, que l'intervention d'une tierce partie est

essentielle (2.2.1). Toutefois, il ne s'agit pas de faire preuve d'un optimisme déraisonné quant à l'impulsion d'un tel revirement par les communautés, officielle et financière, internationales. Par conséquent, nous considérons que la voie la plus réaliste pour parvenir à la procédure judiciaire doit être empruntée par les débiteurs, lesquels doivent alors agir unilatéralement afin de contraindre les autres acteurs à adopter les modifications qui s'imposent.

2.2.1 • Le rôle essentiel de la tierce partie aux négociations

Nous avons montré, historiquement dans le premier chapitre et théoriquement dans le troisième, que la décentralisation des négociations ne peut aboutir à un partage équitable du fardeau de la dette en raison d'une procédure trop favorable aux créanciers. Nous estimons donc que seule la présence d'une tierce partie, faisant figure d'autorité, est à même de contraindre un comportement de bonne foi aux deux parties au contrat. Néanmoins, pour y parvenir, l'instance tierce doit revêtir certaines caractéristiques, tant sur le fond, c'est-à-dire en tant que telle (2.2.1.1), que sur la forme, à savoir le respect de certaines règles de procédure (2.2.1.2).

2.2.1.1 • Les principes fondamentaux

Globalement, depuis les premiers défauts souverains jusqu'à aujourd'hui, la majorité du coût de la crise a été supportée par le débiteur. De fait, afin de rééquilibrer les pouvoirs en présence, il est nécessaire de rehausser le respect des intérêts du débiteur et de passer outre l'opinion des marchés. Si la volonté politique émerge enfin quant au traitement global du problème de la dette souveraine, ce rééquilibrage sera nécessairement assuré par une tierce partie, la communauté internationale admettant désormais que les créanciers ne peuvent agir en ce sens par pur altruisme. Ainsi, l'objectif fondamental doit transiter du retour à la solvabilité vers le retour à la soutenabilité de la dette, ce qui implique une plus grande implication du secteur privé. Or, un argument convaincant en faveur de cette plus grande implication est le fait que l'intervention d'un PIPR, puis la légitimation du moratoire, bien qu'empêchant d'engranger des bénéfices importants, a le mérite de réduire le fardeau de la dette à restructurer. En outre, si les profits auront pu être limités, les pertes l'auront

été également. D'autre part, plus la procédure est enclenchée de manière précoce, moins la panique est présente, et plus la valeur des créances est préservée. La restructuration porte alors sur une valeur réduite de la dette, et a plus de chances d'être rapide. En outre, la rapidité du processus, lorsque, *in fine*, le coût est équitablement réparti, constitue le second critère fondamental d'une restructuration efficace. En ce sens, le juge doit sans cesse transiger entre une décote acceptable pour les créanciers et un retour à la soutenabilité réelle de la dette du débiteur. L'objectif de la décote soutenable est déjà prééminent. Le but est de faire en sorte que la décote ne soit pas supérieure à la moyenne des décotes enregistrées par le passé, soit inférieur à 30 ou 40%. Grâce au PIPR et au moratoire, il s'agit d'un objectif aisément atteignable.

Afin d'assurer le respect de l'équité et la rapidité de la procédure, celle-ci doit, sans être lourde, s'avérer méthodique et quelque peu rituelle. Nous nous basons ici sur le guide proposé par Kaiser (2011), que nous complétons selon les lacunes de la décentralisation, relevées dans le chapitre précédent. Comme la plupart de ses pairs, l'auteur propose d'initier la procédure à la demande du souverain. Ainsi, en cas d'absence de retour à la normale des *spreads* malgré l'intervention du PIPR, le ministère des finances (MF) devrait saisir l'instance arbitrale après évaluation réaliste de la soutenabilité de sa dette. Celle-ci tiendrait alors compte de l'ensemble de la dette, y compris la part privée susceptible d'être socialisée, la partie domestique, mais également les fractions bilatérales et multilatérales. Le débiteur pourrait également saisir l'instance en cas de suspicion de dettes illégitimes, après audit indépendant et avalisé comme tel par l'entité arbitrale (voir supra). Bien entendu, le cas des dettes illégitimes pourrait également être traité au cours de la vérification des créances. Il sera par la suite nécessaire de distinguer le cas de force majeure du cas de la mauvaise gestion de la dette. Le cas de force majeure est celui qui revêt le caractère de soudaineté et auquel l'Etat débiteur n'a pas pu faire face. Il inclut donc tout autant une dégradation imprévue des fondamentaux après un choc adverse, que les catastrophes naturelles ou la défiance injustifiée des marchés. La distinction rejoint celle de Cohen et Portes (2003) à propos des crises de confiance des marchés (injustifiées), des crises des fondamentaux (dégradation soudaine et non maîtrisable) et des crises de la politique économique (synonyme d'une mauvaise gestion des finances publiques). Le MF doit notifier à tous créanciers connus la suspension générale des paiements et la volonté de lancer la procédure de renégociation. Les autres créanciers peuvent être contactés par l'intermédiaire des associations représentatives, telles que le secrétariat du Club de Paris,

celui du Club de Londres, l'Institut international des finances ou encore l'Association des créanciers des marchés émergents (EMTA) et les associations de porteurs d'obligations.

Les frais procéduriers pourraient incomber au débiteur, ce qui constituerait un autre signe de bonne foi. En cas d'incapacité financière, et dans la mesure où sa contribution serait réduite grâce aux mesures de stabilisation, le Fonds pourrait avancer la somme correspondante. Une fois le panel d'arbitre constitué, la procédure devrait se dérouler selon trois critères. Le panel devrait d'abord vérifier les créances, puis demander plusieurs évaluations de la soutenabilité de la dette afin de compléter celle du MF, notamment celle du FMI et de la CNUCED. Bien entendu, la totalité de la dette devrait être incluse dans l'analyse de soutenabilité. Les dettes privées implicitement garanties par l'Etat seraient également incluses, de sorte que l'officialisation et l'encadrement d'un système d'assurance publique, comme celui proposé par Brunnermeier et al. (2009), serait automatique. Par ailleurs, le Club de Paris devrait bénéficier du statut de créancier privilégié pour trois raisons (Vitale, 1995). D'une part, il autorise un refinancement en situation d'arriérés lorsque le pays débiteur connaît des difficultés, ce qui n'est pas le cas des créanciers privés, et notamment des créanciers obligataires, qui ont plutôt tendance à paniquer. D'autre part, l'absence de prime de risque, ainsi que le monopole de rachat de la dette par le débiteur, rendent le prêt concessionnel, ce qui rend le Club prioritaire par rapport aux créanciers privés. Enfin, les réductions de dettes volontaires, même si elles restent insuffisantes, sont plus courantes dans le cadre du Club que sur les marchés financiers, qui cherchent naturellement à maximiser leur taux de recouvrement. De fait, si les créances officielles bilatérales doivent intégrer le processus de restructuration, cela ne peut se faire qu'après la renégociation des créances privées. Dans le cadre des institutions multilatérales, qui restent prioritaires, la restructuration pourrait également intervenir en dernier, et à condition que la part multilatérale soit substantielle dans l'encours total de la dette extérieure. A défaut d'une restructuration, le FMI pourrait également élargir sa politique de prêt en situation d'arriérés à ses propres créances. L'objectif est double, puisqu'un tel ordre assurerait la continuité des créances officielles et permettrait une plus grande implication du secteur privé, ce qui était initialement l'objectif recherché. Enfin, l'instance auditionnerait publiquement toutes les parties concernées par l'accord final, dont la plus importante reste la population du pays débiteur. C'est elle, en effet, qui supporte le plus lourd tribut de la restructuration alors que de coutume, et paradoxalement, son opinion est passée outre. En fin de compte, la décision finale, ou l'homologation de l'accord conclu par les parties, tiendrait compte de tous les

aspects soumis durant la procédure. Parmi ces aspects, Ugarteche et Acosta (2007) insistent sur le fait que le remboursement ne doit pas compromettre le développement humain ou menacer l'équilibre environnemental. En d'autres termes, bien que la distinction entre cas de force majeure et mauvaise gestion publique joue un rôle dans la répartition des coûts, le plan de restructuration doit se rapprocher le plus possible de la soutenabilité sociale de la dette, telle que définie par Berr et Combarrous (2007).

Bien entendu, le respect de ces critères appelle nécessairement certains principes de forme au niveau de la constitution de l'instance arbitrale.

2.2.1.2 • Les caractéristiques essentielles de forme

Quelle que soit la forme prise par l'instance tierce, elle doit respecter certains principes de fonctionnement afin d'asseoir sa crédibilité.

La tierce partie peut revêtir soit le rôle de juge, soit celui d'arbitre, ou encore celui de simple médiateur. Si le médiateur ne dispose d'aucun pouvoir décisionnel et peut être sujet à l'influence des créanciers les plus puissants (Kaiser, 2011), le juge implique une lourde procédure administrative et un jugement uniquement basé sur les faits (Chappe, 2001). L'arbitre, en revanche, prend ses décisions à partir de preuves factuelles mais également selon les prétentions des parties (Chappe, 2001). Par conséquent, ce dernier semble le mieux à même de répondre aux objectifs assignés à toute instance de traitement de l'insolvabilité souveraine. En outre, l'arbitrage demeure une méthode juridictionnelle de résolution des conflits, dont le recours est laissé à l'appréciation des parties mais dont l'exécution de la décision reste obligatoire. En ce sens, il n'annihile pas l'autorité de la tierce partie. Il faut en deuxième lieu distinguer l'arbitrage privé de l'arbitrage public (Sgard, 2005b). L'arbitrage privé permet aux parties de choisir leur arbitre pour que ceux-ci en désignent un troisième, lequel devient alors le président de la commission. Au contraire, l'arbitrage public impose l'arbitre, ou le panel d'arbitres, qui s'inscrit alors davantage dans un cadre de cours de justice. Si l'arbitrage public constitue une garantie d'indépendance, l'arbitrage privé laisse davantage de souplesse aux parties et ne représente pas pour autant un frein à la neutralité de la décision finale. En termes d'acceptation politique, l'arbitrage privé peut s'avérer plus aisé à mettre en place. Il peut alors prendre deux formes. L'arbitrage conventionnel laisse à l'arbitre une totale liberté d'action, tandis que l'arbitrage dit « entre offres finales » réduit drastiquement ses marges de manœuvre (Chappe, 2001). Dans le premier cas, l'arbitre

impose une décision discrétionnaire aux parties, alors que dans le second, il se contente de confronter et de trancher entre deux offres préalablement formulées. Toujours dans un souci de souplesse, la forme doit être choisie au cas par cas. Si les deux parties ont d'ores et déjà constitué leur offre, la forme s'orientera plutôt entre les offres finales. Si le conflit est plus ancré et qu'aucune offre de la part des deux parties ne parvient à émerger, alors l'arbitrage conventionnel paraîtra mieux adapté.

Dans tous les cas, l'instance arbitrale doit répondre à trois grands critères. Elle doit d'abord être impartiale. En ce sens, l'instance d'accueil et le panel d'arbitres ne peuvent être constitués de créanciers ou de débiteurs. Sachant que la création d'une nouvelle entité a peu de chances d'aboutir, il est nécessaire d'opter pour une entité existante et répondant d'ores et déjà à ce critère. L'insolvabilité peut alors être traitée soit au sein de l'Organisation des Nations Unies (ONU, Ugarteche et Acosta, 2007 ; Paulus et Kargman, 2008), soit au sein de la Cour permanente d'arbitrage de La Haye (CPA, Kaiser, 2011). En outre, la CPA dispose déjà d'une structure juridictionnelle aboutie et d'une neutralité reconnue. Dans le cadre de l'ONU en revanche, et malgré une impartialité également peu contestée, il serait nécessaire de lui annexer une entité de traitement de l'insolvabilité souveraine avec les coûts administratifs afférents. D'autre part, la CPA dispose déjà d'une connaissance du règlement des différends entre personnes privées et entités publiques, et se situe à la jonction entre application du droit commercial privé et du droit international public. En termes de faisabilité, l'introduction d'une cour d'insolvabilité souveraine à la CPA serait plus aisée, d'autant que l'institution offre le choix entre la constitution décentralisée d'un panel d'arbitres et la réunion imposée de ce dernier par la cour¹. De fait, malgré le caractère *a priori* procédurier inhérent à une cour d'insolvabilité, la souplesse demandée à une procédure est respectée. La cour aurait alors pour principales fonctions d'enregistrer les revendications de chaque partie, d'arbitrer les négociations, et d'avaliser le plan de restructuration final. Si ce dernier a été conclu librement entre les parties, alors le panel devrait homologuer l'accord selon les principes fondamentaux édictés précédemment. En cas de conflit, elle devrait trancher selon les circonstances à l'œuvre (arbitrage conventionnel ou entre deux offres). Dans tous les cas, s'il peut toujours être refusé par les créanciers ou par les arbitres, le débiteur doit disposer du droit de proposer un plan de restructuration.

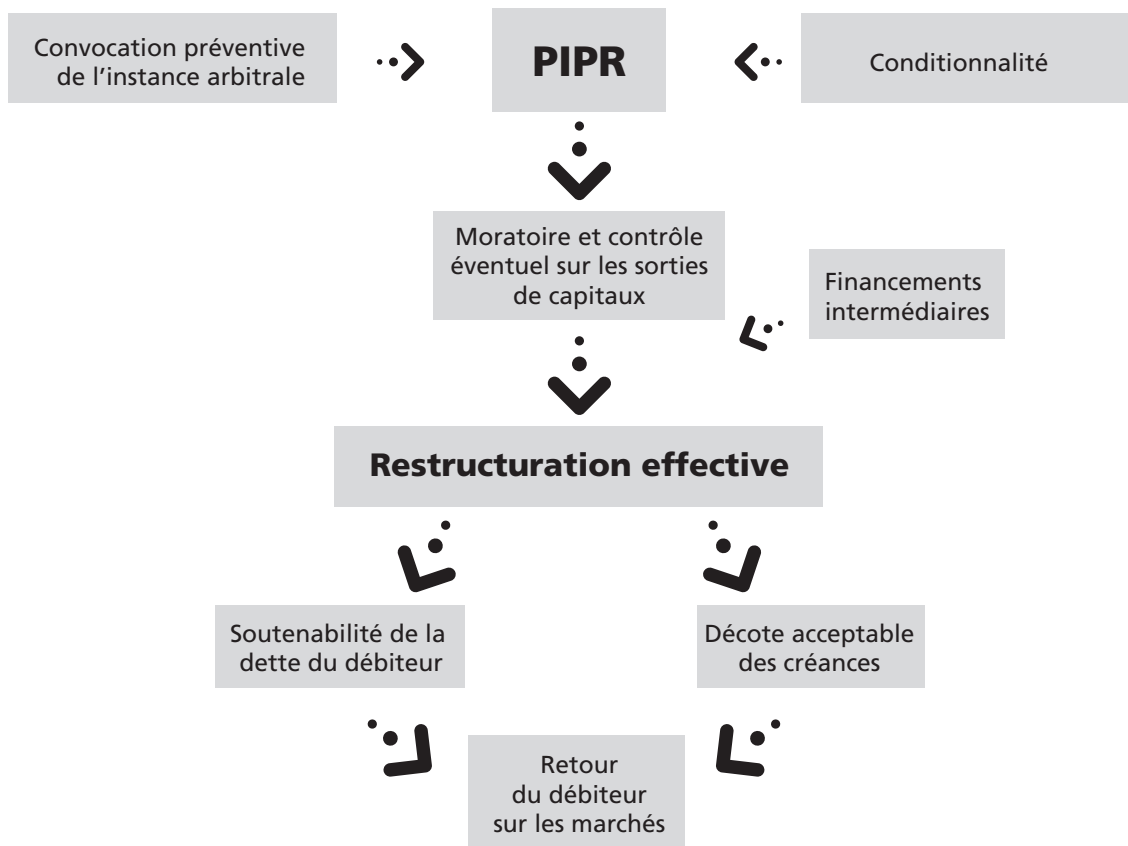
En second lieu, l'instance s'astreindrait à des critères de compétences, dans la mesure où elle serait composée d'arbitres ayant une connaissance approfondie des problèmes liés à la dette souveraine. Il pourrait alors être judicieux de composer le panel d'arbitres dans une

optique pluridisciplinaire. L'évaluation des recommandations ne peut en effet appartenir aux seuls économistes ou aux seuls juristes. Par exemple, dans l'idéal, un panel complet demanderait également des politologues, ayant une fine connaissance des circonstances et des conséquences politiques du défaut et de la restructuration, des historiens, capables d'avoir une vision globale de la situation, ou encore de sociologues ou d'ethnologues, capables d'appréhender, à leur manière, les conséquences possibles de tel ou tel accord, notamment dans le pays récipiendaire. Bien entendu, si les parties choisissent elles-mêmes leurs arbitres, la question se pose moins, même s'il reste possible de contraindre leur choix par ce critère. Mais si c'est la cour qui les nomme, alors le respect de la pluridisciplinarité, assurant la compétence du panel, devrait, dans la mesure du possible, être garanti. De manière annexe, il s'agit de savoir si la cour doit être représentée de manière permanente ou seulement *ad hoc*. Un secrétariat peut être établi de manière permanente, afin d'être réactif lorsque le débiteur présente sa situation financière. Le fonctionnement de ce secrétariat n'oblige pas des coûts indécents, puisqu'il implique peu de moyens humains et un site internet régulièrement mis à jour (Paulus et Kargman, 2008). Le panel d'arbitres n'a pas besoin d'être permanent, d'autant qu'il peut être constitué par les parties au cas par cas, dans la mesure où il pourrait être nommé de manière préventive dès les premières tensions, lorsque le PIPR est contraint d'intervenir.

De ces deux critères découle le troisième, puisque toute la finalité d'une procédure statutaire émane de l'autorité de la tierce partie. De fait, l'homologation ou le plan imposé doivent impérativement être contraignants, à la fois pour le débiteur souverain et ses créanciers. Les failles accumulées par le FMI tout au long des années 1990 se sont révélées avec acuité dans l'exemple argentin de 2005 et, au-delà, à travers la vague de passation du pouvoir à gauche et des remboursements anticipés de certains pays d'Amérique Latine au début des années 2000. Il manquait en effet au FMI l'impartialité, notamment assurée par une compétence pluridisciplinaire, pour faire figure d'autorité à long terme. C'est pour cette raison que la cour ne doit pas tomber dans les mêmes écueils. Or, l'impartialité et la compétence de l'instance arbitrale sont à même d'assurer le respect de ses décisions et les comportements de bonne foi. En effet, d'une part, Eaton (2002) a montré que si le juge applique des sanctions seulement lorsqu'elles sont justifiées, alors il augmente la volonté de payer de l'Etat. D'autre part, lorsque le FMI a étendu sa politique de prêts en situation d'arriérés de paiement aux obligations en 1999, une partie des marchés a de nouveau exprimé son inquiétude vis-à-vis de l'aléa moral suscité du côté du débiteur. Néanmoins, les

cas suivants de restructuration ont montré « l'extraordinaire détermination des débiteurs à éviter le défaut de paiement » (FMI, 2002d, p.7).

Schéma 2 : Proposition d'un mécanisme statutaire de restructuration de la dette souveraine.



Source : Auteur

Si, compte tenu des différents écueils inhérents aux procédures décentralisées, la méthode judiciaire s'impose, elle reste tributaire d'une volonté politique quelque peu inexistante. Toute procédure statutaire nécessite non seulement un engagement de la communauté officielle internationale, mais également un abandon de la souveraineté du débiteur. Et bien que de nombreux pays débiteurs se soient déjà montrés, au cours des différents épisodes historiques, enclins à accepter un tel abandon dans la mesure où leur souverain effective était déjà sérieusement réduite, ce n'est pas le cas de la majorité des pays créanciers. Nous avons montré dans le deuxième chapitre que les Etats-Unis notamment, guidés dans une large mesure par les intérêts de la finance, avaient toujours été réfractaires à tout mode de régulation financière. Par conséquent, s'il s'avère utopiste d'attendre un changement d'orientation spontané de la part de la communauté officielle internationale, une voie possible reste l'action unilatérale des débiteurs.

1 • L'offre argentine n'a jamais été justifiée par le gouvernement. Si l'on sait, de manière sous-jacente, qu'une telle offre émanait de la complexité et de la longueur de la procédure, Kircher n'a pas motivé son geste officiellement, contrairement à Correa, dans le cas de la dette équatorienne en 2008.

2.2.2 • Une voie possible : L'action unilatérale des débiteurs

L'action unilatérale des débiteurs concerne l'option, notamment choisie par l'Argentine en 2005 et par l'Equateur en 2008, de répudiation partielle. Néanmoins, contrairement au cas argentin qui n'a pas été motivé¹, la répudiation doit s'avérer légitime. Il incombe alors à l'Etat de respecter une procédure minimale afin de motiver sa décision (2.2.2.1). En outre, si les effets de la répudiation sont théoriquement néfastes, en pratique, ils peuvent toutefois être relativisés (2.2.2.2).

2.2.2.1 • L'audit et la répudiation : Les cas de légitimité

Par le terme légitime, nous abordons les cas de « légitime défense ». Les cas d'audit s'adressent spécifiquement à la suspicion de contrats illégitimes et illégaux. Un audit de la dette constitue l'analyse de tous les contrats de dette ainsi que leur conformité avec la loi nationale en vigueur. Il permet en outre de détecter les deux parties au contrat, pour savoir si ces parties étaient légitimes, leurs conditions d'emprunts, afin de les confronter aux lois nationales et internationales, et de comparer la destination du financement à ses conditions de dépenses effectives. Dans le but d'éviter les dérives, l'audit doit être mené par une commission indépendante et compétente, et la répudiation des dettes illégitimes doit strictement relever de leur non conformité aux lois nationales et internationales. En outre, en matière de droit international, la Déclaration des Nations Unies énonce que les droits humains prédominent sur les obligations incompatibles, y compris celles liées au service de la dette (Jochnick, 2006). Le respect de ces prédispositions devrait être assuré par la cour arbitrale. Néanmoins, en l'absence de mécanisme de gestion ordonnée et prévisible du surendettement souverain, et conformément au respect du droit international, l'Etat doit pouvoir agir unilatéralement.

Deux autres cas, en réalité interdépendants, peuvent justifier une répudiation partielle, telle qu'une offre d'échange agressive, du type argentin en 2005 ou équatorien en 2009 (voir chapitre 1). Le premier cas s'adresse aux circonstances dans lesquelles la communauté officielle internationale contraint durablement et impertinemment l'Etat au remboursement malgré des *spreads* clairement extravagants et insoutenables. Nous faisons d'abord référence aux nombreux cas passés où le Fonds a éludé le défaut de paiement

-
- 1 • La crise, assortie de mesures d'austérité, a officiellement été déclarée en 2010. Mais les tensions sur les *spreads* devenaient sérieuses depuis plus d'un an.
 - 2 • D'autant que la spéculation sur les CDS a également joué un rôle non négligeable.
 - 3 • Les deux pays dont les banques étaient les plus engagées en Grèce.
 - 4 • L'économie en est à sa cinquième année consécutive.
 - 5 • La Grèce était seulement en défaut effectif, et non juridique. La restructuration portait sur une dette toujours en cours de remboursement, le défaut n'ayant pas été déclaré officiellement. Néanmoins, l'accord volontaire avait au moins pour effet d'éviter l'activation des primes de CDS.

d'un pays membre, malgré l'illégitimité ostentatoire de l'envolée des *spreads*, à travers des renflouements massifs, non seulement à l'utilité limitée, mais également, *in fine*, économiquement et socialement astreignants pour l'Etat débiteur. Ensuite, nous nous référons également à la situation de la Grèce depuis plus de trois ans¹, laquelle montre qu'aucune évolution ne s'est produite, ni dans le cadre de la conditionnalité, ni dans celui d'une plus grande implication du secteur privé (voir encadré 6).

Encadré 6 : Le traitement de la dette grecque

La majorité de la dette grecque était détenue par les banques européennes, ce qui a impliqué l'un des deux principaux bailleurs, la Banque centrale européenne (BCE), dans la mesure où la stabilité bancaire européenne était en jeu (Buchheit et Gulati, 2010). Alors qu'en 2010, une fois la gravité de la crise internationale reconnue et un an après les premières tensions sur les taux, « les taux exigés par la finance internationale [s'élevaient à] près du double de ceux que justifiaient des fondamentaux, certes dégradés mais pas catastrophiques, c'est elle qui [détenait] entre ses mains le destin de la dette grecque » (Boyer, 2010, p.1)². Malgré les pouvoirs de la finance, la solution à la dette grecque relevait néanmoins de l'action de la zone euro et, de manière secondaire, du FMI. La Grèce faisant partie de la zone euro, plus de 90% de sa dette était libellée dans la monnaie unique. Mais le pays représentait une faible voix en termes décisionnels, ce qui le rendait entièrement dépendant des décisions des pays membres, et notamment de l'Allemagne et de la France³. La décision a d'abord été l'abstention, laissant la Grèce courir un grand risque d'insolvabilité malgré le caractère auto prophétique de la crise et les problèmes de liquidité d'ampleur moyenne qui demandaient un simple prêt à taux préférentiel (Boyer, 2010). L'opinion sous-jacente était, comme de coutume, la responsabilité unilatérale de l'Etat grec, de sorte qu'il n'y a eu quasiment aucune tentative de raisonnement des marchés. La rigidité du Pacte de stabilité et de croissance, la condition d'unanimité dans les décisions et l'interdiction faite aux Etats de renflouer un homologue défaillant pour satisfaire au sacro-saint principe de crédibilité de la monnaie unique, a rendu impossible toute action rapide. De fait, après plusieurs vains renflouements, d'une ampleur cumulée inégalée, et un rejet formel de toute restructuration, celle-ci ne survient officiellement qu'en mars 2012, soit plus de trois ans après le début des tensions. Entre temps, les sacrifices demandés au pays débiteur ont aggravé la récession économique⁴, érodé davantage la capacité de remboursement du pays, amplifié la pauvreté, soulevé de graves émeutes populaires et radicalisé le pouvoir politique. Symétriquement, ces trois années ont permis aux banques impliquées d'engranger des bénéfices étourdissants grâce à des primes de risques démultipliées et à certains remboursements en plein (Garnier, 2012). Or, le plan de restructuration, à nouveau basé sur le volontariat à travers l'insertion rétroactive de CAC⁵, ne sera sûrement pas suffisant pour rendre le pays à nouveau solvable. La décote ne s'est en effet

1 • Dans une interview récente accordée au *Guardian*, que le quotidien résume sous le titre « It's payback time : Don't expect sympathy. Lagarde to Greeks », Christine Lagarde, la directrice générale du Fonds, confirmait que le Fonds ne prévoit aucunement de revoir sa position quant à la responsabilité du débiteur. Lorsque le journaliste lui demande si elle considère que la Grèce « a pris du bon temps et qu'il désormais temps de payer », Christine Lagarde répond « c'est exact ». Lorsque le journaliste lui demande ce qu'elle pense de l'augmentation de la pauvreté infantile liée à la réduction des dépenses publiques, la directrice répond que cela relève de la responsabilité des parents, qui « doivent payer leurs impôts ». En somme, l'origine de la situation grecque viendrait de l'évasion fiscale, de sorte que la Grèce a seulement à élargir son assiette fiscale (Elliott et Aitkenhead, 2012).

élevée qu'au quart de la valeur nominale des titres, ce qui permet de craindre la nécessité d'un nouvel accord (Garnier, 2012). Partie d'une simple crise de liquidité, la Grèce a dépassé l'Argentine en termes de montant de la dette à restructurer (206 milliards d'euros). Or, de nombreuses suspicions de contrats illégitimes ont amené certaines personnalités et associations internationales à demander un audit de la dette depuis 2010, lequel n'a toujours pas été réalisé. Sont notamment en jeu les contrats d'endettement liés aux jeux olympiques de 2004, lesquels auraient fait l'objet de corruption (Toussaint, 2011). Cet audit est indispensable, mais il est également fondamental de revenir sur les causes de l'insolvabilité de la dette grecque. En ce sens, la Grèce pourrait invoquer non seulement la Déclaration des Nations Unies et la notion de primauté des droits humains, mais également toute loi nationale sur l'usure. Hanlon (2002) cite en effet, parmi les critères d'illégitimité de la dette, les dettes contractées ou refinancées à des taux jugés usuraires. Il est vrai que dans de nombreuses procédures de faillites privées nationales, l'usure intervient parmi les causes excusables de non remboursement. En outre, Cohen et Portes (2003) ayant défini un plafond usuraire à plus de 300 pdb en termes de *spreads*, la Grèce pourrait s'en servir pour justifier la partie illégitime de sa dette depuis 2008.

Malgré tout, le FMI considère la Grèce comme l'unique responsable de sa situation et exige le remboursement des créances¹.

Le deuxième cas s'adresse aux circonstances dans lesquelles le débiteur, livré à lui-même, ne parvient pas à trouver un accord avec ses créanciers malgré plusieurs propositions de restructuration. Dans ce contexte, les négociations s'avèrent illégitimement lentes et laborieuses, aggravant l'ampleur de la crise et la décote des créances. L'Argentine a été confrontée à ce cas après la crise de 2001. Malgré certains obstacles dans la stratégie du pays, nous estimons que celui-ci disposait d'une marge de manœuvre très réduite en raison de la position assiégeante du FMI, des Etats-Unis et des marchés financiers face à la sévérité de la crise. En l'absence d'alternative fiable, l'offre « à prendre ou à laisser » constituait en effet la dernière option possible pour un retour à la viabilité de la dette. Néanmoins, pour asseoir sa décision sur des critères légitimes, le gouvernement aurait dû confronter son plan de restructuration aux analyses de viabilité de sa dette du FMI et de la CNUCED. A défaut de pouvoir motiver son acte juridiquement, les gouvernement aurait alors pu l'expliquer économiquement et socialement.

Il ne s'agit pas de promouvoir l'acte de répudiation dans un contexte où la concertation doit prévaloir. Mais en l'absence d'un mécanisme de gestion ordonnée et prévisible des crises de la dette, et face au *statu quo* des communautés officielle et financière

internationales, certaines actions unilatérales peuvent avoir à surgir afin d'amener les parties prenantes à prendre les mesures qui s'imposent. Il est alors nécessaire de cadrer ces actions par des critères asseyant leur légitimité. En ce sens, un audit indépendant doit être mené quant à la validité légale de certains contrats, et une demande de restructuration doit avoir été formulée sur la dette restante après confrontation de plusieurs analyses de soutenabilité.

Les coûts d'une telle décision, qui s'apparentent fortement à ceux du défaut, sont très élevés en théorie. En pratique également, ils s'apparentent à ceux du défaut, de sorte qu'ils sont déjà connus et que les deux décisions ont alors les mêmes conséquences. Pourtant, nombre d'entre eux peuvent être relativisés.

2.2.2.2 • Des conséquences néfastes à relativiser

Les conséquences théoriques d'une répudiation s'apparentent étroitement à celles d'un défaut considéré stratégique. Les coûts d'un défaut stratégique sont supposés être plus élevés que ceux d'un défaut forcé. En outre, les conséquences d'un défaut peuvent s'avérer plus graves que celles d'une répudiation.

Théoriquement, il existe deux types d'effets liés à la répudiation (Meunier et Sollogoub, 2005). L'argument le plus répandu est l'effet indirect d'un tel acte, qui se traduit par la chute à long terme des flux de capitaux à destination du pays débiteur, de la part des créanciers spoliés naturellement, mais aussi des marchés internationaux de capitaux en général, en raison de l'érosion de la réputation de « bon payeur » du pays. Eaton et Gersovitz (1981) avaient en effet considéré que la résultante d'un défaut était l'autarcie financière et, de fait, une perte de l'efficacité de production. Néanmoins, cette conséquence est la même que celle d'un défaut, et l'Etat y est de fait sujet dès lors qu'il devient défaillant. Par ailleurs, Panizza et al. (2009) ont récemment souligné que l'effet de réputation ne joue qu'à court terme. En outre, si le plan de restructuration, comme présumé dans le cas grec, est insuffisant, non seulement les flux entrants se font plus rares, mais la dette reste insoutenable, tandis que les politiques d'ajustement continuent d'éroder le développement humain et d'envenimer la stabilité politique. D'autre part, l'impact est plus ou moins douloureux selon que le pays est réellement dépendant des financements extérieurs afin de se protéger des aléas économiques, ou s'il peut, dans des conditions similaires, bénéficier de l'alternative d'emprunter sur son marché domestique. Par ailleurs, une grande partie

1 • Sachs et Cohen (1985) avaient étudié les effets du risque de répudiation sur la croissance et la dette externe. Il en ressortait globalement que, même avec l'hypothèse d'une alternative d'emprunt, le risque de répudiation, perçu par les créanciers, avait des effets négatifs sur la dette externe, *via* l'augmentation des *spreads*, et donc sur le potentiel de croissance du pays débiteur. Néanmoins, depuis les années 1990, les *spreads* sont très réactifs et ne nécessitent plus l'anticipation d'une répudiation.

2 • En effet, l'afflux de capitaux peut d'une part pousser la politique monétaire à augmenter les taux d'intérêt et, d'autre part induire une appréciation du change défavorable aux secteurs des biens exportables. De fait, une trop forte entrée de capitaux peut créer « un risque d'instabilité dynamique sur le plan macroéconomique, sans garantie d'accélération de la croissance » (Artus et Cartapanis, 2008, p.3).

3 • En effet, ces derniers ne connaissent pas toujours leurs droits, et peuvent atteindre plusieurs milliers de porteurs, souvent anonymes les uns pour les autres, avec des intérêts et des horizons divergents, ou, dans le meilleur des cas, seulement différents. Le défaut d'action collective des créanciers s'illustre également dans ce cas.

de la littérature sur les financements extérieurs privés a montré que dans les faits, les financements issus des marchés internationaux sont de nature procyclique, s'amplifiant en période de croissance et aggravant davantage les aléas négatifs *via* l'augmentation des *spreads*¹ (Stiglitz, 2006). Dans ce cheminement, Artus et Cartapanis (2008) ont montré que ce sont les pays qui ont le moins fait appel aux financements extérieurs qui ont emprunté les chemins de croissance les plus sûrs².

Au niveau des effets directs, la restriction des crédits commerciaux, la possibilité d'un embargo sur le commerce extérieur du pays, la mise en faillite et la confiscation sont régulièrement citées. Néanmoins, Panizza et al. (2009) ne trouvent aucune évidence significative en termes de sanctions commerciales. Dans tous les cas, si l'Etat décrète que sa souveraineté est effective, les deux dernières (la faillite et la confiscation) ne sont pas réalisables. En effet, il ne s'agit pas d'une personne morale privée pouvant faire l'objet d'une liquidation dans le cadre d'une procédure de faillite normale, et dont les titres seraient attribués à chaque créancier au prorata de leur apport. En théorie, le PIB, en tant que principal actif d'un pays, ne peut plus être saisi puis partagé, pas plus que les recettes fiscales. De même, le patrimoine national, constituant également l'actif comptable de l'Etat, ne peut pas non plus être cédé contre le consentement des autorités, à moins bien sûr qu'il ait été gagé. En pratique, et sous les conditions actuelles, la répartition du PIB, des recettes fiscales et les privatisations demandées par les plans d'ajustement se font en faveur des créanciers. Mais en l'absence du consentement des autorités publiques, la théorie prévaut à nouveau. Quant à la restriction sur les crédits commerciaux et l'embargo, ils ne se mesurent pas qu'en termes de faisabilité, mais également en termes de possibilité de coordination entre créanciers, de volonté et de capacité pour les créditeurs de les appliquer. L'embargo est délicat à mettre en place puisque d'une part, les créanciers majoritaires ne sont pas nécessairement les importateurs ou les fournisseurs des produits du débiteur, et d'autre part, il doit être appliqué par un nombre minimum de pays pour avoir un impact significatif. Cela nécessite donc une coordination entre les créditeurs, qui est rarement atteinte dans les faits³. D'autre part, un embargo nécessite l'intervention de l'Etat de résidence des créanciers privés, ce qui est très rare en pratique. Plus délicat encore, il peut demander la coordination de plusieurs grands Etats clients et/ou fournisseurs du pays débiteur. Enfin, tout embargo peut faire l'objet, *a priori*, d'une plainte auprès de l'Organe de règlement des différends (ORD) de l'Organisation mondiale du commerce (OMC). Concernant la possibilité de sanction sur les crédits commerciaux, elle doit d'abord

être connue du créancier pour que celui-ci puisse et juge bon de l'appliquer. En effet, le détenteur des titres faisant l'objet du défaut doit connaître ses droits légaux, tels que sa capacité à entraver le commerce du pays ou à saisir les actifs qu'il détient à l'extérieur (qui, selon Bulow et Rogoff, 1988, correspondrait à la véritable menace exercée sur la répudiation). Or, ce n'est pas toujours le cas. Bulow et Rogoff (1988) remettent alors en cause la théorie de la réputation comme menace principale dont souffriraient les débiteurs souverains après défaut, pour montrer que, dans le cas de *petits pays* (*i.e.* ne pouvant influencer sur le taux d'intérêt mondial), l'établissement d'une réputation de bon payeur est impossible à établir dès l'origine. Les auteurs mettent également en lumière le fait qu'il est préférable pour un pays surendetté de négocier avec ses créanciers une remise de dette. La dette « pardonnée » serait ainsi « oubliée » (Bulow et Rogoff, 1988, p.8). Néanmoins, empiriquement, ce constat ne se vérifie pas, puisque les créanciers ont dans la majorité des cas, et surtout sur un petit pays, un pouvoir de négociation supérieur à celui du débiteur, même souverain. La question n'est alors plus de savoir si le pays doit ou non négocier, mais plutôt de savoir s'il peut négocier sans être lésé, notamment dans le cadre de dettes ayant été jugées pour certaines illégales. De plus, l'expérience montre, notamment à travers la gestion de la crise de la dette de 1982, puis de la gestion des défauts souverains depuis les années 1990, que les remises de dettes véritables, prenant en compte la valeur de marché des titres, et non leur valeur nominale, sont en réalité très rares (Borensztein et al., 2007).

A l'échelle empirique, une étude comparative des comportements des cours boursiers à Paris après le défaut roumain en 1933 et la répudiation de la dette russe en 1918 a été effectuée par Oosterlinck et Ureche-Rangau (2004). Les auteurs se demandent pourquoi un Etat peut tout de même répudier sa dette, s'il a conscience qu'un tel acte lui ferme l'accès aux sources extérieures privées de financements à long terme. Même « si la comparaison empirique du défaut et de la répudiation [ne portent pas] sur un seul pays, une même période et un même marché » (p.5), les résultats obtenus sont intéressants. Les auteurs constatent en effet que si l'indice des titres russes chute de moitié par rapport à la valeur dont ils bénéficiaient avant la répudiation, les titres roumains atteignent difficilement le tiers de leur valeur d'avant crise. L'indice des titres russes repart à la hausse au bout de sept mois après la date de l'annonce de la répudiation. Deux ans après le défaut roumain, l'indice des titres sur la bourse de Paris n'atteint même pas 60% de celui qui prévalait à la date du défaut. La raison de cet écart n'est pas à rechercher dans les caractéristiques des titres eux-mêmes, puisque celles « constituant l'indice roumain sont soit similaires, soit

meilleures que celles des titres de l'indice russe » (p.18). En réalité, la cause se trouve dans des considérations hors marché. Si les porteurs français savent en 1933 qu'ils ne toucheront qu'un certain pourcentage sur la valeur nominale des titres roumains, puisque les négociations sont engagées, ils pensent cependant en 1918, que compte tenu du contexte géopolitique qui prévaut en Russie, un bouleversement politique ou diplomatique peut permettre un retour sur la décision de répudier. Le fait est que les espoirs concernant l'annulation de la décision russe vont durer jusqu'en 1993, date à laquelle les négociations redémarrent pour aboutir « en 1997 à un remboursement limité » (p.15). Il n'en reste pas moins que dans les deux cas, la valeur des titres souverains s'effondre et la valeur du risque-pays atteint des sommets. Dans les deux cas également, l'accès aux marchés financiers est fermé pour une durée indéterminée et la réouverture des sources de financements privées demeure imprédictible. Les auteurs concluent donc que la répudiation de la dette peut avoir des conséquences moins sérieuses qu'un défaut.

Ainsi, les effets de la répudiation peuvent être relativisés, non seulement en termes de capacité effective d'application dans un contexte de retour à la souveraineté du débiteur, mais également parce que le coût d'un défaut est déjà lui-même très élevé.

Conclusion de section

Cette seconde section a établi un mécanisme de restructuration de la dette souveraine en deux temps. L'approche statutaire est privilégiée. Dans un premier temps, il s'agit de prendre des mesures préventives en cas d'emballement soudain des *spreads*, lequel est souvent annonciateur de crise. A ce titre, un PIPR et, en cas d'échec, un moratoire sur les paiements, potentiellement assorti d'un contrôle à la sortie des capitaux, peuvent permettre d'enrayer rapidement la spirale du surendettement contraint. Dans un second temps, si une restructuration s'avère nécessaire, le recours à une tierce partie arbitrale nous paraît indispensable. Seule une instance neutre et crédible peut assurer l'efficacité de la procédure de restructuration, en assurant un partage équitable de son coût. Pour autant, il semble vain, au vu de la gestion de la crise actuelle en Europe, de compter sur un revirement soudain de la communauté internationale en matière de résolution de ce type de crise. De fait, dans le but de contraindre la prise de conscience sur les erreurs passées, nous envisageons la pertinence d'actions unilatérales des débiteurs.

Conclusion de chapitre

Ce dernier chapitre fait écho aux trois précédents en proposant une solution adaptée aux écueils inhérents aux processus de restructuration actuels et passés. Compte tenu des nombreux obstacles politiques à l'élaboration d'un mécanisme ordonné et prévisible de résolution des crises de la dette souveraine, nous optons pour la mixité. En effet, en matière de prévention comme de résolution, il s'agit de préconiser une action multilatérale et, de fait, concertée, tout en sachant que certaines actes unilatéraux peuvent avoir à s'imposer en tant qu'impulsion.

A titre préventif, les organisations internationales devraient, en tenant compte des spécificités locales, préconiser des mesures de protection aptes à rendre les économies les plus vulnérables mieux armées face à la concurrence internationale. Cette meilleure assise concerne aussi bien l'aspect commercial que l'aspect financier, puisque tous deux constituent un déterminant majeur de la capacité de remboursement du débiteur. Néanmoins, dans la mesure où cela ne semble toujours pas être à l'ordre du jour, les Etats débiteurs doivent former une coalition et agir unilatéralement, notamment lorsqu'ils en ont les moyens techniques et juridiques.

A titre résolutif, il serait nécessaire d'impulser un revirement de fond et de forme dans le cadre de l'appréhension et du traitement des problèmes de la dette souveraine. En ce sens, l'approche statutaire aurait dû, depuis longtemps, s'imposer comme garante de l'efficacité de l'accord de sortie de crise. Or, l'efficacité, lorsqu'elle concerne un débiteur souverain ayant des obligations rédhibitoires envers sa population, revêt également une connotation de justice. En termes économiques, celle-ci se traduit par un partage équitable du fardeau de la dette entre les deux parties au contrat. Cependant, malgré l'acuité de la réémergence des lacunes de la décentralisation actuellement expérimentées par la Grèce, aucun changement de doctrine n'est en vue. Par conséquent, si la voie multilatérale ne parvient pas à impulser un tel revirement, seule la voie unilatérale est susceptible d'y parvenir. De fait, nous ne préconisons pas une éventuelle répudiation par engagement contestataire, mais par pragmatisme.

Conclusion générale

Synthèse de la thèse

Notre thèse cherchait à savoir si le processus de décentralisation des négociations dans le cadre de la restructuration de la dette souveraine est efficace. Le point de départ est le constat selon lequel les processus de restructuration menés lors des différents épisodes de défauts sont longs, laborieux et ne permettent pas de définir un cadre de restructuration ordonné et prévisible. Or, chacune de ces procédures s'inscrit dans une démarche officiellement décentralisée. A l'issue de notre travail de recherche, nous soutenons la thèse selon laquelle l'approche contractuelle, synonyme de décentralisation, s'avère inefficace, et même contreproductive. Nous retenons le critère de durée et de pénibilité de la procédure pour la considérer comme telle. Cependant, nous y incluons un autre élément, fondamental selon nous, qui est l'équité du partage du fardeau de la dette entre les créanciers et le débiteur *au prorata* de leur responsabilité dans le déclenchement de la crise. Notre terrain d'analyse se tourne logiquement vers l'Amérique Latine, dans la mesure où elle représente la région ayant connu le plus grand nombre de restructurations. D'autre part, l'Amérique Latine symbolise pleinement le paradoxe entre des Etats souverains *de jure*, mais assujettis aux puissances du centre *de facto*. L'argumentation s'appuie alors sur deux parties.

La première partie met en lumière les causes de la persistance de la décentralisation, malgré son inefficacité avérée lors des crises précédentes. Elle est composée de deux chapitres. Le premier chapitre révèle la persistance de l'approche contractuelle au cours des différents épisodes de crises en lui conférant un soubassement avant tout géopolitique. Nous inscrivons en effet les relations entre le débiteur et ses créanciers dans le cadre des théories de la dépendance pour expliquer le processus de développement et d'endettement de la région. Ce faisant, ce chapitre révèle le fait que la décentralisation n'est pas aboutie puisqu'une tierce partie, représentée par l'Etat de résidence des créanciers, intervient à la fois dans le processus d'endettement et dans le processus de restructuration. Dans ces conditions, même si cet acteur tiers intervient officiellement en ultime recours, son action n'est pas neutre. Nous concluons alors que cette décentralisation, biaisée, est inefficace, voire contre-productive. En effet, elle n'assure pas la rapidité de la procédure, ne lui supprime pas sa pénibilité et entretient l'iniquité dans le partage des coûts de la crise.

Or, compte tenu des relations de dépendance entre le débiteur et ses créanciers, créée et entretenue par les grandes puissances contemporaines, la responsabilité du débiteur dans le déclenchement de la crise doit être relativisée. Pourtant, hormis dans les rares cas dans lesquels les débiteurs peuvent agir unilatéralement pour contrecarrer l'hégémonie des créanciers, ce sont eux qui supportent la majeure partie du fardeau de la restructuration.

Le deuxième chapitre montre que la volonté politique de faire reposer le poids de l'ajustement sur le débiteur est en outre créditée par la littérature dominante. Ces deux versants, politiques et théoriques, expliquent alors la perpétuation de l'approche contractuelle malgré l'épreuve des faits. La théorie standard repose entièrement sur le concept d'efficacité des marchés financiers, symétriquement opposée à un concept d'inefficacité de l'action publique. De fait, elle donne une assise intellectuelle à la volonté politique de protéger les marchés contre les coûts de la restructuration, en considérant le débiteur souverain comme l'unique responsable de sa défaillance. La protection des marchés passe par la persistance des flux de remboursements, elle-même permise par l'application rigoureuse de l'intégrité des contrats et l'abolition juridique de l'immunité souveraine dans le cadre de l'endettement international. Dès lors, l'approche statutaire est considérée comme une menace à l'intégrité des contrats car elle ne peut que nuire à la continuité des flux de paiements. L'aléa moral ainsi créé doit se traduire par une augmentation des défauts dits stratégiques, auxquels les marchés sont supposés répondre par une augmentation des coûts d'emprunt. Cette interprétation est largement relayée par le discours politique lors de chaque relance du débat entre les deux méthodes. Pour autant, il s'agit toujours d'un débat politique, au sein duquel les critères technico-économiques sont utilisés, mais seulement comme assise intellectuelle. Or, l'approche statutaire ne bénéficie d'aucune assise théorique dans la mesure où, si elle résulte nécessairement d'un constat d'échec appelant des modifications de large ampleur, elle ne remet pas officiellement en cause les postulats en vigueur.

La deuxième partie a donc pour vocation d'asseoir la nécessité d'un mécanisme statutaire en réfutant les hypothèses de la théorie standard. Le troisième chapitre remet alors en cause l'efficacité de la dernière version de la méthode décentralisée et montre ses effets pervers. Celle-ci constitue un cadre mixte entre le *statu quo* et les CAC, adoptées en 2003, puisque malgré la généralisation de l'inclusion des clauses dans les contrats de dette, certaines restructurations ultérieures sont demeurées sous l'égide du *statu quo*. Après mise en lumière des écueils techniques tenant aux nouvelles dispositions de la décentralisation,

il s'agit de remettre en question ses soubassements théoriques. De fait, nous appuyons la nécessité d'une nouvelle lecture du fonctionnement des marchés, et de leurs interactions avec l'Etat débiteur. A ce niveau, l'approche par la finance comportementale apparaît la plus apte à expliquer l'ampleur des mouvements de prix (i.e. *spreads*) comparativement à l'état effectif des fondamentaux économiques du débiteur. Ce courant de pensée permet également de comprendre pourquoi la décentralisation, même aboutie, ne peut régir efficacement le processus de restructuration, au contraire. En adaptant les différents concepts de rationalités aux intervenants du marché de la dette souveraine, il est alors manifeste que l'aléa moral, traduit dans des prises de risques excessifs, est endogène aux marchés. Dès lors, c'est la décentralisation elle-même qui pérennise la spirale du surfinancement, et qui interdit toute équité dans le partage du fardeau de la dette à l'issue des négociations. En ce sens, elle n'est pas seulement inefficace au vu des objectifs qui lui sont assignés, mais elle a également des effets pervers. En effet, la décentralisation aboutit à confier le processus de restructuration aux créanciers alors qu'ils sont également responsables de la crise et qu'ils sont les premiers bénéficiaires de l'issue des négociations. Dans de telles conditions, l'approche contractuelle place les créanciers dans un conflit d'intérêts *ex post*, lequel renforce les prises de risque excessifs *ex ante*, compte tenu de l'absence de sanctions.

De fait, le quatrième, et dernier chapitre, peut pertinemment accréditer l'urgence d'un revirement politique au profit d'un mécanisme statutaire. L'objectif est alors de rétablir l'équilibre entre l'intégrité de l'Etat souverain et l'intégrité des contrats. Les deux versants de la crise doivent alors être traités. A l'échelle de la prévention d'abord, il s'agit de répondre aux théories de la dépendance en préconisant une plus grande prise d'autonomie par les économies débitrices. L'autonomisation doit s'opérer sur les deux failles, créées de manière exogène, susceptibles de déboucher sur une crise. De fait, la spécialisation commerciale et la dépendance aux exportations doivent être contrecarrées, au même titre que la dépendance et la passivité vis-à-vis des mouvements de capitaux internationaux. Nous préconisons donc une meilleure coopération régionale en matière commerciale, une re-réglementation du secteur financier, et un contrôle régulier et préventif sur les flux de capitaux. A l'échelle de la résolution ensuite, nous définissons un processus formel, prévisible et ordonné sur la base d'un ajustement de certaines propositions existantes en la matière. Dans la mesure où l'enjeu est de renforcer la protection du débiteur, nous préconisons trois grandes mesures. Dans un premier temps, l'intervention d'un prêteur international en premier ressort (PIPR) doit enrayer la spirale des flux de paiements en cas de taux devenus

usuraires. Dans un second temps, la conditionnalité doit être refondée en privilégiant une analyse de la viabilité de la dette en termes de soutenabilité sociale, laquelle doit alors permettre un revirement logique en faveur de politiques de stabilisation contracycliques. Enfin, l'intervention d'une tierce partie, neutre et compétente, lors des négociations a pour rôle d'assurer un traitement plus aisé et un partage équitable du fardeau de la dette, sachant que les mesures précédentes auront permis d'accélérer la procédure. Il ne s'agit pas de faciliter le défaut, mais d'être cohérents avec la réalité des faits. Le défaut souverain constitue en effet un phénomène récurrent, presque banal, et qui nécessite, de fait, non pas un traitement improvisé et incertain, mais une gestion ordonnée et prévisible. Néanmoins, dans la mesure où les expériences passées montrent que la gravité d'une crise ne conduit que très rarement à des revirements idéologiques, nous préconisons enfin une action unilatérale des débiteurs afin d'impulser, à l'échelle internationale, la volonté politique nécessaire à une inflexion de la tendance.

Justification des choix de fond et de forme

Comme tout travail de recherche, notre thèse a été l'objet de certains choix sujets à discussion. Nous pouvons en relever au moins trois. Premièrement, la problématique traitée est large, de sorte que chaque chapitre de ce travail mérite une thèse à part entière. Deuxièmement, certaines parties peuvent être considérées comme sujettes à interprétation, notamment dans le premier chapitre, au sein duquel nous avons sciemment relativisé la responsabilité de l'Etat dans le processus d'endettement. Troisièmement, notre thèse ne s'inscrit pas au sein d'un courant de pensée délimité, comme le montre la variété des outils théoriques utilisés et, au sein de ceux-ci, les différents auteurs mobilisés.

La justification de ces écueils se trouve dans la volonté même de l'auteur. La crise financière actuelle représente une énième preuve de l'impasse au sein de laquelle se trouve la science économique telle qu'enseignée depuis plusieurs décennies. A elle seule, elle remet en cause, une fois de plus, le principe d'efficacité des marchés. Mais comme lors des crises précédentes, les appels de l'alternative ne seront sûrement pas entendus. De nombreux articles, expliquant les raisons pour lesquelles les économistes n'ont pas su anticiper la crise, paraissent depuis le début de la crise. Sont en cause les hypothèses dominantes sur lesquelles s'appuient la plupart des travaux. Dans le cas qui nous préoccupe, l'hypothèse d'efficacité est largement remise en cause, car c'est elle qui dicte la modélisation dans les

travaux de recherche. Or, tout travail de recherche doit aujourd'hui être formalisé pour être considéré scientifique, tandis qu'il est impossible de modéliser des comportements hétérogènes, émanant d'individus et de rationalités consécutivement diverses et variées. Autrement dit, il est impossible de formaliser la réalité sans faire l'impasse sur un nombre conséquent de paramètres. Et cela est d'autant plus impossible que la plupart des travaux doivent aujourd'hui être « ultra-spécialisés » (Shiller et Shiller, 2011). Un micro-problème est alors formaté, formalisé et analysé avec un microscope, de sorte que l'enjeu global de la discipline est oublié. L'étroitesse analytique ainsi engendrée éloigne le résultat du but fondamental de la science économique ; l'utilité sociale. Le rôle de l'économiste est en effet d'assurer et de promouvoir le bien-être général au sein des relations marchandes. Shiller et Shiller (2011) ont récemment appelé, comme Keynes à son époque, à abandonner la science économique pointue et spécialisée, au profit d'une science économique morale et pluridisciplinaire. Les auteurs prônaient une meilleure culture générale du scientifique, laquelle impose un rapprochement avec les disciplines connexes, telles que la psychologie, la sociologie, la science politique ou encore l'histoire.

Nous ne pouvons que regretter que la science économique soit, envers et contre tout, considérée comme une science autonome et exacte, bien que la pluridisciplinarité, et le langage littéraire susceptible de lui être inhérent, ne soient pas parfaits non plus. La pluridisciplinarité et le langage littéraire comportent approximativement les mêmes limites que la formalisation à outrance, à ceci près qu'ils contraignent à conscientiser le choix de telle ou telle hypothèse. Si le nombre de variables supprimées est moindre, la justification du choix opéré est indispensable, parce que ce choix est différent, voire contraire, aux hypothèses dominantes. L'auteur qui souhaite appréhender un problème dans sa globalité sait effectivement que, de fait, son travail sera long et laborieux, car il appartient lui aussi à un système de rentabilité court-termiste.

C'est ainsi que nous justifions les trois choix opérés. L'ampleur de la problématique est liée au choix initial d'appréhender le sujet dans sa globalité, autant que faire se pouvait. Pour autant, ce travail devait rester synthétique, et l'espace imparti ne permettait pas d'approfondir chaque idée comme elle le méritait. Nous avons donc fait le choix d'en faire émerger certaines plus que d'autres, selon qu'elles nous apparaissaient constituer un élément central du problème compte tenu de nos hypothèses de départ. Par ailleurs, la volonté d'appréhender le problème dans sa globalité fermait la possibilité d'une formalisation de notre argumentation. Nous incluons en effet la formalisation dans ce que Shiller et Shiller

(2011) appellent l'ultra-spécialisation. La critique ne tient pas à la formalisation en tant que telle, mais à son monopole en tant qu'outil de recherche. Le choix d'une thèse littéraire a tenu à deux raisons au moins. D'une part, la largeur de la problématique nous aurait contraints à adapter ou à discuter plusieurs modèles par chapitre, ce qui n'était pas faisable efficacement compte tenu du temps imparti. D'autre part, la volonté d'écrire une thèse pluridisciplinaire impliquait une certaine cohérence dans nos choix, et nous avons donc privilégié les mots aux symboles, car notre « hétérodoxie » touchait aussi bien le fond que la forme de la recherche. Au niveau du second choix, l'interprétation de certains faits a également résulté d'un choix analytique. L'interprétation est le propre de tout travail de recherche, et si elle résulte d'un système de valeurs morales, elle n'est pas pour autant partielle, dans la mesure où elle reste argumentée. Shiller et Shiller (2011), en rappelant que la science économique est avant tout une science morale, ont souligné le fait que toute analyse résulte d'un système de valeurs, que l'auteur en soit conscient ou non. Dans ces conditions, si la rigueur scientifique est synonyme de neutralité absolue, alors nous la considérons illusoire, puisque que la science économique est par essence inexacte. Plus précisément, les analyses en termes d'efficacité des marchés comparativement à l'inefficacité de l'action publique nous sont apparues étroites. Dès lors, il s'agissait, sans nier l'angle du surendettement, de relever celui du surfinancement. Le troisième choix est intrinsèquement lié au fait que notre thèse est pluridisciplinaire. A chaque problème soulevé, et à chaque phénomène nous apparaissant essentiel pour le traduire, une théorie particulière nous semblait y apporter une réponse pertinente. Les théories de la dépendance et de l'impérialisme sont le mieux à même d'expliquer le processus de développement de la région latino-américaine, et ses relations avec l'extérieur, dont ses créanciers. L'approche par la finance comportementale ne peut pas expliquer, à elle seule, ces deux siècles de domination financière, tandis qu'elle explique avec pertinence le fonctionnement des créanciers, ensuite analysé séparément. En outre, la plupart des courants de pensée utilisés ne forme pas un corpus théorique cohérent et homogène, mais chaque angle d'analyse apporte un éclairage complémentaire aux autres. Les théories de la dépendance et de l'impérialisme ne sont pas uniformes, pas plus que le courant de la finance comportementale, lui-même officiellement séparé de la finance expérimentale, laquelle vient pourtant lui apporter une assise empirique. Par conséquent, dans de nombreux cas, nous n'avons pas tant mobilisé des théories que des théoriciens et des concepts.

Poursuite des travaux dans ce domaine

La poursuite des premiers résultats de cette thèse demande un approfondissement du premier et du troisième chapitre. Les deux expliquent en effet, empiriquement puis théoriquement, les causes de l'échec de la méthode décentralisée. A l'échelle empirique, il s'agirait d'actualiser les théories de la dépendance et de l'impérialisme non seulement à l'époque actuelle, mais également dans le cadre de l'application à un pays référent. Ces théories ont effectivement été abandonnées en tant qu'angle d'analyse des relations entre les Etats débiteurs latino-américains et les marchés financiers. Compte tenu de leur pertinence pour expliquer les relations entre l'Etat et les marchés dans une perspective de long terme, il serait alors intéressant de les réhabiliter. A l'échelle théorique, notre adaptation de l'approche de la finance comportementale au marché de la dette souveraine devrait également être approfondie. Il s'agirait alors de mettre les hypothèses de la finance comportementale à l'épreuve des faits en menant une enquête de terrain, à l'instar de celle de Shiller (2000) à l'issue du crack boursier de 1987. La finance comportementale ne fait implicitement référence qu'aux marchés des actions, soit un marché hautement spéculatif, mais qui ne concerne que des agents privés. Or, si le marché de la dette souveraine est lui aussi fortement sujet à la spéculation, les relations entre les intervenants ne sont pas les mêmes. En effet, l'adage selon lequel « un Etat ne fait pas faillite » se heurte au caractère courant de la restructuration et de l'incertitude qui l'entoure. De fait, bien que les intervenants continuent de répondre au concept de la rationalité cognitive, les comportements spéculatifs sont plus ambivalents. Il s'agit alors développer l'analyse du paradoxe inhérent au marché de la dette souveraine, lequel se traduit par le sentiment de sûreté ressenti par les détenteurs d'obligations souveraines et la potentialité non négligeable d'une restructuration.

Au-delà, la volonté de poursuivre ce premier travail de recherche émane tout autant d'une perspective scientifique que d'une perspective citoyenne. Au niveau scientifique, il s'agit en effet de valoriser la pluridisciplinarité tant sur le fond du problème que sur la forme avec laquelle il est traité. Au niveau citoyen, chaque problème économique étant, *in fine* avant tout politique, l'enjeu est de participer aux travaux cherchant à contraindre la communauté officielle internationale à prendre conscience de sa passivité face à la récurrence et à la gravité des problèmes de répartition des richesses mondiales. Ces écueils sont systémiques, de sorte que, sur ce thème au moins, tout palliatif marginal s'avère tôt

ou tard stérile, puisque c'est toute l'architecture financière internationale qui est à revoir. A ces deux niveaux, il peut s'agir de vœux pieux, mais on ne peut reprocher la passivité des autres tout en restant nous-mêmes inactifs. Or, « tout accroissement de rendement exige un accroissement plus que proportionnel de force » (Gide, 1930).

Glossaire de la thèse

Aléa Moral : Phénomène résultant du fait que les actions de certains signataires d'un contrat ne sont pas vérifiables, ni même parfois observables par toutes les parties en cause. Issu de la théorie de l'assurance, l'aléa moral accroît les comportements à risque dès lors que l'agent en est protégé et n'aura pas à en assumer pleinement les conséquences. Selon les courants de pensée, l'aléa moral peut être soit exogène, soit endogène aux marchés. Pour le courant orthodoxe, il est exogène car c'est l'intervention extérieure qui modifie le comportement des agents en les incitant à prendre d'autant plus de risques. Pour les courants plus hétérodoxes, et selon notre thèse, il est endogène car c'est le « laissez faire » qui, en mettant les marchés en position de force, avant, pendant et après la crise, les incite à prendre d'autant plus de risques que la régulation leur est confiée.

Amérique Latine : Région du monde située dans la partie sud du continent américain. Dix-sept pays sont concernés par cette appellation : l'Argentine, la Bolivie, le Brésil, la Colombie, le Costa Rica, le Chili, Cuba, l'Équateur, le Guatemala, le Honduras, le Mexique, le Nicaragua, le Panama, le Paraguay, le Pérou, la République dominicaine, l'Uruguay et le Venezuela.

Approche contractuelle de la procédure de restructuration : Mécanisme de négociations décentralisées autour des deux parties au contrat, soit « à l'ombre de la loi ». Selon ce principe, les parties doivent décider seules, mais de manière préalablement encadrée, des modalités de réaménagement de la dette.

Approche statutaire de la procédure de restructuration : Mécanisme de négociations centralisées autour d'une tierce partie institutionnalisée et chargée de résoudre les conflits survenant au sein ou entre les parties au contrat.

Conditionnalité : Ensemble des mesures imposées par le FMI lorsqu'un pays sollicite l'une de ses facilités de prêt. La conditionnalité veille également à ce que le débiteur soit en mesure de rembourser le Fonds. Issue du Consensus de Washington, elle concerne aussi bien les mesures conjoncturelles, à vocation de stabilisation, que les politiques plus structurelles, destinées à refonder les bases économiques du débiteur.

Consensus de Washington : Ensemble de mesures extraites d'un article de l'économiste John Williamson, qui a défini, en 1989, dix recommandations, notamment en direction de l'Amérique latine : 1) Discipline budgétaire, 2) Réorientation de la dépense publique, 3) Réforme fiscale, 4) Libéralisation financière, 5) Adoption d'un taux de change unique et compétitif, 6) Libéralisation des échanges, 7) Elimination des barrières à l'investissement direct étranger, 8) Privatisation des entreprises publiques, 9) Dérégulation des marchés, 10) Prise en compte des droits de propriété.

Défaut de paiement : De manière générale, le défaut de paiement signifie que le débiteur n'est pas en mesure d'assurer le remboursement de sa dette à la date convenue dans le contrat de prêt. Selon l'agence internationale de notation financière, Moody's, le défaut de paiement est effectif si l'un de ces trois événements survient¹ :

- Un non remboursement ou un retard de paiement du principal ou des intérêts soumis à une obligation contractuelle ;
- Une restructuration de dette où 1) un débiteur propose aux créanciers une nouvelle dette ou une dette restructurée, ou de nouveaux titres, des versements en espèce ou actifs équivalents à une moindre obligation financière comparativement à l'obligation d'origine et 2) où l'échange a pour effet de permettre au débiteur d'éviter ultérieurement une faillite ou un défaut de paiement ;
- Une modification des conditions de paiement d'un contrat de crédit, ou d'un engagement contractuel, imposée par l'Etat qui se traduit par une diminution de l'obligation financière, telle que la conversion monétaire forcée ou un changement contraint au niveau de certains paramètres de la promesse de paiement initiale, tels que l'indexation ou la maturité.

La définition Moody's du défaut ne tient pas compte des « défauts techniques », comme le dépassement du ratio de levier maximum ou le non respect du taux de couverture minimale du service de la dette, à moins que le débiteur ne soit pas en

mesure d'y remédier ni de faire face à l'accélération consécutive de la dette qui peut s'avérer nécessaire. Sont également exclus de cette définition les paiements dus au titre des engagements de dette à long terme non honorés en raison d'erreurs purement techniques ou administratives 1) sans rapport avec la capacité ou volonté de procéder aux paiements et 2) faisant l'objet d'une régularisation dans des délais très brefs (dans la plupart des cas, un ou deux jours ouvrés).

Fonds monétaire international (FMI) : Institution financière internationale (IFI) fondée en 1945 suite à la signature des accords de Bretton Woods et regroupant aujourd'hui 188 pays membres. Le FMI « a pour mission d'encourager la coopération monétaire internationale, de veiller à la stabilité financière, de faciliter le commerce international, d'œuvrer en faveur d'un emploi élevé et d'une croissance économique durable, et de faire reculer la pauvreté dans le monde » (FMI, Fiche technique)¹.

Dettes : Somme d'argent que l'emprunteur doit au prêteur. Après signature du contrat de prêt, l'emprunteur devient débiteur et le prêteur devient créancier. Il existe plusieurs types de dettes, ici classées par ordre alphabétique :

- La dette bilatérale : Dette contractée par un État auprès d'un autre État ;
- La dette extérieure : Ensemble des dettes publiques et privées contractées auprès d'agents étrangers ;
- La dette intérieure (ou domestique) : De manière conventionnelle, il s'agit de l'ensemble des dettes contractées auprès d'acteurs résidents, exprimées en monnaie locale et régies par la loi nationale ;
- La dette multilatérale : Dette contractée par un État auprès d'un groupe d'États ou d'une Institution financière internationale;
- La dette odieuse : Dette contractée par un pouvoir despotique ne servant pas les intérêts et les besoins de la nation, mais pouvant aller à l'encontre de ces intérêts et besoins;
- La dette publique : Dette contractée par les pouvoirs publics d'un pays (Etat, administrations publiques, collectivités territoriales) auprès de créanciers publics ou privés. La dette publique extérieure correspond, quant à elle, à l'ensemble des prêts contractés par les pouvoirs publics d'un pays auprès de créanciers (privés ou publics, bilatéraux ou multilatéraux) extérieurs;

- La dette souveraine : De manière implicite, il s'agit de la dette publique extérieure due à des créanciers privés. Il n'existe cependant pas de définition consensuelle, car elle peut également englober la dette publique totale, c'est-à-dire intérieure, extérieure, due à des créanciers publics comme à des créanciers privés. La définition retenue a une grande influence sur les analyses de viabilité de la dette. Le premier chapitre de ce travail adopte la première définition car il s'agit de celle qui est la plus utilisée par la littérature. Dans le cadre de la critique des analyses de viabilité, la deuxième partie considère la notion dans son sens le plus large.

Efficacité de la procédure de restructuration : Dans notre thèse, l'efficacité d'une procédure de restructuration tient à son caractère prévisible, ordonné, rapide et aboutissant à un partage équitable des coûts du défaut entre les deux parties responsables du déclenchement de la crise.

Équité du partage du fardeau de la dette : Principe impliquant une juste répartition des coûts du défaut entre les parties responsables de son déclenchement. Il n'est jamais possible d'établir le degré exact de responsabilité de chaque partie. Il est en revanche possible de reconnaître la double responsabilité, entre le débiteur et ses créanciers, afin de mieux répartir les sanctions. En d'autres termes, le principe d'équité demande au moins une meilleure protection du débiteur face aux intérêts prédominants des créanciers.

Finance comportementale : Courant de pensée qui utilise la psychologie pour expliquer certains phénomènes observés sur les marchés financiers. Plus précisément, la finance comportementale regroupe l'ensemble des travaux d'ordre psychologique qui remettent en question les postulats néoclassiques de fonctionnement des marchés, et notamment l'hypothèse d'efficacité. Pour ces auteurs, l'instabilité des marchés financiers est endogène, en raison des différentes rationalités en interaction, qui remettent en cause l'existence de l'homo œconomicus.

Hypothèse d'efficience des marchés financiers : Hypothèse selon laquelle les marchés sont capables d'intégrer pleinement et rapidement toute l'information disponible afin de prendre rationnellement les décisions appropriées, notamment en matière d'allocation des ressources disponibles. Selon la qualité, la disponibilité et la complétude de l'information, l'efficience sera faible, semi-forte ou forte (Fama, 1967).

Institutions financières internationales (IFI) : Institutions financières, généralement non privées, qui apportent des financements aux gouvernements des pays en difficulté ou au secteur privé des pays où l'on veut favoriser l'investissement.

Paradoxe de la tranquillité : Paradoxe mis en avant par Minsky (1986) pour expliquer que c'est lorsque l'économie capitaliste, financée par l'endettement, est stable que les prises de risques se renforcent. La stabilité tend en effet à rassurer les agents sur la rentabilité de leurs placements, de sorte que ces derniers peuvent tomber dans une euphorie synonyme d'aveuglement au désastre. Dans ces circonstances, la stabilité peut mener, en elle-même, à l'instabilité, laquelle est dès lors endogène au système capitaliste.

Problème d'action collective : Phénomène qui traduit l'incapacité d'un groupe à se coordonner pour prendre une décision concertée. Dans le cadre d'une crise de la dette souveraine, il concerne avant tout les créanciers, notamment lorsque l'unanimité est requise pour sceller un accord. Il se traduit de différentes manières, chacune exprimant la réduction de l'intérêt général suite à des comportements individuels opportunistes :

- La course à la liquidité (*rush to the exit*) suit un mouvement de panique et émane du fait qu'il est individuellement opportun de liquider sa position avant que les autres ne le fassent ;
- La course aux tribunaux (*rush to the courthouses*), qui succède à la course à la liquidité, résulte également du fait qu'il apparaît individuellement intéressant d'obtenir un remboursement en plein auprès du juge ;
- Le problème du « passager clandestin » (*free rider*) se pose dès lors que l'unanimité est requise pour entériner un accord, de sorte qu'un seul réfractaire (*the holdout*) peut faire échouer le vote ;
- Le problème des Fonds vautours émerge lorsqu'un intervenant a acheté des titres de dette en défaut (i.e. à valeur dépréciée) dans l'espoir d'obtenir un remboursement au pair auprès des tribunaux.

Restructuration : Accord sur un réaménagement de la dette issu d'un processus de négociations entre le débiteur et le créancier, et ayant pour finalité de modifier la nature de la dette ou de son remboursement. Cinq types de réaménagement peuvent être définis :

- La transformation des prêts en subventions ;
- L'allègement des sommes dues au titre d'amortissement ou d'intérêt. Une remise partielle ou totale de la dette peut se limiter aux amortissements ou aux intérêts, ou concerner l'ensemble de la dette (stock compris) ;
- Le rééchelonnement, qui consiste en un ajournement des charges relatives aux engagements, ce qui permet au débiteur de différer les transferts pendant une période de grâce stipulée dans l'accord de réaménagement ;
- La consolidation, qui se traduit notamment par un changement d'échéancier, c'est-à-dire par l'établissement d'un nouveau calendrier de paiements avec possibilité de redéfinition de l'amortissement. La consolidation peut concerner les arriérés de paiement ou les paiements futurs, ou encore ceux dus au titre d'intérêts ;
- Le refinancement, qui consiste en un maintien de l'échéancier existant, le pays débiteur assurant les divers règlements aux dates arrêtées à l'origine. Cependant, le débiteur reçoit les devises nécessaires pour assurer les règlements, grâce à de nouveaux prêts que financent les créanciers. Il s'impose souvent dans deux conditions:
 - 1) Lorsque la concentration des échéances est telle que celles-ci ne peuvent être financées par des emprunts à des conditions normales sur le marché, plaçant ainsi le pays dans une crise de liquidité ou ;
 - 2) Lorsque le pays emprunteur est dans une situation lui rendant pratiquement impossible l'obtention de nouveaux crédits à des conditions normales.

Nous ne considérons pas le refinancement comme intégrant la restructuration dans la mesure où il ne s'agit que d'un nouveau prêt servant à rembourser le précédent, et non d'un accord donnant-donnant, dans le cadre duquel le créancier fait un geste. L'une des caractéristiques des marchés financiers est effectivement d'être en mesure de refinancer éternellement les anciens emprunts, mais potentiellement à des taux usuraires.

Soutenabilité (sociale) de la dette : Analyse de la viabilité de la dette impliquant « de prendre en compte l'impact [de la dette] sur le bien-être des populations des pays endettés » (Berr et Combarrous, 2007, p.2). Elle s'oppose, mais complète l'analyse de viabilité en termes de solvabilité, qui « représente le fait, pour un débiteur, d'avoir les moyens de payer ses créanciers », de sorte que « le but unique est de permettre aux créanciers de récupérer la plus grande partie des sommes prêtées » (op.cit.). Ainsi, si la solvabilité ne promeut que les intérêts des créanciers, la soutenabilité conjugue les besoins du débiteur avec les intérêts de ses créanciers.

Théories de la dépendance : Ensemble des théories selon lesquelles les alternatives offertes aux nations dépendantes sont définies et limitées par leur intégration et leurs fonctions à l'intérieur du marché international (Bodeinheimer, 1971). La dépendance est alors la « situation dans laquelle l'économie de certains pays est conditionnée par le développement et l'expansion d'une autre économie à laquelle la première est soumise » (Dos Santos, 1970, p.2). Les théories de la dépendance se couplent nécessairement avec les théories de l'impérialisme, dans la mesure où la dépendance représente la conséquence de l'impérialisme exercé à la fois de l'extérieur, par les grandes puissances contemporaines, et de l'intérieur, par les élites locales bénéficiaires (Campbell, 1977).

Bibliographie

- ACOSTA A., 2003, « El canje de los bonos Brady por bonos Globales Ecuador : detalles de un atraco maravilloso ».
Disponible at : www.oid-ido.org/IMG/doc/AlbertoAcostaBonosBradyEcuador.doc
- ACOSTA A., 2005, « Al servicio de la deuda, en contra del país : A propósito de la propuesta de renegociación de los Bonos Global », CADTM.
Disponible at : www.cadtm.org/IMG/pdf/DACOSTABonos_Global2005.pdf
- ADAMSON R. A., 2002, « The failure of the foreign bondholders protective council experiment, 1934-1940 », *The Business History Review*, Vol. 76, No. 3, pp. 479-514.
- ADDA J., 2011, « Jalons pour une histoire de la dette », *Alternatives économiques*, Hors-série N°091, décembre 2011.
- AGLIETTA M. et DENISE C., 1999, « Les dilemmes du prêteur en dernier ressort international », *Revue française d'économie*, Vol. 14, N° 4, pp. 35-85.
- AGLIETTA M. et DE BOISSIEU C., 1999, « Le prêteur international en dernier ressort », in Bergsten F. et al., *Architecture financière internationale*, Rapport du CAE.
Disponible at : www.cae.gouv.fr/Architecture-financiere-internationale.html
- AGLIETTA M., 2004, « Architecture financière internationale: au-delà des institutions de Bretton Woods », *Economie internationale*, Vol. 4, N° 100, pp. 61-83.
- AGGARWAL V. K., 2003, « The Evolution of Debt Crises : Origins, Management and Policy Lessons », in Vinod K. Aggarwal and Brigitte Granville (eds.), *Sovereign Debt : Origins, Crises and Restructuring*, Royal Institut of International Affairs, London, England, pp.11-34.
- AGLIETTA M. et MOATTI S., 2000, *Le FMI : De l'Ordre Monétaire aux Désordres Financiers*, Economica, Paris, 255p.
- AGOSIN M. R., 2005, « Export Diversification and Growth in Emerging Economies », *CEPAL Review* No. 97.
- AKERLOF G. A. et SHILLER R. J., 2009, *Les esprits animaux: Comment les forces psychologiques mènent la finance et l'économie*, Pearson Education France, Paris, 293 p.
- ALLEGRET J.-P. et SANDRETTO R., 2000, « La nouvelle architecture du système monétaire international : revenir à l'esprit des lois de Bretton Woods », *L'Actualité économique*, Vol. 76, N° 3, pp. 437-456.
- ALLEGRET J.-P., 2011, « Les mouvements de capitaux à destination des pays émergents après la crise financière », Séminaire MoFiiDev, « Le système monétaire international après la crise », Grenoble, le 8 avril 2011.
- ALTERNATIVES ECONOMIQUES, 2005, « Les initiatives citoyennes », in *Une Europe des initiatives*, Hors-série pratique N°19, mai 2005, pp. 6-141.
- ALTERNATIVE SUD, 2002, *Dettes du Sud, dette du Nord*, Vol. IX, 264p.

- ANDRITSKY J., 2006, *Sovereign Default Risk Valuation : Implications of Debt Crises and Bond Restructurings*, Springer, New York, 251p.
- ARORA V. et CERISOLA M., 2001, « How Does U.S. Monetary Policy Influence Sovereign Spreads in Emerging Markets? », *IMF Staff Papers*, Vol. 48, No. 3.
- ARTUS P., 1996, « La spéculation », *Revue Economique*, Vol. 47, N° 3, pp. 409-424.
- ARTUS P. et CARTAPANIS A., 2008, « Globalisation financière et croissance dans les économies émergentes : La sous-estimation des contraintes macroéconomiques induites », *Revue Economique*, Vol. 59, N° 6, pp. 1145-1158.
- BACKER L. C., 2007, « Odious debt wears two faces : Systemic illegitimacy, problems, and opportunities in traditional odious debt conceptions in globalized economic regimes », *Duke Law School, Law & Contemporary Problems*, Vol. 70. Disponible at : <http://ssrn.com/abstract=957303>
- BAGEHOT W., 1874, *Lombard Street ou Le Marché Financier en Angleterre*, Chapitre 6, « Comment il se fait que Lombard Street est quelquefois fort calme et quelquefois fort agité », pp. 89-113.
- BANDIERA L. et al., 2011, « Unpleasant Surprises: Determinants and Risks of Sovereign Default », *World Bank Policy Research Working Paper* No. 4501.
- BANQUE DE FRANCE, 2003, « Environnement international et marchés », in *Chronique, Revue de la stabilité financière*, N°2, juin 2003.
- BANQUE MONDIALE, 2009, *Global Development Finance : Charting a Global Recovery. I : Review, Analysis, and Outlook*, International Bank for Reconstruction and Development/ International Development Association, Washington D.C., 167p.
- BANQUE MONDIALE, 2011, *Global Development Finance 2011 : External Debt of Developing Countries*, International Bank for Reconstruction and Development/ International Development Association, Washington D.C., 340p.
- BANQUE MONDIALE, 2012, *Global Development Finance 2012 : External Debt of Developing Countries*, International Bank for Reconstruction and Development/ International Development Association, Washington D.C., 346p.
- BARRIENTOS-PARRA J., 2005, « La notion de jubilé comme principe applicable dans la résolution du surendettement dans l'Antiquité », *Revue internationale des droits de l'Antiquité*, 3^e série, Tome LII.
- BARTHELEMY J.-C. et VOURC'H A., 1995, *Allègement de dette et croissance*, Etudes du Centre de Développement, OCDE, Paris, 206p.
- BATES R. H. et al., 2007, « Lost Decades : Postindependence Performance in Latin American and Africa », *The Journal of Economic History*, Vol. 67, No. 4, pp. 917-943.
- BECKER S., 2011, « Public debt in 2020 : Structure matters ! A new scenario tool applied to Latin America », *Deutsche Bank Current Issues*, 21 janvier 2011.
- BECKER T. et al., 2002, « Bond Restructuring and Moral Hazard : Are Collective Action Clauses Costly ? », *Journal of International Economics*, Vol. 61, No. 1, pp. 127-161.

- BEIM D. O., 1977, « Rescuing The LDCs », *Foreign Affairs*, Vol. 55, No. 4, pp. 717-731.
- BEKAERT G. et al., 2005, « Market Integration and Contagion », *Journal of Business*, Vol. 78, No. 1, pp. 39-69.
- BERAUD A., 2010, « Mill, Tooke, McCulloch et la crise de 1825 », XIII^e Colloque de l'Association Charles Gides pour l'Etude de la Pensée Economique, Paris, 27-29 mai 2010.
- BERR E. et COMBARNOUS F., 2007, « Une autre lecture de la soutenabilité de la dette », *Revue Tiers Monde*, N° 192, Octobre-Décembre 2007, pp.789-813.
- BODENHEIMER S., 1971, « Dependency and Imperialism : The Roots os Latin American Underdevelopment », in K. T. Fann et Donald C. Hodges (ed), *Readings in U.S. Imperialism*, Boston, pp. 155-181.
- BOLTON P., 2003, « Towards a Statutory Approach to Sovereign Debt Restructuring : Lessons from Corporate Bankruptcy Practice Around the World », *IMF Working Paper* No. 03/13.
- BOLTON P. et JEANNE O., 2005, « Structuring and Restructuring Sovereign Debt : The Role of Seniority », *NBER Working Paper* No. 11071.
- BOLTON P. et SCHARFSTEIN D. S., 1996, « Optimal Debt Structure and the Number of Creditors », *The Journal of Political Economy*, Vol. 104, No. 1, pp. 1-25.
- BOLTON P. et SKEEL D. A., 2004, « Inside the Black Box : How Should a Sovereign Bankruptcy Framework Be Structured ? », University of Pennsylvania, *Institut for Law and Economics Research Paper* No. 05-03.
- BOLTON P. et SKEEL D. A., 2007, « Time to Rethink Sovereign Bankruptcy : A New Rôle for the IMF ? », *IPD Working Paper Series*. Disponible at : http://policydialogue.org/publications/working_papers/time_to_rethink_sovereign_bankruptcy/
- BORENSZTEIN E., 2005, « Debt Structure and Vulnerabilities in Latin America », Inter-America Development Bank, 26 septembre 2005. Disponible at : www.iadb.org/idbdocs.cfm?docnum=718548
- BORENSZTEIN E. et al., 2005, « Sovereign Debt Structure for Crisis Prevention », *FMI Occasional Paper* No. 237.
- BORENSZTEIN E. et al., 2007, *Living With Debt : How to Limit the Risks of Sovereign Finance*, Inter-America Development bank, Washington, 343p.
- BOUCHAT B. et al., 2008, *Les crimes de la dette*, Syllepse, Paris, 269 p.
- BOYER R. et al., 2004, *Les crises financières*, Rapport du Conseil d'Analyse Economique No. 50, La Documentation française, Paris, 414p.
- BOYER R., 2010, « La crise grecque : Inachèvement de la construction européenne... ou/et expression du pouvoir de la finance ? », Séminaire à l'Université de Montréal, 23 Avril 2010.
- BRANA S. et LAHET D., 2005, « La Propagation des Crises Financières dans les Pays Emergents : La Contagion est-elle Discriminante ? », *Economie Internationale*, Vol. 3, N° 103, pp. 73-96.

- BRATTON W. W. et GULATI G. M., 2003, « Sovereign Debt Reform and the Best Interest of Creditors », *Business, Economics, and Regulatory Law Working Paper* No. 387880.
- BRETON Y., 1988, « Les économistes français et les écoles historiques allemandes », *Histoire, économie et société*, 7^e année, N° 3, pp. 399-417.
- BRUNNERMEIER M. et al., 2009, *The fundamental Principles of Financial Regulation*, Geneva Report on the World Economy 11, International Center for Monetary and Banking Studies.
- BUCHHEIT L. C. et GULATI G. M., 2000, « Exit Consents in Sovereign Bond Exchanges ». Disponible at : http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=231511
- BUCHHEIT L. C. et GULATI G. M., 2002, « Sovereign Bonds and the Collective Will », *Georgetown-Sloan Project on Business Institutions Working Paper* No. 34, Washington, D.C.
- BUCHHEIT L. C. et GULATI G. M., 2010, « How to Restructure Greek Debt ». Disponible at : <http://ssrn.com/abstract=1603304> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1603304>
- BUIRA A., 2003, « An Analysis of IMF Conditionality », *G-24 Discussion Paper* No. 22.
- BULOW J. et ROGOFF K., 1988, « Sovereign debt : is to forgive or forget ? », *NBER Working Paper* No. 2623..
- BULOW J. et ROGOFF K., 1989, « A Constant Recontracting Model of Sovereign Debt », *Journal of Political Economy*, Vol. 97, No. 1, pp. 155-178.
- BUSTILLO I. et VELLOSO H., 2000, « Bond markets for Latin American debt in the 1990 », *Temas de Coyunturas*, ECLAC series, No. 12.
- CANTOR R. et PACKER F., 1995, « Sovereign Credit Ratings », *Current Issues in Economics and Finance*, Vol. 1, No. 3.
- CANTOR R. et PACKER F., 1996, « Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings », *FRBNY Economic Policy Review*, Octobre 1996.
- CALOMIRIS C. W., 1998, « The IMF's Imprudent Role as Lender of Last Resort », *The Cato Journal*, Vol. 17, No. 3, pp. 275-294.
- CALVO G. A., 1998, « Capital Flows and Capital-Market Crises : The Simple Economics of Sudden Stops », *Journal of Applied Economics*, Vol. 1, No. 1, pp. 35-54.
- CALVO G. A., 2003, « Explaining Sudden Stop, Growth Collapse, and BOP Crisis: The Case of Distortionary Output Taxes », *IMF Staff Papers*, Vol. 50, Special Issue.
- CALVO G. A. et MENDOZA E. G., 1997, « Rational Herd Behavior and the Globalization of Securities Markets », *Institut for Empirical Macroeconomics, Federal Reserve Bank of Minneapolis, Discussion Paper* No. 120.
- CAMPBELL B., 1977, « Eléments pour la révision des théories marxistes de l'impérialisme en fonction du rôle de l'Etat et de l'établissement de rapports néo-coloniaux », *Etudes internationales*, Vol. 8, N° 3, pp. 429-446.

- CAPRIO G. et KLINGEBIEL D., 1996, « Bank Insolvency : Bad Luck, Bad Policy, or Bad Banking ? », Annual World Bank Conference on Development Economics, 1996.
- CARSTENS A. G. et al., 2004, « Eviter les crises bancaires en Amérique Latine », *Finances et Développement*, Septembre 2004.
- CARVALLO R., 1971, « Les contraintes de l'environnement extérieur : le mécanisme de l'euro-dollar », *Revue Economique*, Vol. 22, N° 4, pp. 613-656.
- CASTILHO M. et ZIGNAGO S., 2000, « Commerce et IDE dans un cadre de régionalisation. Le cas du Mercosur », *Revue Economique*, Vol. 51, N° 3, pp. 761-774.
- CAVALLO E. A., 2010, « Debt Management in Latin America : How Safe Is the New Debt Composition ? », *Inter-America Development Bank Policy Brief No. 109*.
- CEPALC, 2003, « Performance macroéconomique », in José Antonio Ocampo et Juan Martin (eds), *Une décennie d'ombres et de lumières. L'Amérique Latine et les Caraïbes dans les années 1990*, Santiago du Chili, pp. 109-141.
- CEPALC, 2005, *Mondialisation et développement : Un regard de l'Amérique Latine et des Caraïbes*, José Antonio Ocampo et Juan Martin (eds), Santiago du Chili, 235p.
- CEPALC, 2011, *Economic Survey of Latin America and the Caribbean, 2010-2011*, Economic Development Division, 320p.
- CHAN-LAU J. A., 2003, « Anticipating Credit Events Using Credit Default Swap, with an Application to Sovereign Debt Crises », *IMF Working Paper No. 03/106*.
- CHAPPE N., 2001, « L'analyse économique d'un mode de résolution des litiges : l'arbitrage », *Revue française d'économie*, Vol. 15, N° 4, pp. 187-208.
- CHAVAGNEUX C., 2001, « La stabilité internationale est-elle un bien public mondial ? », AFSP/Section d'Etudes Internationales, Colloque « Les biens publics mondiaux ».
- CHESNAY F., 1984, « Quelques remarques sur le contexte mondial de la dette des pays en développement et la nature du capital prêté », *Tiers-Monde*, Tome 25, N°99, pp. 517-532.
- CLING J.-P. et al., 2002, « Un processus participatif pour établir de nouvelles relations entre acteurs », in Cling J.-P. et al. (sous la dir.), *Les nouvelles stratégies internationales de lutte contre la pauvreté*, Economica, Paris, 474p., pp. 169-199.
- CNUCED, 2001, « Gestion des crises et partage du fardeau », in *Rapport sur le commerce et le développement, 2001*, Nations Unies, Genève, pp. 119-138.
- CNUCED, 2004, *Le développement économique en Afrique, Endettement viable : Oasis ou mirage ?*. Disponible at : www.unctad.org/Templates/webflyer.asp?docid=5457&inItemID=3246&lang=2&mode=downloads.
- COHEN D., 1996, « La dette oubliée des pays en développement », in Cartapanis (sous la dir.), *Turbulences et spéculations dans l'économie mondiale*, Economica, Paris, pp. 203-208.

- COHEN D. et EWENCZYK P., 1980, « L'instabilité du système monétaire international », *Economie et statistique*, N° 126, pp. 33-46.
- COHEN D. et PORTES R., 2003, *Crise de la dette : prévention et résolution*, Rapport du CAE, La Documentation française, Paris, 164p.
- COHEN D. et PORTES R., 2004, « Towards a Lender of First Resort », *CEPR Discussion Paper* No. 4615.
- COMBE J ;-L. et al., 2000, « Ouverture sur l'extérieur et instabilité des taux de croissance », *Revue française d'économie*, Vol. 15, N°1, pp. 3-33.
- COMITE SENATORIAL PERMANENT DES BANQUES ET DU COMMERCE (Canada), 2003, *Les débiteurs et les créanciers doivent se partager le fardeau. Examen de la Loi sur la faillite et l'insolvabilité et de la Loi sur les arrangements avec les créanciers des compagnies*. Disponible at : <http://publications.gc.ca/pub?id=396414&sl=1>
- COMMISSION EUROPEENNE, 2007, « MERCOSUR : Document de stratégie régionale 2007-2013 », *Document de travail* N° E/2007/1640.
- COUILLAULT B. et WEBER P.-F., 2003, « Vers un Code de bonne conduite volontaire pour restructurer la dette souveraine », *Revue de la stabilité financière*, N°2, Juin 2003, pp. 162-170.
- DABENE O., 1995, « L'intégration régionale en Amérique Latine : Le Mercosur », *Les Etudes du CERI*, N°8, novembre 1995.
- DAMILL M. et al., 2005, « The Argentinean Debt: History, Default and Restructuring », paper prepared for the project "Sovereign Debt" of the Initiative for Policy Dialogue (IPD), Columbia University, New York.
- DA ROS J., 2011, « Incidence des *Credit Default Swaps* sur les dettes des Etats : bilan et prospective », in Mathias Audit (sous la dir.), *Insolvabilité des Etats et dettes souveraines*, L.G.D.J, Paris, pp. 122-144.
- DAS S., 2010, « Les credit default swaps : Innovation financière ou dysfonctionnement financier ? », *Revue de la stabilité financière*, N° 14, juillet 2010, pp. 43-63.
- DAVANNE O., 1998, *Instabilité du système financier international*, Rapport du CAE, La Documentation française, Paris, 158p.
- DAVIDSON P. 2003, « The Futur of the International Financial System », Paper presented at Conference on the Future of Economics at Cambridge University, 18 septembre 2003.
- DAVIDSON P., 2009, « Réformer la monnaie internationale », *L'Economie politique*, Vol. 2, N° 42, pp. 75-87.
- DAVIDSON P., 2012, « Is economics a science? Should economics be rigorous? », *Real-world economics review*, issue No. 59, pp. 58-67.
- DE AGHION B. A., 1990, « International debt : An explanation of the commercial banks' lending behaviour after 1982 », *Journal of International Economics*, Vol. 76, No. 1-2, pp. 173-186.

- DE BOISSIEU C., 1983, « Les innovations financières aux Etats-Unis », *Revue de l'OFCE*, N° 3, pp. 101-119.
- DE BONDT W. F. M. et THALER R. H., 1994, « Financial Decision-Making in Markets and Firms : A Behavioral Perspective », *NBER Working Paper* No. 4777.
- DE LIMA NEVES A., « Les relations UE-Amérique Latine : Un Axe Prioritaire de la Stratégie Européenne », *Note de recherche du CEIM*, juin 2002. Disponible at : http://www.ieim.uqam.ca/spip.php?page=article-ceim&id_article=694
- DETROYAT L., 1868, *L'intervention française au Mexique*, Amyot, Paris, 414 p.
- DIATKINE S., 2003, « Théorie bancaire, théorie monétaire et prêteur ultime chez Thornton », *Cahiers d'économie politique*, Vol. 2, N° 45, pp. 41-60.
- DOSTALER G., 1994, « Keynes et Bretton Woods », édition électronique réalisée par Jean-Marie Tremblay. Disponible at : http://classiques.uqac.ca/contemporains/dostaler_gilles/Keynes_et_Bretton_Woods/bretton_woods.html
- DOSTALER G., 2006, « L'école autrichienne dans le panorama de la pensée économique : De sa naissance à la Deuxième Guerre mondiale », *Cahiers d'économie Politique*, Vol. 2, N°51, pp. 27-48.
- DOOLEY M. P., 2000, « Can Output Losses Following International Financial Crises be Avoided? », *NBER Working Papers* No. 7531.
- DOS SANTOS T., 1970, « The Structure of Dependence », *The American Economic Review*, Vol. 60, No. 2, pp. 231-236.
- DUFFIE D., 2010, « Faut-il interdire la spéculation sur les marchés des obligations souveraines ? », *Revue de la stabilité financière*, N°14, juillet 2010, pp. 65-70.
- DUPRAT M.-H., 1987, « Dette latino-américaine : de la poursuite des chimères à l'âge de raison », *Politique étrangère*, N° 4, 52^e année, pp. 963-971.
- EATON J. et GERSOVITZ M., 1981, « Debt with Potential Repudiation : Theoretical and Empirical Analysis », *Review of Economic Studies*, vol. 48, No 2, pp. 289-309.
- EATON J., 2002, « Standstills and an International Bankruptcy Court », Paper presented to Bank of England Conference on «The Role of the Official and Private Sectors in Resolving International Financial Crises». Mimeo, New York University (July).
- EDWARDS S., 1983, « LDC's Foreign Borrowing and Default Risk : An Empirical Investigation, 1976-1980, *UCLA Department of Economics Working Paper* No. 323.
- EDWARDS S., 1999, « How Effective are Capital Controls ? », *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 13, No. 4, pp. 65-84.
- EICHENGREEN B., 1991, « Historical Research on International Lending and Debt », *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 5, No. 2, pp. 149-169.
- EICHENGREEN B. et LINDERT P. H., 1991, *The International Debt Crisis in Historical Perspective*, The MIT Press, London, England, 382p.

- EICHENGREEN B. et PORTES R., 1990, « The Interwar Debt Crisis and its Aftermath », *The World Bank Research Observer*, vol. 5, No. 1, pp. 69-94.
- EICHENGREEN B. et PORTES R., 1995, « Debt and Default in the 1930s : Causes and Consequences », *NBER Working Paper* No. 1772.
- EICHENGREEN B. et al., 1995, *Crisis ? What Crisis ? Orderly Workouts for Sovereign Debtors*, CEPR, London, 134p.
- EICHENGREEN B. et MODY A., 1998, « What Explains Changing Spreads on Emerging-Market Debt : Fundamentals or Market Sentiment ? », *NBER Working Paper* No. 6408.
- EICHENGREEN B. et MODY A., 1999, « Would Collective Action Clauses Raise Borrowing Costs ? », *NBER Working Paper* No. 7458.
- EICHENGREEN B. et RÜHL C., 2000, « The Bail-In Problem : Systemic Goals, Ad Hoc Means », *NBER Working Paper* No. 7653.
- EICHENGREEN B. et al., 2003, « Crisis Resolution : Next Steps », *IMF Working Paper* No. 03/196.
- EICHENGREEN B. et MODY A., 2004, « Do Collective Action Clauses Raise Borrowing Costs ? », *Economic Journal*, Vol. 114, No. 495, pp. 247-264.
- EICHENGREEN B., 2008, « Not a New Bretton Woods but a New Bretton Woods Process », in B. Eichengreen et R. Baldwin (eds.), *What G20 leaders must do to stabilise our economy and fix the financial system*, A VoxEU.org publication, CEPR, London, pp.25-27.
- ELLIOTT L. et AITKENHEAD D., 2012, « It's payback time : Don't expect sympathy. Lagarde to Greeks », *The Guardian*, 25 mai 2012. Article disponible at : <http://www.guardian.co.uk/world/2012/may/25/payback-time-lagarde-greeks?fb=ative>
- ERCE A. et DIAZ-CASSOU J., 2010, « Creditor Discrimination During Sovereign Debt Restructuring », *Banco de España, Document de treball* N°1027.
- EURODAD, 2007, « Enough is enough : The debt repudiation option », Christian Aid report, janvier 2007.
- EUROPEAN COMMISSION, 2011, « Mid-Term Review and Regional Indicative Programme for 2011-2013 », *Annex of Working Paper* No. E/2007/1640. Disponible at : http://eeas.europa.eu/mercosur/index_en.htm
- FAMA E. F., 1969, « Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work », *The Journal of Finance*, Vol. 25, No. 2, pp. 383-417.
- FAMA E. F., 1997, « Market Efficiency, Long-Term Returns, and Behavioral », Disponible at : <http://ssrn.com/abstract=15108> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.15108>
- FERNANDEZ A., 2005, « L'Amérique Latine au XX^e siècle ». Disponible at : adels.blog.lemonde.fr/files/UE4b.pdf

- FERNANDEZ-ARIAS E., 2011, « International Lending of Last Resort and Sovereign Debt Restructuring », in Carlos A. Primo Braga et Gallina A. Vincelette (eds), *Sovereign Debt and the Financial Crisis : Will This time Be Different ?*, The World Bank, Washington, D.C., 532p., pp. 331-353.
- FERRARO V., 1996, « Dependency Theory : An Introduction », in Giorgio Secondi (eds.), *The Development Economics Reader*, London, England, 2008, pp. 58-64.
- FERRUCCI G., 2003, « Empirical determinants of emerging markets economies' sovereign bond spreads », *Bank of England Working Paper* No. 205.
- FLANDREAU M. et ZUMER F., 2004, *Les origines de la mondialisation financière 1880-1913*, OCDE, Etudes du Centre de développement, Paris, 152p.
- FLANDREAU M. et FLORES J. H., 2008, « Bonds and Brands : Foundations of Sovereign Debt Markets, 1820-1830 ». Disponible at : <http://ssrn.com/abstract=1534169>.
- FLANDREAU M. et al., 2010, « Conflicts of Interest, Reputation, and the Interwar Debt Crisis: Banksters or Bad Luck? », *HEID Working Paper* No. 02/2010.
- FMI, 2002a, « Sovereign Debt Restructuring and the Domestic Economy Experience in Four Recent Cases », Prepared by the Policy Development and Review Department, 21 février 2002.
- FMI, 2002b, « The Design and Effectiveness of Collective Action Clauses », Prepared by the Legal Department, 6 juin 2002.
- FMI, 2002c, « Collective Action Clauses in Sovereign Bond Contracts : Encouraging Greater Use », Prepared by the Policy Development and Review, International Capital Markets and Legal Departments, 6 juin 2002.
- FMI, 2002d, « Fund Policy on Lending into Arrears to Private Creditors : Further Consideration of the Good Faith Criterion », Prepared by the International Capital Markets, Policy Development and Review and Legal Departments, 30 juillet 2002.
- FMI, 2002e, « The Design of the Sovereign Debt Restructuring Mechanism : Further Considerations », Prepared by the Legal and Policy Development and Review Departments, 27 novembre 2002.
- FMI, 2003a, « Propositions pour un mécanisme de restructuration de la dette souveraine », *Fiche technique*, janvier 2003.
- FMI, 2003b, « Collective Action Clauses : Recent Developments and Issues », Prepared by the International Capital Markets, Legal and Policy Development and Review Departments, 25 mars 2003.
- FMI, 2003c, *FMI Bulletin*, Vol. 32, N°7, 28 avril 2003.
- FMI, 2003d, « Renforcement du dispositif de résolution des crises », in *Rapport annuel du Conseil d'administration pour l'exercice clos le 30 avril 2003*, Washington D.C., chapitre 3, pp. 30-38.
- FMI, 2005, « Progress report to the International Monetary and Financial Committee on Crisis Resolution ». Disponible at : www.imf.org/external/np/pp/eng/2005/041205.htm

- FMI, 2006, « Cross-Country Experience with Restructuring of Sovereign Debt and Restoring Debt Sustainability », Prepared by the Policy Development and Review Department, 29 août 2006.
- FMI, BIE, 2008, « Evaluation de conditionnalité structurelle des programmes appuyés par le FMI ». Disponible at : www.ieo-imf.org/ieo/pages/IEOPreview.aspx?img=i6nZpr3iSIU%3d&mappingid=P5ms79cRoUs%3d
- FMI, 2011, « La ligne de crédit modulable du FMI (LCM) », *Fiche technique*, 18 avril 2012. Disponible at : <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/fre/fclf.htm>
- FRENKEL R., 2005, « Mondialisation et crises financières en Amérique Latine », *Revista de la CEPAL*, numéro spécial, Juin 2005, pp. 111-125.
- FURTADO C., 1970, *Les Etats-Unis Et Le Sous-Développement De L'Amérique Latine*, Calmann-Levy, Paris, 303p.
- GABAS J.-J. et HUGON P., 2001, « Les Biens publics mondiaux et la coopération internationale », *L'Economie politique*, Vol. 4, N°12, pp. 19-31.
- GARCIA-HERRERO A. et ORTIZ A., 2005, « The Role of Global Risk Aversion in Explaining Latin American Sovereign Spreads », *Banco de España, document de travail* N° 0505.
- GAILLARD N., 2009, « Fitch, Moody's and S&P's Sovereign Ratings and EMBI Global Spreads: Lessons from 1993-2007 », *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue 26.
- GAILLARD N., 2010, *Les agences de notation*, Repères, La Découverte, Paris, 128p.
- GAILLARD N., 2011, « Agences de notation : responsabilité, régulation ou laissez-faire ? », *in Mathias Audit (sous la dir.), Insolvabilité des Etats et dettes souveraines*, L.G.D.J., Paris, pp. 171-196.
- GALBRAITH J. K., 1992, *La crise économique de 1929 : Anatomie d'une catastrophe financière*, Petite bibliothèque Payot, Paris, 269p.
- GALBRAITH J. K., 2007, *Economie hétérodoxe*, Seuil, Paris, 1201p.
- GALLAGHER J. et ROBINSON R., 1953, « The Imperialism of Free Trade », *The Economic History Review*, New Series, Vol. 6, No. 1, pp. 1-15.
- GARNIER O., « Leçons de la restructuration grecque », l'AGEFI, 6 avril 2012. Disponible at : www.agefi.fr/fiche-blogs-wikifinance/lecons-de-la-restructuration-grecque-1602.html
- GATHII J., 2009, « The Sanctity of Sovereign Loan Contracts and its Origins in Enforcement Litigation », *Albany Law School Working Paper*, 76p. Disponible at : <http://ssrn.com/abstract=1624864>
- GELPERN A., 2003, « Sovereign Debt Crisis : Creditor's Rights Vs. Development », *ASIL Proceedings* 222.
- GELPERN A., 2004, « Building a Better Seating Chart for Sovereign Restructurings », *Emory Law Journal*, Vol. 53, pp. 1119-1162.

- GELPERN A., 2007, « Odious, Not Debt ». Disponible at : <http://law.duke.edu/journals/lcp>.
- GELPERN A. et GULATI M., 2008, « Innovation after the Revolution : Foreign Sovereign Bonds Contracts Since 2003 », Rutgers School of Law-Newark, Research Paper No. 024.
- GHOSAL S. et MILLER M., 2003, « Co-ordination Failure, Moral Hazard and Sovereign Bankruptcy Procedures », *CSGR Working Paper* No. 112/03.
- GIDE C., 1930, *Principes d'économie politique*, version électronique réalisée par Marcelle Bergeron, d'après le livre de Charles Gides, *Principes d'économie politique*, librairie du Recueil Sirey, Paris, 26^e édition, 682 p.
- GINSBURG T. et ULEN T.S., 2007, « Odious Debt, Odious Credit, Economic Development, and Democratization », *Law and Contemporary Problems*, Vol. 70, pp. 115-136.
- GIRAUD G., 2010, « La dette grecque interroge la zone euro », *Projet*, Vol. 2, n° 315, p. 72-79
- GOULD E. R., 2003, « Money Talks : Supplementary Financiers and International Monetary Fund Conditionality », *International Organization*, Vol. 57, No. 3, pp. 551-586.
- GROSSMAN H. I. et VAN HUICK J. B., 1989, « Sovereign Debt as a Contingent Claim: Excusable Default, Repudiation, and Reputation », *NBER Working Paper* No.1673.
- GROUP of TEN (G10), 1996, « The Resolution of Sovereign Liquidity Crises », *Rapport des Ministres et Gouverneurs préparé sous l'égide des députés*, mai 1996, 69p.
- GUGIATTI M. et RICHARDS A., 2003, « Do Collective Action Clauses Influence Bond Yields ? New Evidence From Emerging Markets », *Reserve Bank of Australia, Research Paper* No. 2003-02.
- GUILLAUMONT P. et al., 1999, « How instability lowers african growth », *CERDI Working Paper* n° 199806.
- HABERMEIER K. et al. 2011, « The Effectiveness of Capital Controls and Prudential Policies in Managing Large Inflows », *IMF Staff Discussion Note* No. 11/14.
- HALDANE A. et KRUGER M., 2001, « La résolution des crises financières internationales : capitaux privés et fonds publics », *Banque du Canada, Document de travail* N° 2001-20.
- HALDANE A. G. et al., 2003, « Bail-out or Work-out ? Theoretical Considerations », *Bank of England Working Paper* No. 219.
- HALPERIN DONGHI T., 1972, *Histoire contemporaine de l'Amérique Latine*, Payot, Paris, 335p.
- HAMMOUDA H. B. et al., 2006, « La diversification, Vers un Nouveau Paradigme pour le Développement de l'Afrique », *CAPC* No. 36.
- HANLON J., 2002, « Defining Illegitimate debt and linking its cancellation to economic justice », Open University, Juin 2002.

- HANLON J., 2006, « Defining «Illegitimate Debt» : When Creditors Should Be Liable for Improper Loans », in Jochnick J. et Preston F. A. (eds), 2006, *Sovereign Debt at the Crossroads : Challenges and Proposals for Resolving the Third World Debt Crisis*, Oxford University Press, pp.109-131.
- HAOUT ASLI M., 2011, « Risque Opérationnel Bancaire : Le Point sur la Réglementation Prudentielle », *Management et Avenir*, Vol. 8, n° 48, pp. 225-238.
- HAUSER H. et al., 1939, *Du libéralisme à l'impérialisme (1860-1878)*, L. Halphen et Ph. Sagnac (ed), Paris, 556p.
- HAUSMANN R. et al., 2005, « Towards a Strategy for Economic Growth in Uruguay », *Inter-American Development Bank, Economic and Social Study Series RE1-05-003*.
- HELLEINER E., 2006, « The Long and Winding Road Towards a Sovereign Debt Restructuring Mechanism », *Mimeo*, University of Waterloo.
- HELLEINER E., 2008, « The Mystery of the Missing Sovereign Debt Restructuring Mechanism », *Contributions to Political Economy*, No. 27, pp. 91-113.
- HELLEINER E., 2009, « Filling a Hole in Global Finance Governance ? The Politics of Regulating Sovereign Debt Restructuring », in Walter Mattli & Ngaire Woods (eds.), *The Politics of Global Regulation*, Princeton University Press, Princeton, pp. 89-120.
- HERMAN B., 2008, « Why the Code of Conduct for Resolving Sovereign Debt Crises Falls Short », *International Affairs Working Paper 2008-02*.
- HIDALGO VALDÍCIA M., 2010, « Le temps de l'intégration politique et souveraine », *C.E.R.A.S.I. Projet*, Vol. 5, N° 318, pp. 76-83.
- HIRSHLEIFER D. et al., 1994, « Security Analysis and Trading Patterns when Some Investors Receive Information Before Others », *Journal of Finance*, Vol. 49, No. 5, pp. 1665-1698.
- HOLLY D. A., 1986, « L'Amérique Latine dans le système mondial: 1950-1980 », *Etudes Internationales*, Vol. 17, N° 2, pp. 331-365.
- HUSSON M., 2002, « Cette mortelle fascination du dollar », *Le Monde diplomatique*, février 2002, p. 12 et 13.
- INFORMATIONS ET COMMENTAIRES, 1999, « La «politique Volcker» », *Editorial*, Numéro 108 (Juillet-Septembre 1999).
Disponible at. <http://www.ismea.org/ISMEA/DETTE.gestion.html>.
- INSTITUT OF INTERNATIONAL FINANCE (IIF), 2004, « Principles for Stable Capital Flows and Fair Debt Restructuring », Washington D.C., 22 novembre 2004.
- IIF, 2011, « Capital Flows to Emerging Market Economies », *IIF Research Note*, 24 janvier 2011.
- JACQUET P. et al., 2002, « Gouvernance mondiale », Conseil d'Analyse Economique, Rapport de synthèse. Disponible at : www.cae.gouv.fr/Gouvernance-mondiale.html
- JEANNEAU S. et TOVAR C. E., 2006, « Amérique Latine : progrès et défis des marchés obligataires domestiques », *Rapport trimestriel de la BRI*, juin 2006.

- JOCHNICK C., 2006, « The Legal Case for Debt Repudiation », in Jochnick et Preston (eds.), *Sovereign Debt at the Crossroads : Challenges and Proposals for Resolving the Third World Debt Crisis*, Oxford University Press, New York, pp.132-157.
- JORGENSEN E. et SACHS J., 1988, « Default and Renegotiation of Latin American Foreign Bonds in the Interwar Period », *NBER Working Paper* No. 2636.
- JORRA M., 2010, « The Effect of IMF Lending on the Probability of Sovereign Debt Crises », *MAGKS Paper on Economics*, No. 201026.
- JUILLARD P., 1965, « L'arrêt Banco nacional de Cuba c/ Sabbatino », *Annuaire français de droit international*, Vol. 11, pp. 205-229.
- KAISER J., 2011, « Résoudre les crises de la dette souveraine : Vers un cadre international de désendettement équitable et transparent », *Friedrich-Ebert-Stiftung*, Department for Global Policy and Development, Berlin. Disponible at : library.fes.de/pdf-files/iez/07805.pdf.
- KANE D. R., 1983, *The Eurodollar Market and the Years of Crisis*, livre numérique Google, 189p.
- KASHYAP A. K. et al., 2008, « Rethinking Capital Regulation », Paper prepared for Federal Reserve Bank of Kansas City symposium on «Maintaining Stability in a Changing Financial System», Jackson Hole, Wyoming, August 21-23, 2008.
- KERATRY E., 1868, *La créance Jecker : Les indemnités françaises et les emprunts mexicains*, Livre numérique Google, 158p.
- KEYNES J. M., 1936, *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Payot, édition de 1969, Paris, 387p.
- KINDLEBERGER C., 2004, *Histoire mondiale de la spéculation financière*, Valor Editions, Hendaye, 349p.
- KINSLEY M., 2006, « The Pursuit of Democracy », *Slate*, 3 mars 2006. Disponible sur : <http://www.slate.com/id/2137276/>.
- KLAFFENBÖCK P., 2008, « Reforming the Global Financial Architecture : A Comparison of Different Proposals », *Johannes Kepler University*, Octobre 2008. Disponible at : <http://www.singleglobalcurrency.org/documents/DAREformingtheGlobalFinancialArchitecturehyper.pdf>
- KREGEL J., 2004, « External Financing for Development and International Financial Instability », *G-24 Discussion Paper* No. 32.
- KREMER M. et JAYACHANDRAN S., 2002, « La dette «odieuse» », *Finances et Développement*, Juin 2002.
- KREMER et PFISTER C., 2000, « Y a-t-il place pour un prêteur international en dernier ressort ? », *Bulletin de la Banque de France* N° 78.
- KROZNER R. S. et RAJAN R. G., 1994, « Is the Glass-Steagall Act Justified ? A Study of the U.S. Experience with Universal Banking before 1933 », *American Economic Association*, Vol. 84, No. 4, September, pp. 810-832.

- KRUEGER A. O., 2001, « International Financial Architecture for 2002 : A New Approach to Sovereign Debt Restructuring », conférence donnée au dîner annuel du National Economists' Club, Washington CD, 26 novembre. Disponible at <http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/112601.HTM>.
- KRUEGER A. O., 2002, « A New Approach To Sovereign Debt Restructuring », International Monetary Fund, Washington D.C., 16 avril 2002.
- KRUGMAN P. R., 1988, « Market-Based Debt-Reduction Schemes », *NBER Working Paper No. 2587*.
- LAMBERT J., 1966, « Les interventions militaires dans la politique en Amérique Latine », in Hamon Léo (sous la dir.), *Le rôle extramilitaire de l'armée dans le Tiers-Monde*, PUF, Paris, pp. 353-384.
- LAMDANY R. et HAMANN A. J., 2007, « Evaluation de la conditionnalité structurelle des programmes appuyés par le FMI », Fonds monétaire international, Bureau d'évaluation indépendant. Disponible at : www.ieo-imf.org/ieo/files/issuespapers/051805f.pdf
- LANE T. et PHILLIPS S., 2001, « Financements du FMI et aléa moral », *Finances et Développement*, Juin 2001.
- LANE T. et PHILLIPS S., 2002, « Aléa moral : Les financements du FMI poussent-ils emprunteurs et prêteurs à l'imprudence ? », FMI, *Dossiers Economiques No. 28*.
- LAEVEN L. et VALENCIA F., 2008, « Systemic Banking Crises : A New Database », *IMF Working Paper No. 08/224*.
- LENSEIGNE F. et al., 1991, « Circuit économique pour l'Equateur (CEPE). Une modélisation de l'économie équatorienne ». Disponible at : www.dial.prd.fr/dial_publications/STATECO/pdf/66/66_3.pdf.
- LERRICK A. et MELTZER A. H., 2002, « Sovereign Default : The Private Sector Can Resolve Bankruptcy Without a Formal Court », *Quarterly International Economics Report*, avril 2002.
- LETELIER O., 1976, « The Chicago Boys in Chile : Economic Freedom's Awful Toll », *Review of Radical Political Economics*, Vol. 8, No. 3, pp. 44-52.
- LEVASSEUR S. et RIFFLART C., 2003, « Crises de Dette Souveraine : Vers une Nouvelle Résolution ? », *Revue de l'OFCE* Vol. 3, N° 86, pp. 83-131.
- L'HERITEAU M.-F., 1979, « Dette extérieure et modèle de développement : la place du Tiers Monde dans le dispositif impérialiste », *Tiers-Monde*, tome 20, N°80, pp.703-724.
- L'HERITEAU M.-F., 1982, « Endettement et ajustement structurel : la nouvelle canonnière », *Tiers-Monde*, tome 23, N°91, pp. 517-548.
- LI Y. et al., 2011, « Avoiding Avoidable Debt Crises : Lessons from Recent Defaults », in Carlos A. Primo Braga et Gallina A. Vincelette (eds), *Sovereign Debt and the Financial Crisis : Will This time Be Different ?*, The World Bank, Washington, D.C., 532p., pp. 243-272.

- LIZARAZO S., 2010, « Default Risk and Risk Averse International Investors », *MPRA Working Paper* No. 20794.
- LIPWORTH G. et NYSTEDT J., 2001, « L'adaptation du secteur privé dans la résolution des crises », *Finances et Développement*, juin 2001.
- MADDISON A., 2001, *L'économie mondiale : Une perspective millénaire*, Etudes du Centre de Développement, Les Editions de l'OCDE, Paris, 400p.
- MAGUD N. E. et al., 2011, « Capital Controls : Myth and Reality-A Portfolio Balance Approach », *Peterson Institut for International Economics, Working Paper* No. 11-7.
- MALKIEL B. G., 2003, « The Efficient Market Hypothesis and Its Critics », *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17, No. 1, pp. 59-82.
- MANN M., 2008, « Impérialisme Economique et Impérialisme Militaire américains : Un renforcement mutuel ? », *Actes de la recherche en sciences sociales*, Le Seuil, pp. 20-39.
- MARICHAL C., 1989, *A century of debt crises in Latin America. From Independence to the Great Depression, 1820-1930*, Princeton university press, Princeton, 283p.
- MARCHINI G., 1996, « Ouverture financière, stabilisation et transformation productive au Mexique, 1988-1994 », *Tiers-Monde*, tome 37, N° 146, pp. 385-405.
- MARCIANO A., 1998, *Ethiques de l'économie : Introduction à l'étude des idées économiques*, De Boeck, Paris, 212p.
- MARTIN B. et PENALVER A., 2003, « The effect of payments standstills on yields and the maturity structure of international debt », *Bank of England Working Paper* No. 184.
- MARX et al., 2006, « Sovereign Debt and the Debt Crisis in Emerging Countries : The experience of the 1990s », in Jochnick J. et Preston F. A. (eds), 2006, *Sovereign Debt at the Crossroads : Challenges and Proposals for Resolving the Third World Debt Crisis*, Oxford University Press, pp. 55-82.
- MASSEL B. F., 1970, « Export Instability and Economic Structure », *The American Economic Review*, Vol. 60, No. 4, pp. 618-630.
- MASSON P., 1998, « Contagion : Monsoonal Effects, Spillovers, and Jumps Between Multiple Equilibria », *IMF Working Paper* 98/142.
- MAURO P., Sussman N. et Yafeh Y., 2006, *Emerging Markets and Financial Globalisation : Sovereign Bonds Spreads in 1870-1913 and Today*, Oxford University Press, New York, 193p.
- MAYER H., 1979, « Credit and Liquidity Creation in the International Banking Sector », *BIS Economic Paper* No. 1, November.
- MCGUIRE P. et SCHRIJVERS M. A., 2003, « Primes des économies émergentes : facteurs communs », *Rapport trimestriel de la BRI*, décembre 2003.
- MESONNIER J.-S., 2004, « Le «paradoxe de la crédibilité» en question », *Bulletin de la Banque de France*, N°122, Février 2004.

- MEUNIER N. et SOLLOGOUB T., 2005, *Economie du risque pays*, Repères, La Découverte, Paris, 123p.
- MICHEL L., 1978, *La Commune*, Stock, Paris, 534p.
- MILLER M. et ZHANG L., 1999, « Sovereign Liquidity Crisis : The Strategic Case for a Payments Standstill », *CSGR Working Paper No. 35/99*.
- MILLET D. et TOUSSAINT R., 2008, *60 Questions 60 Réponses sur la dette, le FMI et la Banque Mondiale*, Syllepse, Paris, 390p.
- MINISTERE DES AFFAIRES ETRANGERES ET EUROPEENNES, 2009, « Présentation de l'Equateur ». Disponible at : http://www.diplomatie.gouv.fr/fr/pays-zones-geo_833/equateur_507/presentation-equateur_960/index.html
- MINSKY H. P., 1986, *Stabilizing an Unstable Economy*, McGraw-Hill, (traduction française de 2008), New York, 350p.
- MIOTTI L. et PLIHON D., 2001, « Libéralisation financière, spéculation et crises bancaires », *Economie Internationale*, Vol. 1, N° 85, pp. 3-36.
- MIOTTI L. et al., 2010, « Marchés émergents et agences de notation : prévention des risques ou «certification» sans suite ». Disponible at : cib.natixis.com/flushdoc.aspx?id=53949
- MONTESQUIEU C. de S. de., 1758, *De l'esprit des lois*, édition électronique produite à partir du livre de Montesquieu. Disponible at : http://classiques.uqac.ca/classiques/montesquieu/de_esprit_des_lois/partie_1/de_esprit_des_lois_1.html
- MONTOUSSE M., 2010, *L'Ecole historique allemande. Origines, portée et postérité*, Bréal, Paris, 188p.
- MOODY'S INVESTOR SERVICE, 2010, « Latin America and Caribbean Sovereign Outlook », August 4, 2010.
- MOUHOUD E. M., 1995, « Régionalisation, globalisation et polarisation de l'économies mondiale : quelle place pour les pays en développement ? », *Région et développement*, N° 2, pp. 5-53.
- NEAL L., 1998, « The Financial Crisis of 1825 and the Restructuring of the British Financial System », *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, May-June.
- NELSON S. R., 2008, « 1873, la véritable grande dépression », *Contre Info*, 20 novembre 2008. Disponible at: http://contreinfo.info/article.php3?id_article=2357.
- NICOLET M.-A. et MAIGNAN M., 2005, « Contrôle interne et gestion des risques opérationnels », *Revue Banque*, N°668, avril.
- OCDE, 2001, *Statistique de la dette extérieure : Principaux agrégats 1998-1999*, OECD Publishing, 32p.
- OOSTERLINK K. et URECHE-RANGAU L., 2004, « Entre la peste et le choléra : Le détenteur d'obligations peut préférer la répudiation au défaut... », *Centre Emile Bernheim, Research Institute in Management Sciences, Working Paper No. 04/021*.

- ORLEAN A., 1999, *Le pouvoir de la finance*, Odile Jacob, Paris, 275p.
- ORTIZ I. et UGARTECHE O., 2010, « Bank of the South : Progress and Challenges », *Latin America Network on Debt, Development and Right (LATINADD), Special Report on South-South Cooperation 2010*.
- OSTRY J. D. et al., 2011, « Managing Capital Inflows : What Tools to Use ? », *IMF Staff Discussion Note No. 11/06*.
- PACKER F. et SUTHIPHONGCHAI C., 2003, « Contrats d'échange sur défaut d'emprunteur souverain », *Rapport trimestriel de la BRI*, décembre 2003.
- PANIAGUA-RUIZ R. I., 1984, « Crise financière et problème de la dette : les limites de l'intervention publique entre 1978 et 1981 », *Tiers-Monde*, tome 25, N° 99, pp. 659-667.
- PANIZZA U., 2008, « Domestic and External Public Debt in Developing Countries », *UNCTAD Discussion Paper No. 188*.
- PANIZZA U. et al., 2009, « The Economics and Law of Sovereign Debt and Default », *Journal of Economic Literature*, Vol. 47, No. 3, pp. 1-47.
- PARLEMENT EUROPEEN, 2011, « Traquer la spéculation sur la dette souveraine et la vente à découvert », Affaires économiques et monétaires, Communiqué de presse. Disponible at : <http://www.europarl.europa.eu/news/fr/pressroom/content/20110307IPR14994/html/Traquer-la-sp%C3%A9culation-sur-la-dette-souveraine-et-la-vente-%C3%A0-d%C3%A9couvert>
- PAULUS C. G. et KARGMAN S. T., 2008, « Reforming the Process of Sovereign Debt Restructuring : A proposal for a Sovereign Debt Tribunal », Prepared for Presentation to the United Nations Workshop on «Debt, Finance and Emerging Issues in Financial Integration», 8 et 9 avril 2008, United Nations Headquarters, New York.
- PEREZ B., 2008, « L'Equateur met la finance sur le banc des accusés et répudie sa « dette illégitime », *Le Courrier* (Interview du vice-président équatorien Lenin Moreno), 6 décembre 2008.
- PILKINGTON P., « Crédit et endettement existaient avant la monnaie », Entretien avec David Graeber, *Alternatives économiques*, Hors-série N°091, décembre 2011.
- PIQUEMAL A., 2008, « Les agences de notation en question », Contribution aux Quatrièmes Journées Internationales de Droit Bancaire et Financier, organisées par l'AEDBF Monaco : « Les Crises Bancaires et Financières : Une Question de Régulation ? La Régulation en Question ? », Monaco, 28 novembre 2008.
- PLASSART P., 2006, « Dette publique, le syndrome argentin », *Le nouvel Economiste*, N° 1347, du 25 au 31 mai 2006.
- PLIHON D., 1996, « La montée en puissance de la finance spéculative », in Cartapanis (ed.), *Turbulences et spéculations dans l'économie mondiale*, Economica, Paris, pp. 3-27.
- POWELL A. et MARTINEZ J.F., 2008, « On emerging economy sovereign spreads and ratings », *Inter-American Development bank, Research Department, Working Paper No. 629*.

- PRIMO BRAGA C. A., 2006, « Import Substitution Industrialization in Latin America : Experience and Lessons for the Future », article préparé pour le séminaire en l'honneur du Professeur Werner Baer, tenu à l'Université de l'Illinois, 1er et 2 décembre 2006.
- PROGRAMME DES NATIONS UNIS POUR LE DEVELOPPEMENT (PNUD), 1991, *Rapport sur le développement humain. Le financement du développement humain*. Disponible at : <http://hdr.undp.org/fr/rapports/mondial/rdh1991/>
- RAFFINOT M., 1991, *Dettes extérieures et ajustement structurel*, EDICEF, Vanves, 238p.
- RAFFINOT M., 2008, *La dette des tiers mondes*, Repères, La Découverte, Paris, 128p.
- RASMUSSEN K., 2007, « Sovereign Debt Restructuring, Odious Debt, and the Politics of Debt Relief », *Law and Contemporary Problems*, Vol. 70, pp. 249-261.
- REINHART C. M. et ROGOFF K. S., 2010, *Cette fois, c'est différent : Huit siècles de folie financière*, Pearson Education France, Paris, 469 p.
- REINHART C. M. et ROGOFF K. S., 2011, « From Financial Crash to Debt Crisis », *American Economic Review*, Vol. 101, No. 5, pp. 1676-1706.
- REISEN H. et VON MALTZAN J., 1999, « Boom and Bust and Sovereign Ratings », *OECD Development Center, Working Paper No. 148*.
- REISEN H., 2003, « Normes et codes de l'architecture financière mondiale », in Cohen D. et Portes R., *Crises de la dette : Prévention et Résolution*, La Documentation française, Paris, pp. 93-102.
- REMONOLA E. M. et al., 2007, « Interpreting sovereign spreads », *BIS Quarterly Review*, mars 2007.
- ROCHET J.-C., 2008, « Le futur de la réglementation bancaire », *Note de la TSE N°2 – 12/2008*.
- RODRIGUEZ E., 1991, « La Crise de la Dette : Une Décennie Perdue », *Le CRDI explore*, juillet 1991.
- ROGOFF K. et ZETTELMEYER J., 2002, « Early Ideas on Sovereign Bankruptcy Reorganization : A Survey », *IMF Working Paper No. 02/57*.
- ROMO H. G., 1994, « De la pensée de la CEPAL au néo-libéralisme, du néo-libéralisme au néo-structuralisme, une revue de la littérature sud-américaine », *Tiers-Monde*, Vol. 35, N° 140, pp. 907-926.
- ROODMAN D., 2006, « Creditors Initiatives in the 1980s and 1990s », in Jochnick C. et Preston F. A., *Sovereign Debt at the Crossroad : Challenges and Proposals for Resolving the Third World Debt Crisis*, Oxford University Press, New York, pp. 13-34.
- ROSENBERG E. S. et NORMAN L., 1994, « From Colonialism to Professionalism : The Public-Private Dynamic in United States Foreign Financial Advising, 1898-1929 », in Paul W. Drake (ed.), *Money Doctors, Foreign Debts, and Economic Reforms in Latin America from the 1890s to the Present*, Scholarly Resources Inc., Wilmington, pp. 59-84.
- ROSENBERG E. S., 2003, *Financial Missionaries to the World : The Politics and Culture of Dollar Diplomacy, 1900-1930*, Duke University Press, Durham & London, Etats-Unis, 334p.

- ROUBINI N., 2002a, « Do We Need a New International Bankruptcy Regime ? Comments on Bulow, Sachs and White », *Brookings Papers on Economic Activity*, Brookings Institution, Avril.
- ROUBINI N., 2002b, « Private Sector Involvement in Crisis Resolution and Mechanisms for Dealing with Sovereign Debt Problems », Prepared for the Bank of England Conference on The Role of the Official and Private Sector in Resolving International Financial Crises, July 23-24th, 2002, London.
- ROUBINI N. et SETSER B., 2003, « Improving the Sovereign Debt Restructuring Process: Problems in Restructuring, Proposed Solutions and a Roadmap for Reform », Paper prepared for the conference on "Improving the Sovereign Debt Restructuring Process" co- hosted by the Institute for International Economics and Institut Francais des Relations Internationales, Paris, March 9, 2003.
- ROUBINI N. et SETSER B., 2004, *Bailouts or Bail-Ins: Responding to Financial Crises in Emerging Markets*, Peterson Institute, Washington, 384p.
- ROWLAND P. et TORRES J. L., « Determinants of Spread and Creditworthiness for Emerging Market Sovereign Debt : A Panel Data Study », *Colombian Central Bank, Borradores de Economia* No. 295.
- SACHS J. S. et COHEN D., 1985, « Growth and external debt under risk of repudiation », *NBER Working Paper* No. 1703.
- SACHS J. S. et WILLIAMSON J., 1985, « External Debt and Macroeconomic Performance in Latin America and East Asia », *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1985, No. 2, pp. 523-573.
- SACHS J. S. et HUIZINGA H., 1987, « U.S. Commercial Banks and the Developing-Country Debt Crisis », *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1987, No. 2, pp. 555-606.
- SACHS J. S. et WILLIAMSON J., 1986, « Managing the LDC Debt Crisis », *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1986, No. 2, pp. 397-440.
- SACHS J. S., 1989, « Making the Brady Plan Work », *Foreign Affairs*, Vol. 68, No. 3, pp. 87-104.
- SACHS J. S., 1995, « Alternative Approaches to Financial Crises in Emerging Markets », *Revista de Economia Política*, Vol. 16, No. 2, pp. 40-52.
- SACHS J. S., 1999, « The international lender of last resort: what are the alternatives? », *Federal Reserve Bank of Boston, Conferences Series*. Disponible at : <http://ideas.repec.org/a/fip/fedbcpy1999ijunp181-203n43.html>
- SACK A.-N., 1927, *Les effets des transformations des états sur leurs dettes publiques et autres obligations financières*, Recueil Sirey, Paris. Disponible at : <http://journal.probeinternational.org/2011/04/01/les-effets-des-transformations-des-etats-sur-leurs-dettes-publiques-et-autres-obligations-financieres/>
- SALAMA P., 2010, « Forces et Faiblesses de l'Argentine, du Brésil et du Mexique », *Revue Tiers Monde*, Les Suds dans la crise, hors-série 2010, pp. 99-125.
- SAMUELSON P. et NORDHAUS W. D., 2005, *Economie*, Economica, 18ème édition, 782p.

- SANTISO J., 1997, « Wall treet face à la crise mexicaine : Une analyse temporelle des marchés émergents », *Les études du CERI*, N° 34
- SERBINI B., 2011, « Schéma de restructuration de dette souveraine sous clauses d'actions collectives : La révision du seuil de vote comme palliatif au défaut de coordination des créanciers », Contribution aux « Journées Internationales du Risque », 26 et 27 mai 2011, Niort.
- SETSER B., 2008, « The Political Economy of the SDRM », *IPD Task Force on Sovereign Debt*.
- SGARD J., 2002, *L'économie de la panique*, La Découverte, Paris, 304p.
- SGARD J., 2004, « Faillite souveraine, négociation privée et nouvelle architecture financière internationale », in CEPII (ed.), *L'économie mondiale 2004*, Repères, La Découverte, Paris, pp. 71-82.
- SGARD J., 2005a, « La Dette Argentine et le Déclin du FMI », *La lettre du CEPII* N° 241, janvier 2005.
- SGARD J., 2005b, « Réguler l'économie mondiale : La méthode juridictionnelle, entre biens publics et pratiques privées », Contribution au 8^e Congrès de l'Association Française de Science Politique, Lyon, 14-16 septembre 2005.
- SGARD J., 2009, « Against Globalization: Sovereignty, Courts, and the Failure to Coordinate International Bankruptcies (1870–1940) », *Working Paper*. Disponible at : <http://spire.sciences-po.fr/hdl:/2441/f0uohitsgqh8dhk982236g9ol>
- SGARD J., 2010, « L'économie politique des défauts souverains », Contribution au colloque *Insolvabilité des Etats et Dettes Souveraines*, Sénat, 10 novembre 2010.
- SHAPIRO R. J. et PHAM N. D., 2006, « Discredited : The Impact of Argentina's Sovereign Debt Default and Debt Restructuring on U.S. Taxpayers and Investors », Rapport préparé avec le soutien de American Task Force for Argentina, 34p. Disponible at : http://www.atfa.org/resources/atfa_1006.pdf.
- SHILLER R. J., 2000, *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, 304p.
- SHILLER R. J. et SHILLER V. M., 2011, « Economists as Worldly Philosophers », *Cowles foundation discussion paper* No. 1788.
- SHLEIFER A. et VISHNY R. W., 1997, « The Limits of Arbitrage », *The Journal of Finance*, Vol. 52, No. 1, pp. 35-55.
- SICOTTE R. et al., 2009, « Military Conquest and Sovereign Debt : Chile, Peru and the London Bond Market, 1876-1890 », *Journal of Historical Economics and Econometric History*, Vol. 4, No. 3, pp. 293-319.
- SINGH M. et ANDRITZKY J., 2005, « Overpricing in Emerging Market Credit-Default-Swap Contracts : Some Evidence from Recent Distress Cases », *IMF Working Paper* No. 05/125.
- SOEDERBERG , 2005, « The Transnational Debt Architecture and Emerging Markets : The Politics of Discipline and Punish », *Third World Quarterly*, Vol. 26, No. 6, pp. 927-949.

- STEEL R., 2001, « Mr Fix-it », *New York Review of Books*, 5 octobre 2001, pp. 19-21.
- STENERI C., 2003, « Voluntary Debt Reprofilng: The Case of Uruguay », Prepared for the Four UNCTAD Conference on Debt Management, Genève, 11-14 Novembre 2003.
- STIGLITZ J. E. et GROSSMAN S. J., 1980, « On the Impossibility of Informationally Efficient Markets », *The American Economic Review*, Vol. 70, No. 3, pp. 393-408.
- STIGLITZ J. E. et WEISS A., 1981, « Credit Rationing in Markets with Imperfect Information », *The American Economic Review*, Vol. 71, No. 3, pp. 393-410.
- STIGLITZ J. E., 1983, « Risk, Incentives and Insurance : The Pure Theoriy of Moral Hazard », *The Geneva Paper on Risk and Insurance*, Vol. 8, No. 26, Janvier 1983, pp.4-33.
- STIGLITZ J. E., 2002, *La Grande Désillusion*, Fayard, Paris, 407p.
- STIGLITZ J. E., 2006, *Un autre monde : Contre le fanatisme de marché*, Fayard, Paris, 452p.
- STURZENEGGER F. et ZETTELMAYER J., 2005, « Haircuts : Estimating Investor Losses in Sovereign Debt Restructurings, 1998-2005 », *Centro de Investigación en Finanzas, Buenos Aires, Documento de trabajo N° 02/2006*, juillet 2005.
- STURZENEGGER F. et ZETTELMAYER J., 2006, *Debt Defaults and Lessons from a Decade of Crises*, The MIT Press, London, England, 385p.
- STURZENEGGER F. et ZETTELMAYER J., 2007, « Creditors Losses Vs. Debt Relief : Results from a Decade of Sovereign Debt Crises », *Journal of the European Economic Association*, Vol. 5, No. 2-3, (Avril-Mai 2007), pp. 343-351.
- TAMEN A., 2004, « La Doctrine de la Dette «Odieuse» ou l'Utilisation du Droit International Dans les Rapports de Puissance », 3^e colloque de Droit International du Comité pour l'Annulation de la Dette du Tiers-Monde, Amsterdam, 11 décembre.
- TAYLOR J. B., 2002a, « Grants and Sovereign Debt Restructuring: Two Key Elements of a Reform Agenda for the International Financial Institutions », Conference at the Joint Economic Committee, 14 février 2002. Disponible at <http://www.treas.gov/pressreleases/po1016.htm>.
- TAYLOR J. B., 2002b, « Sovereign Debt Restructuring: A U.S. Perspective », Remarks at the Conference «Sovereign Debt Workouts: Hopes And Hazards?», Institute for International Economics Washington, D.C. 2 avril, 2002.
- TAYLOR J. B., 2002c, « Using Clauses to Reform the Process for Sovereign Debt Workouts: Progress and Next Steps », Remarks at the EMTA Annual Meeting, New York City, 5 décembre 2002.
- TOMZ M., 2007, *Reputation and International Cooperation : Sovereign Debt across Three Centuries*, Princeton University Press, New Jersey, Etats-Unis, 299p.
- TOUSSAINT E., 2011, « Grèce : Tout un symbole de dette illégitime », 16 janvier 2011. Disponible at : <http://www.cadtm.org/Grece-Tout-un-symbole-de-dette>
- TRESOR-ECO, 2010, « Quels pays émergents ont été victimes d'un arrêt brutal des entrées de capitaux pendant la crise ? », *Lettre n° 76*, juillet 2010.

- TVERSKY A. et KAHNEMAN D., 1974, « Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases », *Science, New Series*, Vol. 185, No. 4157, pp. 1124-1131.
- UGARTECHE O. et ACOSTA A., 2007, « Global Economy Issues and the International Board of Arbitration for Sovereign Debt (IBASD) », *Journal of Latin America Studies*, No. 2, Décembre 2007.
- UGARTECHE O., 2011, « La Coopération Financière Régionale, Une Alternative », *C.E.R.A.S.I. Project*, Vol. 2011/1, n°320, pp. 31-37.
- ÜLGEN F., 2002, *Théories de la firme et stratégies anticoncurrentielles. Firme et marché*, L'Harmattan, Paris, 331p.
- ÜLGEN, F., 2010, « Crise systémique et régulation dans les économies monétaires de marché », Premier congrès annuel de l'AFEP « Crise de l'économie, crise de la science économique ? », Sciences Po Lille, Lille, 9-10 décembre 2010.
- ÜLGEN F., 2011, « Régulation monétaire et financière et viabilité des économies de marché », *Economie et Institutions*, N°17, 2nd semestre 2011, pp. 63-95.
- ÜLGEN F., 2012, « La stabilité de l'espace monétaire européen et le rôle international de l'euro », in Philippe Bance (sous la dir.), *Crise contemporaine et renouveau de l'action publique. Vers l'émergence d'un nouveau mode de régulation ?*, PURH, Mont-Saint-Aignan Cedex, pp. 247-265.
- UNCTAD, 2004, « Regionalism and South-South cooperation : The case of Mercosur and India », *Note by the UNCTAD secretariat* No. TD(XI)/BP/11, GE.04-51504, 3 juin 2004.
- VASQUEZ I., 1996, « The Brady Plan and Market-Based Solutions to Debt Crises », *Cato Journal*, Vol. 16, No. 2, pp. 233-243.
- VAYSSIERE P., 2006, *L'Amérique Latine de 1890 à nos jours*, Hachette Livre, Paris, 287p.
- VENET B., 1994, « Libéralisation Financière et Développement Economique : Une revue critique de la littérature », *Revue d'économie financière* N° 29.
- VINALS J. et FIECHTER J., 2010, « The Making of Good Supervision : Learning to Say «No» », *IMF Staff Position Note* No. 10/08.
- VITALE G., 1995, « Multilateral sovereign debt restructuring : The Paris Club and the London Club », in Eichengreen et Portes (coord.), 1995, *Crisis ? What crisis ? Orderly workouts for Sovereign Debtors*, CEPR, London, pp 122-134.
- WEBER P.-F., 2005, « (Re)structuration des dettes souveraines : Où en est-on ? », *Revue de la stabilité financière*, N°7, novembre 2005, pp. 115-135.
- WEI S.-J. et FRANKEL J. A., 1996, « Can Regional Blocs Be a Stepping Stone to Global Free Trade ? A Political Economy Analysis », *International Review of Economics and Finance*, Vol. 5, No. 4, pp. 339-347.
- WEINSCHELBAUM F. et WYNNE J., 2003, « Renegotiation, Collective Action Clauses and Sovereign Debt Markets », *Society for Economic Dynamics, Meeting Papers* No. 7.

- WEISTBROT M. et ROSNIVK D., 2003, « Another Lost Decade? Latin America's Growth Failure Continues Into the 21st Century », *CEPR Briefing Paper*. Disponible at : <http://www.cepr.net/index.php/publications/reports/another-lost-decade-latin-americas-growth-failure-continues-into-the-21st-century/>
- WEIXING Z., 2011, « Un accord de libre-échange entre le Mercosur et la Chine serait « extraordinaire » (ministre argentin des affaires étrangères) », *Chine Nouvelle* (Xinhua), le 3 septembre 2011. Disponible at : http://www.chine-informations.com/actualite/un-accord-de-libre-echange-entre-le-mercosur-et-la-chine-serait_34009.html
- WILLIAMS BROWN O., 2010, « *Credit default swaps* : Quels sont les risques et défis en matière de stabilité financière ? », *Revue de la stabilité financière*, n°14, juillet 2010, pp. 157-164.
- WYNNE W. H., 2000, *State Insolvency and Foreign Bondholders. Selected Case Histories of Governmental Foreign Bond Defaults and Debt Readjustments, Volume II*, Beard Books, Washington, D.C, 652p.
- YEVENES ; M.E., 1985, « The World Political Economy and the Future of the U.S. Labor Market », *World Futures*, Vol. 21, No. 1-2, pp. 147-157.

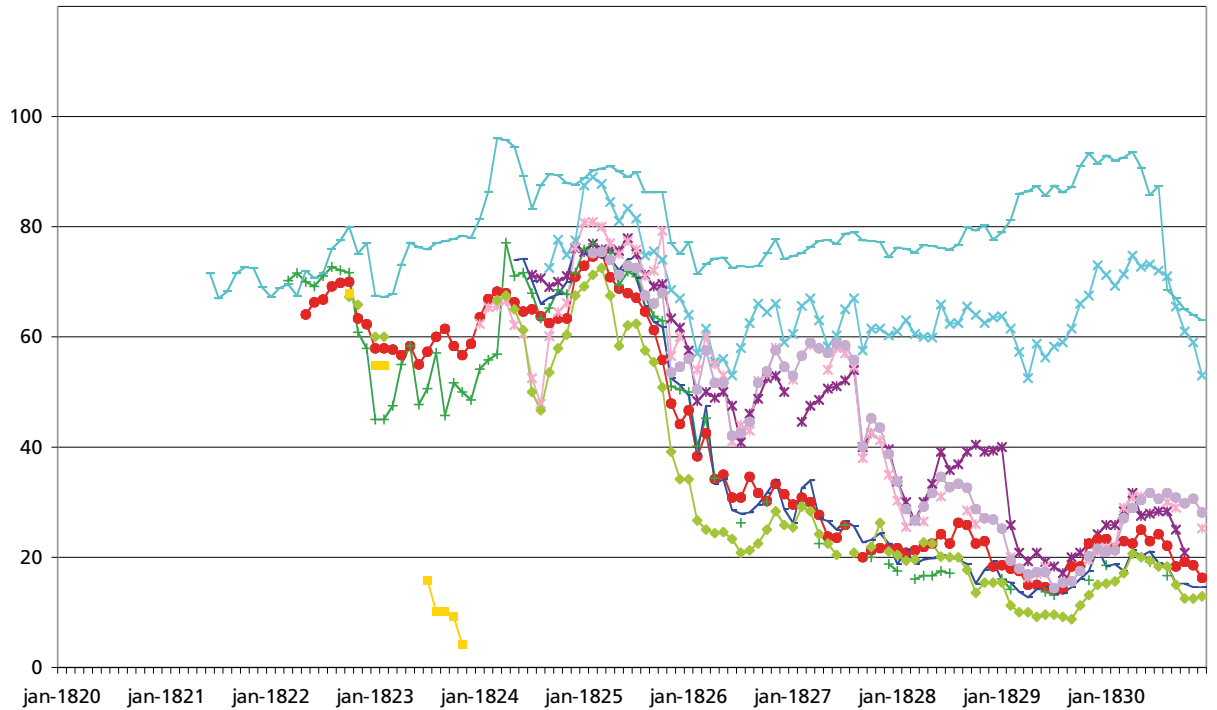
Annexes

Annexe 1 : Carte politique de l'Amérique Latine



Source : Geoatlas, 2007.

Annexe 2 : Variation des cours de titres souverains sur la bourse de Londres, 1820-1846



Source : Flandreau et Flores, 2008.

- Buenos Aires (1824 6%)
- Colombie (1822 6%)
- Colombie (1824 6%)
- Chili (1822 6%)
- Mexique (1824 5%)
- Mexique (1825 6%)
- Pérou (1822/24 6%)
- Poyais (1822 6%)
- Rothschild Brésil (1824 5%)

Annexe 3 : Termes de l'échange et taux d'intérêt sur la dette de l'Amérique Latine avant et pendant la crise de la dette de 1982

Pays	Modification des termes de l'échange entre 1975 et 1978 (%)	Taux d'intérêt nominal sur la dette extérieure publique (et garantie)	
		1976-1978	1979-1983
Argentine	3	6,6	7,7
Brésil	-29	5,7	10,1
Chili	-27	6	9,4
Colombie	26	6,8	10,9
Mexique	-22	5,5	7,6
Pérou	64	4,9	11
Venezuela	-18	5.4	7,7

Source : Millet et Toussaint, 2008.

Annexe 4 : Défaits et renégociations après la crise des années 1820

Pays	Valeur nominale des obligations émises	Date du défaut	Renégociation et Accord
Argentine	1 000 000	Juillet 1827	1857 : Reprise du paiement des intérêts, et émission d'obligations à 3% pour un montant de 1 500 000€, pour les arriérés d'intérêt.
Chili	1 000 000	Septembre 1826	1842 : Reprise des paiements au titres des intérêt, et émission d'obligations pour un montant de 756 000€, à 3%, au titre des arriérés d'intérêt.
Mexique	6 400 000	Octobre 1827	1831 et 1836 : Echec des premiers réaménagements de la dette. 1850 : Reconnaissance de la dette due totalisant 10 200 000€ (intérêt et principal). 1854-63 : Suspension du paiement des intérêts, partiellement repris entre 1863 et 1867. Mais survenance d'un nouveau défaut. 1888 : accord final.
Pérou	1 816 000	Avril 1826	1849 : Reprise du paiement au titres des intérêts, et émission d'obligations à 3% pour un montant de 1 800 000€ pour les arriérés d'intérêt.
Grande Colombie	6 750 000	Septembre 1826	
Dont Colombie	50% de la dette totale		« 1849 : Non aboutissement du premier arrangement avec banquiers étrangers. 1861: Emission d'obligations à 3% pour un montant de 775 000€ au titres des arriérés d'intérêt. 1872: Réduction de dette, laquelle tombe à 2 000 000€ »
Dont Equateur	22% de la dette totale		1856 : Emission de nouvelles obligations pour un montant de 1 800 000€ pour le remboursement du principal. Les arriérés sur les intérêts sont payés avec des terres.
Dont Venezuela	28% de la dette totale		1859 : Emission d'obligations pour un montant de 1 700 000€ pour rembourser le principal, et émission d'obligations à 3% pour un montant de 700 000€ pour les arriérés d'intérêt.
Federation of Central America	113 600	Février 1828	
Dont Costa Rica	8,3% de la dette totale		1844 : Remboursement du principal à 85% de sa valeur nominale
Dont Guatemala	42% de la dette totale		1856 : Emission de nouvelles obligations à 5% pour un montant de 150 000€
Dont Honduras	16,6% de la dette totale		1867 : Emissions de nouvelles obligations à 5% pour un montant de 900 75€
Dont Nicaragua	16,6% de la dette totale		1874 : Remboursement du principal à 85% de sa valeur nominale
Dont Le Salvador	16,6% de la dette totale	Juillet 1827	1860 : Remboursement du principal à 90% de sa valeur nominale

Source : Marichal, 1989.

**Annexe 5 : Prêts étrangers à destination
des gouvernements latino-américains : 1850 - 1875**

Pays	Nombre total de prêts	Valeur nominale en milliers de £	Objectif		
			Militaire (%)	Investissements publics (%)	Refinancement (%)
Argentine	7	13 488	20	68	11
Bolivie	1	1 700	-	100	-
Brésil	8	23 467	30	13	57
Chili	7	8 502	37	51	12
Colombie	2	2 200	-	9	91
Costa Rica	3	3 400	-	100	-
Equateur	1	1 824	-	-	100
Guatemala	2	650	-	77	23
Honduras	4	5 590	-	98	2
Mexique	2	16 960	70	-	30
Paraguay	2	3 000	-	80	20
Pérou	7	51 840	10	45	45
Uruguay	1	3 500	-	-	100
Venezuela	2	2 500	-	30	70

Source : Marichal, 1989.

Annexe 6 : Prêts étrangers à destination des gouvernements latino-américains : 1920 - 1930

Pays	Nombre total de prêts	Valeur nominale (en milliers de dollars U.S.)**	Objectif*		
			Travaux publics	Refinancement (en milliers de dollars U.S.)	Autre
Argentine	10	288 800	38 100	23 3700 (80,9%)	17 000
Bolivie	3	66 000	43 000	23 000	-
Bésil	5	219 077	75 000	144 077 (65,7%)	-
Chili	10	228 788	176 696	52 092	-
Colombie	2	60 000	60 000	-	-
Costa Rica	3	10 990	9 800	1 190	-
Cuba	5	155 973	40 000	79 000 (50,6%)	36 973
République Dominicaine	2	20 000	15 000	5 000	-
Le Salvador	3	21 609	-	21 609 (100%)	-
Guatemala	3	9 465	4 950	4 515	-
Panama	2	20 500	4 500	12 000 (58,5%)	4 000
Pérou	5	105 814	57 366	48 448	-
Uruguay	3	55 081	55 081	-	-

Source : Marichal, 1989.

*Il s'agit d'utilisations présumées. L'estimation est basée sur les objectifs décrits dans les contrats de prêts ou dans les prospectus émis par les courtiers. Elles ne reflètent donc pas nécessairement de manière fiable l'utilisation faite des emprunts.

** Toutes les émissions dans une autre devise que le dollar ont été converties en dollar U.S. selon le taux de change de l'époque, mais les montants ne constituent que des estimations des émissions en valeur nominale ; elles ne reflètent pas nécessairement les montants précis.

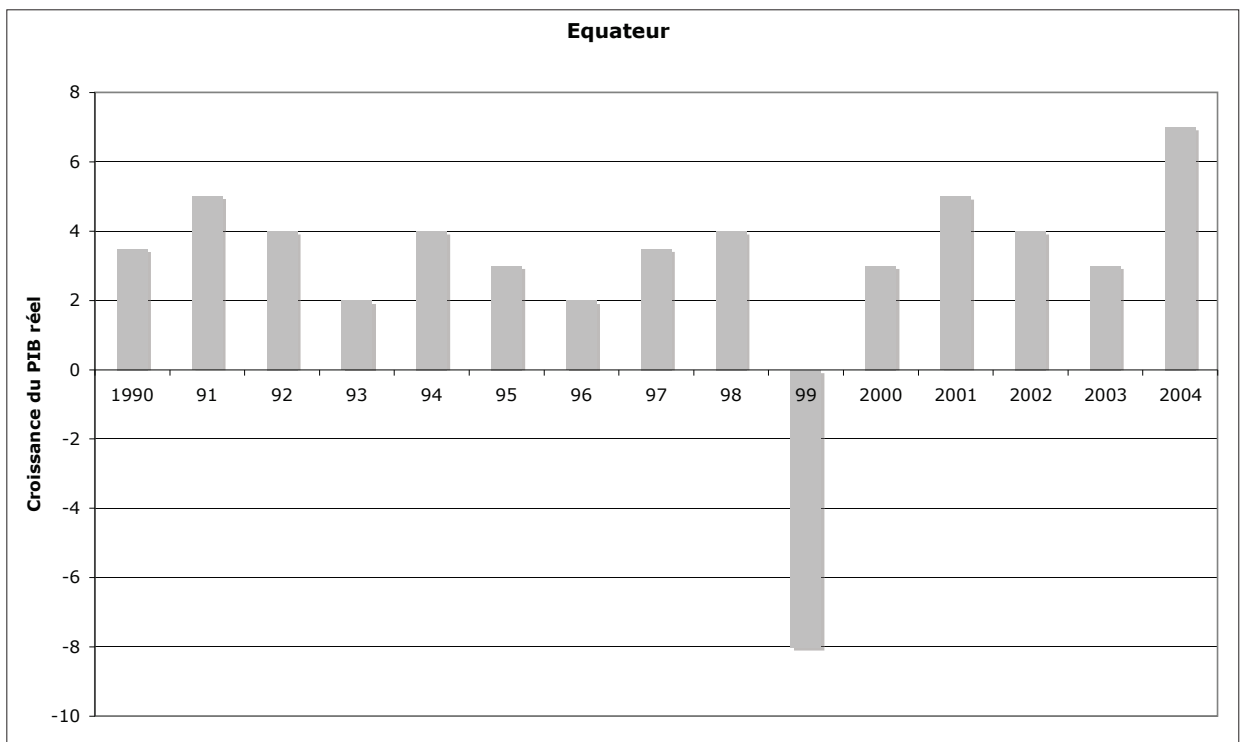
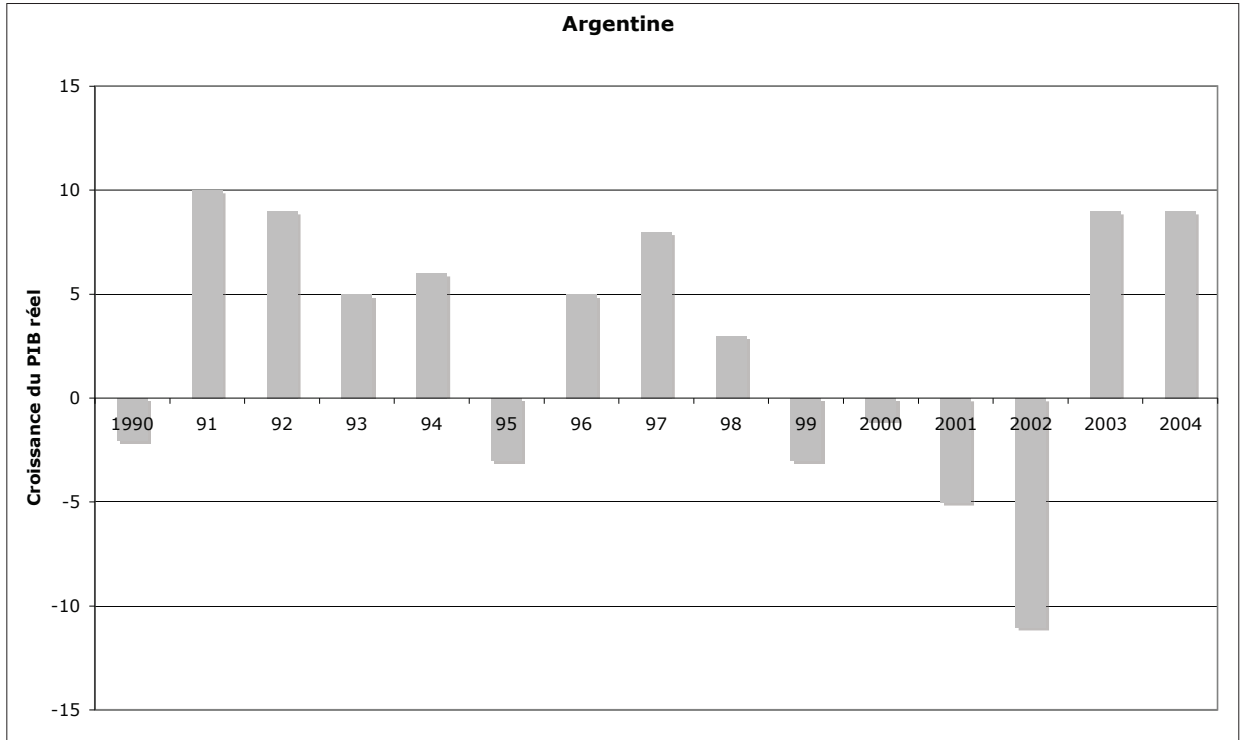
Annexe 7 : Les propositions d'élaboration des CAC

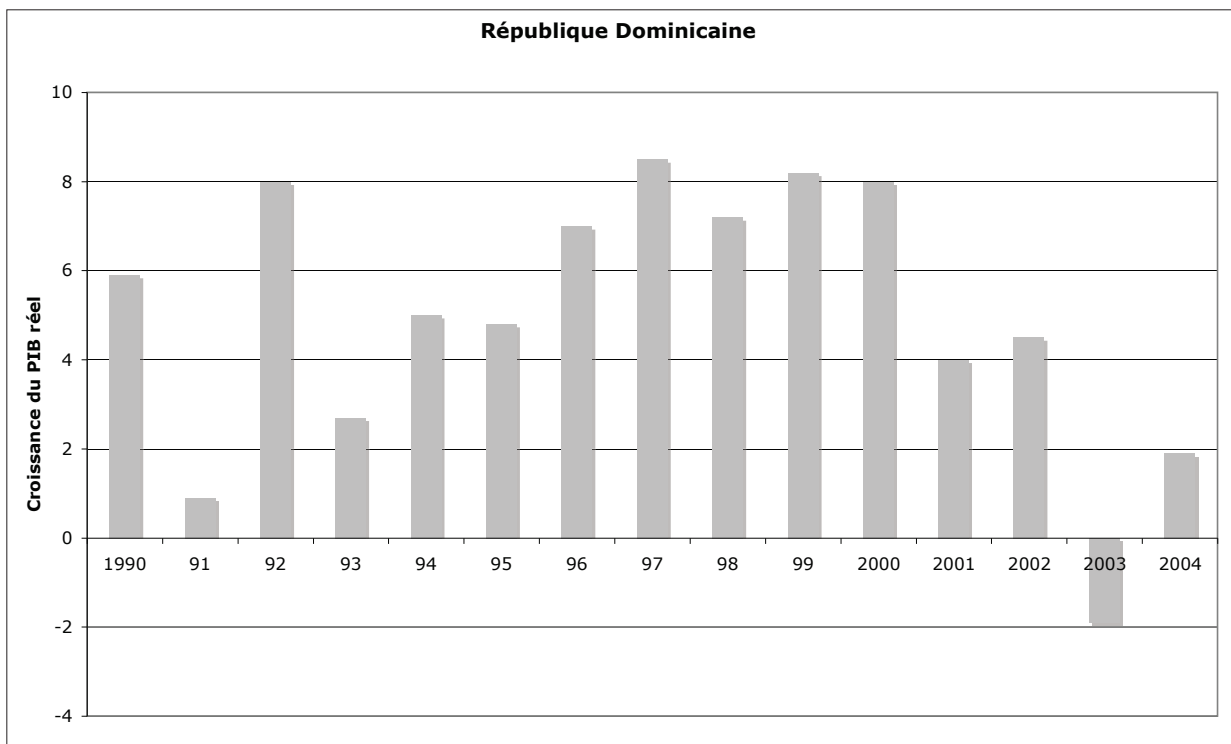
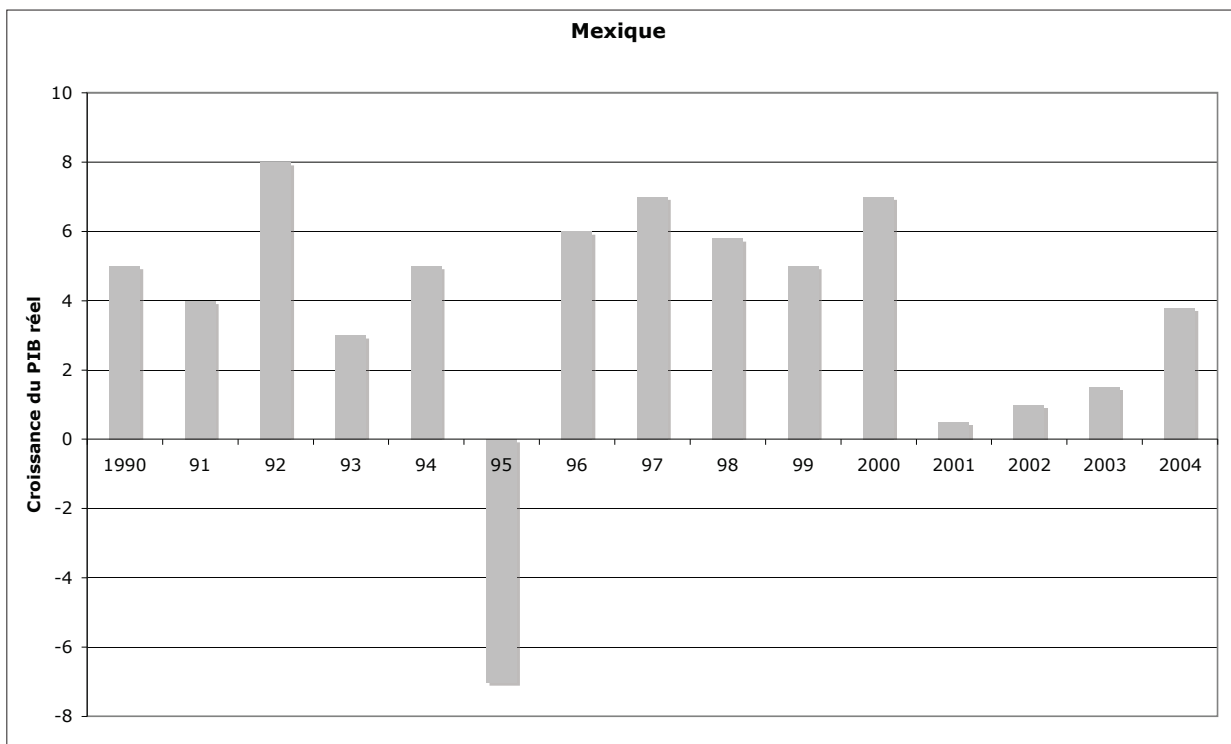
Dispositions	Loi britannique	Loi de New York	Recommandations du G-10	Recommandations des marchés
Amendement des termes principaux, y compris de paiement	<p>Seuil de vote : 75% basé sur un vote par classe du capital réuni lors de la réunion :</p> <ul style="list-style-type: none"> • 75% lors de la première réunion • 25% pour toute réunion ajournée 	<p>Seuil de vote : unanimité</p>	<p>Seuil de vote : 75% basé soit sur le capital restant dû, soit sur le capital réuni lors de la réunion</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Seuil de vote : basé sur le capital restant dû ; 85% pour les termes principaux, à moins d'une objection de 10% • Unanimité pour les juridictions compétentes avec renonciation à l'immunité souveraine • 75% pour les autres termes
Titres exclus	<p>Titres détenus par, ou au profit de, l'émetteur</p>	<p>Titres détenus directement ou indirectement par l'émetteur</p>	<p>Titres détenus ou contrôlés directement ou indirectement par l'émetteur ou n'importe quelle agence gouvernementale</p>	<p>Titres détenus ou contrôlés directement ou indirectement par, ou au profit de, l'émetteur ou n'importe quelle agence gouvernementale</p>
Défaut avéré et accélération	<ul style="list-style-type: none"> • Accélération: Action discrétionnaire du comité, mais généralement à la demande de 25% des créanciers • Décélération : Aucune, mais peut être votée dans le cadre de la clause de majorité 	<ul style="list-style-type: none"> • Accélération : Généralement 25% • Décélération : Généralement plus de 50%, parfois 75% 	<ul style="list-style-type: none"> • Accélération: Action discrétionnaire du comité, mais généralement à la demande de 25% des créanciers • Décélération : 50-66% 	<ul style="list-style-type: none"> • Accélération : 25% • Décélération : 75%
Initiation de la procédure	<ul style="list-style-type: none"> • Gestion de la structure financière : tout créancier. • Représentation : Pouvoir discrétionnaire du fiduciaire, mais les poursuites peuvent être initiées par un vote à 25% des créanciers. • Remboursement au prorata des apports initiaux. 	<p>Tout créancier</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Nécessité d'un comité représentatif. • Vote à 75% des créanciers pour initier toute action en justice sous la représentation du fiduciaire. 	<ul style="list-style-type: none"> • Tout créancier pour les titres gouvernés par la loi de New York. • Eventualité d'un fiduciaire pour les titres gouvernés par la loi anglaise.

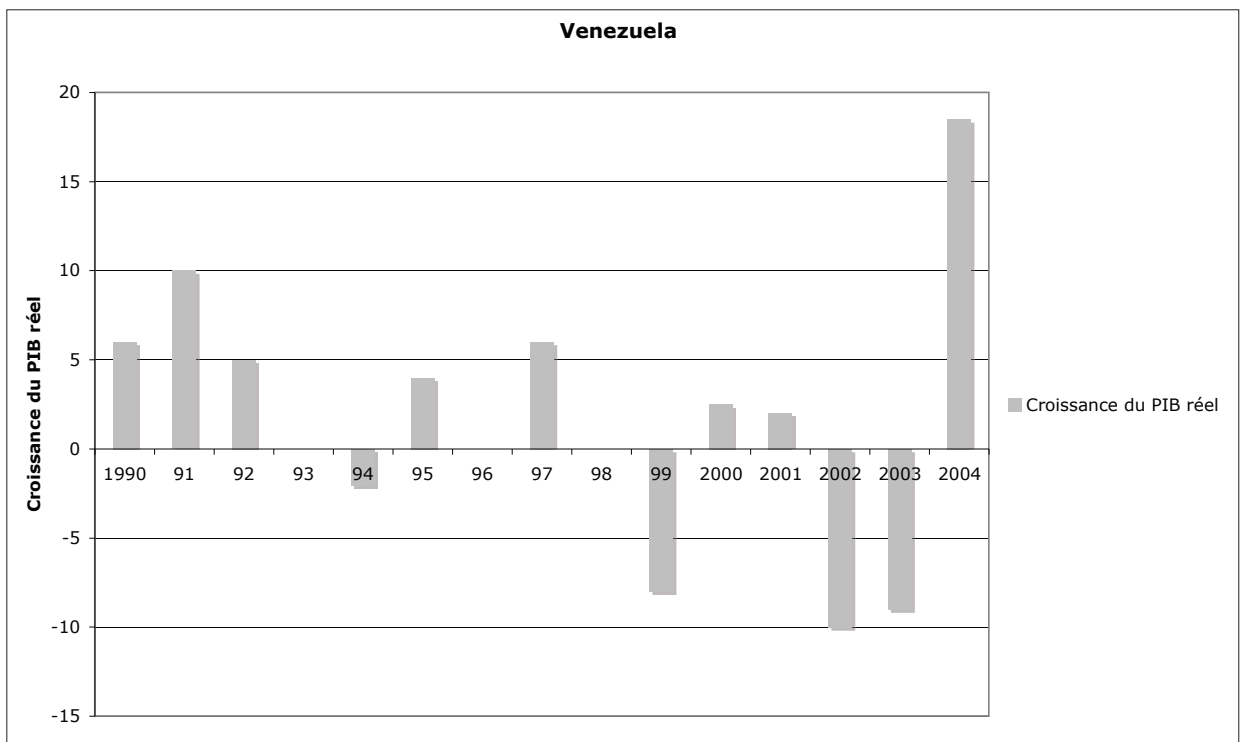
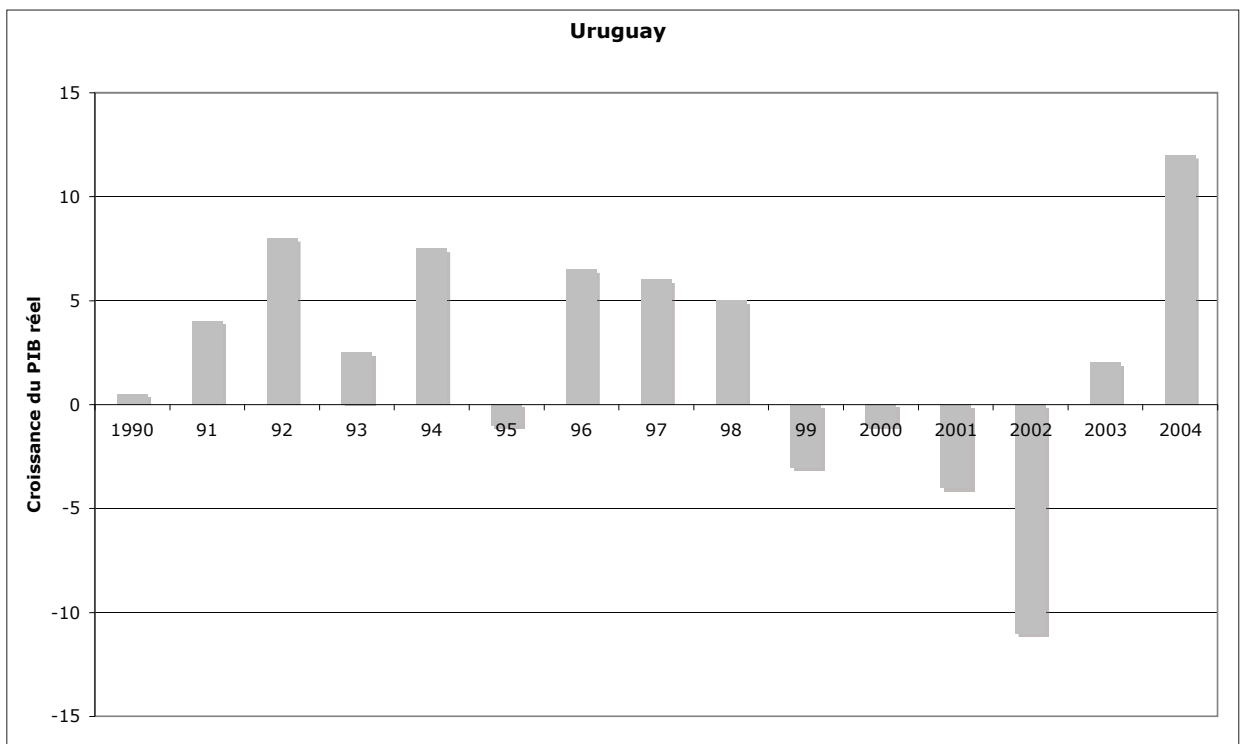
<p>Engagements</p>	<p>Aucun</p>	<p>Aucun</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Un représentant des créanciers est nommé durant toute la durée de vie du titre. • Réunion de 66⅔% des créanciers pour nommer, à tout moment, leur représentant durant les négociations. 	<ul style="list-style-type: none"> • Dès l'approbation de 50% des créanciers, un comité représentatif doit être formé après l'annonce du défaut ou de l'intention du souverain de restructurer sa dette. • Réunion d'une majorité de créanciers pour nommer le représentant, à moins que 25% se prononcent contre. • Le débiteur doit honorer tous les frais et dépenses liés à la procédure, ainsi que les conseillers financiers et juridiques.
<p>Fourniture d'informations</p>	<p>Aucune</p>	<p>Aucune</p>	<p>Le débiteur s'engage à fournir certaines informations spécifiques durant toute la durée de vie de l'obligation et après le défaut.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Engagement du débiteur à souscrire aux NSDD, à publier annuellement ses prévisions économiques, et à fournir certaines informations spécifiques durant toute la durée de vie de l'obligation. • Le débiteur s'engage à fournir toute information requise par un créancier détenant 5% des titres émis.

Source : FMI, 2003b.

Annexe 8 : Le coût des crises bancaires en Amérique Latine







Source : Carstens et Jácom, 2005.

