Université du Québec en Outaouais

Département des Sciences Administratives

Dette souveraine des États

Sandra Bouté[1]

Directeur de recherche

Christian Calmès

Mémoire FIN6083, Juillet 2015

Exigence partielle de la Maîtrise en économie financière

Résumé

Au fil des ans et surtout au cours de ces dernières années, le monde est confronté à une crise de la dette souveraine des États. Certains pays y échappent presque, mais ne sont pas pour autant hors d'atteinte. Ce qui met chacun en état d'alerte et le pousse à mener des politiques de survie. Néanmoins, aucune n'a abouti à un résultat satisfaisant, chacune de ces politiques ayant des limites quelconques. Au contraire, les défauts se sont accrus. Une erreur souvent commise est l'omission du lien entre dette souveraine et l'actif des banques. Cette étude vient non seulement mettre en exergue cette relation ainsi que son implication et également proposer une gestion efficace de la crise tout en considérant le contexte existant.

Mots clés : dette, défaut public, crise, banques

Classification JEL : F34 G21 G28 H63

[1] bous84@uqo.ca

REMERCIEMENTS

Mes remerciements vont à tous ceux qui ont contribué de près ou de loin à la réalisation de ce travail.

À mon directeur de recherche Christian Calmes pour sa disponibilité et son apport fort appréciable tout au long de ce parcours.

À ma famille qui a su me soutenir dès le début de mes études jusqu'à maintenant. Je remercie particulièrement :

- Mes parents Amos Bouté et Martine Affonon pour leur soutien inexprimable.
- Mes sœurs Audrey et Gloria Bouté, merci d'être toujours là pour moi.

À tous mes amis qui ont su être à leur façon être un appui considérable.

Pour finir, toute ma reconnaissance va au Dieu Tout Puissant pour m'avoir accordé santé, vie et paix sans quoi ce travail n'aurait pas abouti. Que la Gloire te soit à jamais rendue!

TABLE DES MATIÈRES

Remerciements 2

Liste des figures 5

Liste des sigles 6

1. Introduction 7

2. Dette publique totale 9

2.1 Dette publique intérieure 9

2.2 Dette extérieure 10

2.3 Dette versus déficit 11

3. Analyse approfondie des essais de résolution des crises de la dette 12

3.1 Situation actuelle 12

3.1.1 Essais de solution et limites 13

3.1.2 Politique budgétaire expansionniste 15

3.2 États PIIGS 20

3.3 Autres pays 22

4. Gestion de la dette 23

4.1 Problèmes rencontrés 23

4.2 Limites des mécanismes actuels de la dette 24

4.3 Propositions de réforme 26

4.3.1 Approche juridictionnelle 26

4.3.2 Approche contractuelle 27

4.3.3 Processus d'arbitrage ad hoc 28

4.3.4 Cour internationale d'insolvabilité 29

4.3.5 Politique budgétaire restrictive 30

5. Dette souveraine-Banques-Économie 34
5.1 Comportement des banques dans la détention d'obligations publiques ..35
5.2 Implications économiques 36
5.3 Cercle vicieux de l'endettement 38

6. Cas concrets 41
6.1 Chili versus Mexique 41
6.2 Cas de l'Argentine 45
6.3 Conditions gagnantes pour un rééchelonnement 46

7. Conclusion 47

8. Bibliographie 48

LISTE DES FIGURES

Figure 1

Évolution de la dette de la France, des USA et de la zone euro en proportion du PIB.....12

Figure 2

Évolution de la dette publique française en proportion du PIB.....16

Figure 3

Évolution du déficit allemand versus sa dette brute.....17

Figure 4

Évolution de la dette des USA en proportion du PIB.....18

Figure 5

Notation des dettes souveraines de 2008 à 2013.....19

Figure 6

Courbe de Laffer.....31

Figure 7

Cercle vicieux de l'endettement.....40

Figure 8

Crédit privé chilien et mexicain en proportion du PIB.....43

Figure 9

Investissement chilien et mexicain en proportion du PIB.....44

LISTE DES SIGLES

AFRODAD: African Forum and Network on Debt and Development

BM : Banque Mondiale

CAC : Clause d'Action Collective

CDS : Credit Default Swaps

CPA : Cour Permanente d'Arbitrage

FMI : Fonds Monétaire International

FRD : Forum de Résolution des Différends

IDE : Investissement Direct Étranger

MARC : Modes Alternatifs de Résolution des Conflits

MRDS : Mécanisme de Restructuration de la Dette Souveraine

ONG : Organisme Non Gouvernementale

ONU : Organisation des Nations Unies

PIB : Produit Intérieur Brut

PPTE : Pays Pauvres Très Endettés

PVD : Pays en Voie de Développement

UE : Union Européenne

USA : United States of America

1. Introduction : Le monde et la crise de la dette

De la crise de la dette grecque à celle de l'Espagne, en passant par l'Irlande, tout porte à croire que la zone européenne est la seule en pleine récession actuellement. Mais loin de là, la situation est bien plus complexe et généralisée qu'elle ne le parait. En effet, toutes les économies des pays du monde sont ces dernières années affectées d'une manière directe ou indirecte par cette crise de la dette. Pays développés comme sous-développés sont confrontés à ce même problème. Certains sont affectés par les défauts de paiement d'autres à leurs égards en tant que créanciers et d'autres pays par leurs propres défauts, en tant que débiteurs. Des mécanismes de gestion de la dette ont pourtant toujours existé, des clubs de Paris et de Londres, à l'initiative des pays pauvres très endettés; mais ceux-ci semblent incompétents comme en témoigne la situation de crise actuelle dans le monde. Un point qui complique cette situation est celui de la gestion de la crise sur le plan international.

En effet, chaque pays a ses propres réalités économiques qui rendent complexe la gestion de sa dette. L'exemple de la Grèce est patent; elle a subi et continue de subir plusieurs mesures de restructuration de sa dette sans pour autant parvenir à sortir de sa crise. Le Fond monétaire international (FMI) et les agences de notation ont maintenu l'espoir d'une certaine stabilité de la Grèce, ce qui lui valait encore un peu de crédibilité. Toutes ont reconnu à la fin s'être trompées dans leurs estimations car malgré la solidarité des autres pays de l'Union Européenne (UE) et l'intervention du FMI dans la restructuration de la dette de la Grèce, le pays s'enfonce toujours dans la crise. L'UE est divisée sur les moyens à utiliser pour sortir de la crise économique. La France et l'Allemagne les deux pays phares qui constituent la locomotive de l'UE, ne parlent pas le même langage sur ce point. Pour l'Allemagne en effet, il faut adopter une politique d'austérité qui passe par un mécanisme de contrôle budgétaire et de contrôle de l'endettement des pays de l'UE. Pour la France et d'autres pays, il faut relancer l'économie en y injectant des fonds par une intervention accrue de la banque centrale européenne. Cette divergence de vue met bien en exergue le cercle vicieux de l'endettement des pays. D'une part, avec des records d'endettement inégalés, la solvabilité de l'économie américaine commence à être remise en cause par les agences de notation. D'autre part on constate l'échec de la restructuration de la dette de la Grèce,

et la morosité de l'économie de nombreux pays de l'UE qui sont soumis à des plafonnements de dette.

De plus, la gestion de la crise sur le plan international est à l'initiative du Fonds Monétaire Internationale (FMI), dont la principale fonction est d'assurer la stabilité du système financier international et de gérer les crises monétaires et financières. Cependant plusieurs critiques reconnaissent une importante part de responsabilité à cette organisation, du fait de son double statut de créancier et de gestionnaire de crise. En ce sens qu'elle privilégie ses intérêts au détriment de ceux des autres parties concernées. Ceci ne représente qu'un problème parmi tant d'autres problèmes qui sont sources de nombreux désagréments au sein des différentes populations. Il apparaît donc qu'une solution urge pour une stabilité financière mondiale d'une part et le bien-être des populations des nations d'autre part.

Un autre aspect non négligeable demeure le rôle prépondérant des banques dans l'absorption de la dette souveraine. Indépendamment de l'origine des problèmes, tous les pays ont manifesté un cercle vicieux impliquant des difficultés souveraines, des fragilités bancaires et une récession économique. Existerait-il une relation de causalité entre État et banque? Si oui, cette relation est-elle spéciale? Et quelles seraient les implications de tels défauts souverains aussi bien sur le plan économique que sur le fonctionnement des banques? Autant de questions qui méritent réflexion.

Dans cette perspective, cette étude vient non seulement proposer une gestion efficace de la crise actuelle, mais également une gestion des dettes souveraines tout en mettant en exergue la relation existant entre État et banque, ainsi que son implication pour un essai de résolution des difficultés de paiement de dette des pays en situation de défaut. Le processus de rééchelonnement proposé s'appuie sur l'obligation de regroupement des créanciers d'un même État débiteur (regroupement dont les modalités sont spécifiés dans le contrat), la proposition d'un plan de sortie de crise par le débiteur en question et la coordination des négociations par des experts en finance, en économie, en développement et en droit, tous réunis au sein d'un tribunal aux fonctions spécifiques.

La première section traite de la dette souveraine totale d'un pays tout en ressortant ses différentes composantes, la proportion dans laquelle chacune intervient dans les défauts de

paiement et la distinction entre dette et déficit. La seconde section met en exergue la situation actuelle de crise de la dette et sa gestion tout en y proposant une alternative. La troisième section analyse le système de gestion actuel de la dette, les différentes propositions de réforme avec leurs limites tout en proposant une gestion convenable (avec apport aux mécanismes de restructuration) judicieusement bâtie sur les avantages et limites de ceux passés, actuels et proposés. Ensuite nous aborderons la relation entre dette souveraine, banques et économie dans la quatrième section, de même que ses implications. Pour finir, de par l'analyse de cas bien précis de gestion de crise dans la cinquième section, nous ressortirons les conditions gagnantes pour qu'un rééchelonnement soit efficace.

2. Dette publique totale

La dette publique totale peut être définie comme étant un ensemble d'emprunts contractés par l'État (obligations, bons du Trésor) pour le financement du déficit public. Elle est à la fois composée de la dette intérieure (souvent négligée par les modèles) et de la dette extérieure.

2.1. Dette intérieure

La dette publique intérieure représente l'ensemble des emprunts contractés par l'État afin de financer un déficit public. Elle est négligée dans les modèles, ce qui constitue une erreur de grande envergure car les études montrent que la dette intérieure représente une part importante de la dette souveraine d'un État.

Au cours des 25 à 30 dernières années, les gouvernements ont pour la plupart poursuivi des politiques de relance de l'économie par les déficits budgétaires. Rappelons que d'après ce modèle Keynésien, en période de sous-emploi, l'injection d'un déficit budgétaire (l'augmentation des dépenses publiques et la diminution des impôts) produirait des effets positifs sur l'activité économique globale par jeu de multiplicateur. On s'attendrait ainsi à une relance économique et à une situation de plein-emploi. Mais contrairement aux attentes, l'accumulation de déficits budgétaires a entrainé une croissance démesurée de l'endettement public. Comme en témoigne le cas récent de la crise de la dette publique en Grèce caractérisée par un déficit budgétaire qui dépasse les 13 % du PIB, ce qui a creusé la dette publique.

Ainsi, le nouveau challenge pour les pays, est de réduire leurs déficits publics intérieurs afin de parvenir à un équilibre ou niveau raisonnable. Ceci stipule une reconsidération des politiques économiques des gouvernements et peut être entre autre un abandon du modèle keynésien. Abandon reflétant un retour à l'équivalence ricardienne. Nous reviendrons sur ces politiques dans la suite de ces écrits.

2.2. Dette extérieure

La dette extérieure quant à elle représente l'ensemble des engagements d'un État vis-à-vis de créanciers étrangers. Nous nous contenterons ici de la dette extérieure nette représentant la différence entre ce qu'un pays emprunte à l'extérieur et ce qu'il prête à l'extérieur, étant donné qu'elle est plus significative.

La dette extérieure des pays date des périodes après-guerre et post indépendance pour la plupart et ce pour les pays en voie de développement. Tous les pays y ont fait défaut au moins une fois et ce pour la majorité durant leur phase d'émergence. Et plus précisément, ces défauts "interviennent souvent dans la période qui suit de grands afflux de capitaux " d'après Reinhart et Rogoff (2009). Son niveau élevé provient du fait de l'incapacité des pays à assurer leurs engagements. Cette incapacité est à l'origine des divers rééchelonnements des dettes. Le fait de prolonger la période de remboursement des dettes et des taux d'intérêts constitue ainsi une négociation sur un défaut partiel. Notons que le défaut sur ces dettes date de bien longtemps dans l'histoire des pays du monde entier.

En effet, le problème des pays déficitaires est qu'ils manquent de ressources financières pour assurer leurs engagements quant au remboursement des dettes et des intérêts. L'idée derrière ce service de dette était de parvenir à un processus auto-correcteur qui rétablirait la situation mondiale. Mais malheureusement il n'en n'a pas été ainsi, étant donné que ces aides extérieures, même si elles permettent un dépannage momentané, aggrave la situation de pauvreté et de dette de ces pays. Ceci pour les principales raisons que le processus de stabilisation est caractérisé d'une part par une baisse du revenu national par habitant. Cette baisse entraine aussi bien une diminution du pouvoir d'achat qu'une privatisation constante des entreprises publiques; limitant ainsi la capacité d'intervention de l'État. D'autre part, ce processus se caractérise aussi par la diminution des investissements essentiels s'avérant être source de problèmes plus graves.

Les pays remboursent ainsi leurs dettes en négligeant des investissements importants pour leur économie. Ce qui fait que leur investissement net est avoisinant ou égal à zéro, autrement dit l'écart est de plus important entre besoins en capitaux et capitaux disponibles. Et le cycle reprend ainsi. Ils réempruntent et seront à nouveau dans l'incapacité de régler leurs dettes et intérêts tout en reportant leurs investissements nécessaires.

Malgré donc les efforts de réajustements, la plupart des pays continue de recourir à des emprunts permanents. Les critiques des Programmes d'Ajustement Structurel (PAS) du FMI stipulent que cela est dû au fait que ces programmes imposés au pays déficitaires, ne tiennent pas compte de la situation particulière de chaque pays mais est la même pour tous.

2.3. Dette versus déficit

Lorsque les recettes de l'État sont inférieures à ses dépenses, on parle de déficit public. Celui-ci se voit dans l'obligation d'emprunter pour financer son déficit. Ainsi apparait la notion de dette qui constitue l'ensemble des emprunts contractés par l'État. En empruntant, la charge d'intérêt de l'État augmente, entraine l'augmentation de son déficit et par conséquent un accroissement de son endettement. Un cycle infernal à l'origine des crises de la dette : la succession des déficits entraine l'apparition de nouveaux déficits.

L'ensemble des dépenses des administrations publiques (dépenses publiques) sont financées d'une part par les recettes publiques (impôts, taxes et cotisations sociales) et d'autre part par le déficit public. La succession des déficits entrainant l'apparition de nouveaux déficits, et donc une augmentation de l'endettement publique dans le temps, les dépenses publiques s'en voient affectées. Gill (2006) dira d'ailleurs « rembourser annuellement les emprunts qui viennent à échéance, ce dont le gouvernement s'acquitte en empruntant le montant nécessaire, n'équivaut en rien à réduire la dette, qui tend au contraire à augmenter simultanément. »

3. Analyse approfondie des essais de résolution des crises de la dette

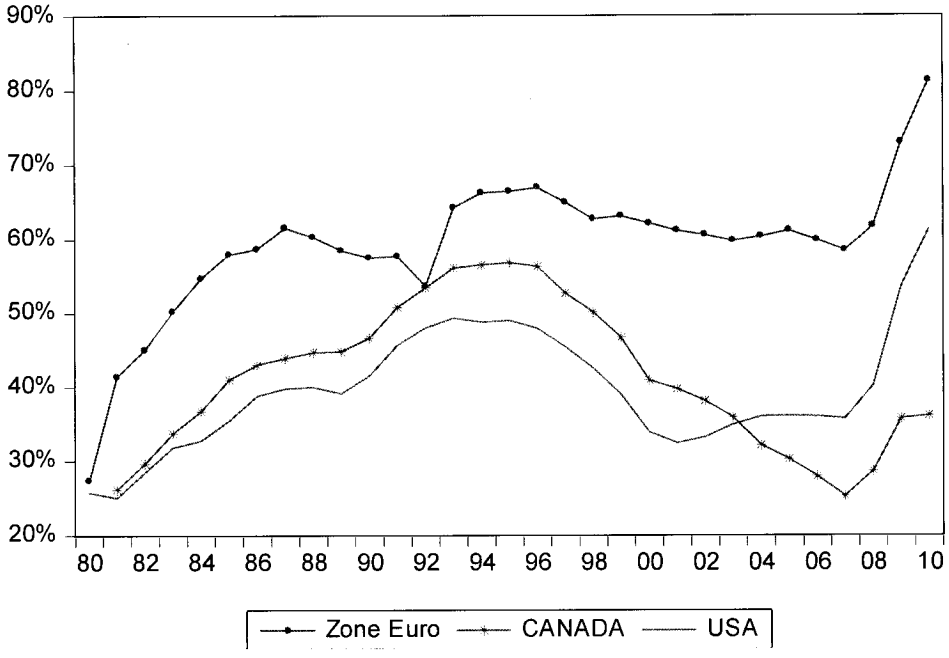
3.1.Situation actuelle

Krugman (2012) dira que notre situation est similaire à celle qu'a décrite Keynes (1930) : « un état d'activité chroniquement inférieur à la normale qui se prolonge un temps considérable sans qu'il y ait de tendance marquée à la reprise ou à l'effondrement complet. »

En effet, la crise économique de 2009 a conduit à un déséquilibre aussi bien des États avec une mauvaise perspective économique que ceux rencontrant des problèmes structurels de leur secteur bancaire.

En général, les pays ont vus leurs dettes augmentées à partir des années 1980 comme le montre la figure ci-dessous :

Figure 1 : Évolution de la dette de la Zone Euro, des USA et du Canada en proportion du PIB



Source : Données de l'Organisation de Coopération et de Développement Économique

Dans la zone euro on fait la distinction entre les États PIIGS (Portugal, Italie, Irlande, Grèce, Espagne), la France et l'Allemagne.

3.1.1. États PIIGS

Au printemps 2010, la Grèce entrait en crise de sa dette publique avec un déficit budgétaire dépassant les 13% du PIB, créant un fort endettement d'environ 120 % de son PIB. L'aggravation de sa situation a entrainé une augmentation progressive de ses intérêts sur ses nouvelles obligations. Le roulement de la dette grecque en fut ainsi affecté. Plusieurs de ses emprunts arrivants à échéance au même moment et la nécessité d'en lever d'autres à des taux d'intérêts devenus déraisonnables, la Grèce a évité l'État de faillite. La restructuration de sa dette par des mesures d'austérité draconiennes moyennant l'aide des autres pays de la zone euro et du FMI, n'a en réalité pas profité au pays qui s'enfonce de plus en plus dans la crise. En Juillet 2013, Standard & Poor's (S&P) classait la Grèce B- (dette à LT très spéculatif) avec une perspective stable tandis que Fitch Ratings la notait CCC (risque élevé, ultra spéculatif) avec perspective stable.

Après une croissance économique et des dépenses publiques remarquables, l'Irlande est elle aussi très vite confrontée à une crise financière et bancaire (crise des subprimes en 2008). Il s'en suivi une augmentation de son déficit public de 32% de son PIB. Le plan de sauvetage mis en place par le Fonds Européen de stabilité financière s'est révélé insuffisant pour sortir le pays de crise. Par contre les mesures engagées par le gouvernement irlandais telles la diminution des salaires des fonctionnaires d'États, le prélèvement d'impôt sur la pension de retraite, etc., ont ramené un climat de confiance des investisseurs et une stabilité des taux d'intérêts.

Quant au Portugal, son cas est similaire à celui grec du fait de l'augmentation de ses taux d'emprunts après que S&P ait fait passer sa note de dette souveraine d'A+ à A-. Mais contrairement à la Grèce, le Portugal présentait un endettement et un déficit public moindre. Un déficit de 9.4 % du PIB contre 13.6 pour la Grèce et un endettement public de 77.4% du PIB contre 115 % pour la Grèce en 2009. En avril 2011, un plan de sauvetage de 78 milliards d'euros a été mis en place par l'Union Européenne et le FMI. Néanmoins, sa perspective de dette souveraine passait de stable à négative à l'initiative de S&P. Au premier semestre 2013, le déficit budgétaire portugais était de 10.6% de son PIB qui a lui-même régressé de 4%.

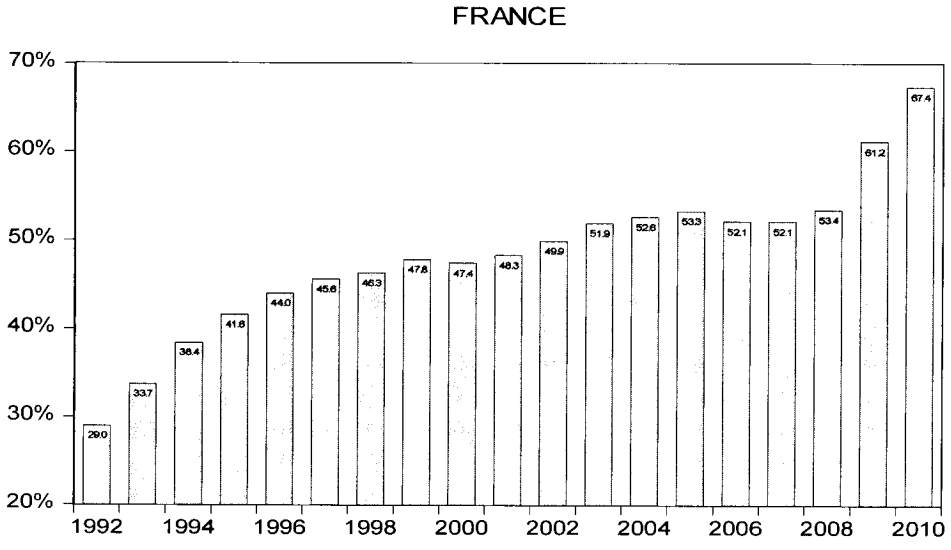
Avec un déficit public atteignant plus de 127 % de son PIB en 2011, l'Italie est le deuxième pays le plus endetté de la zone euro. Ce sont des répercussions de sa situation trouble des années 1970 et 1980. Cependant, ses problèmes internes, la dégradation de la dette portugaise ainsi que la perte de confiance des investisseurs envers certains pays, mettent de la pression sur le pays. Ses taux obligataires dépassaient 7% en Novembre 2011 et les contrats CDS (Credit Default Swaps) souscrits pour la dette italienne seraient de 317 milliards de dollars en février 2012, rendant sa dette de moins en moins soutenable. Le maintien de ses taux obligataires au-dessus de 6% sur une longue période rendrait sa dette de moins en moins soutenable. Des mesures ont alors été prises par le gouvernement italien, en vue d'un équilibre budgétaire en 2013 qui s'est avéré retardé et prévu pour 2014. Notons cependant que mis à part la charge de sa dette, l'Italie se caractérise par des excédents budgétaires primaires depuis 2011. Un fait qui favorise cela est que malgré son fort taux d'endettement, la moitié de la dette publique est détenue par des investisseurs nationaux (banques et particuliers). En effet, les ménages italiens se financent eux-mêmes. L'Italie ne souffre en réalité pas d'un problème de son endettement. L'agence de notation Moody's affirmait d'ailleurs en juillet 2011 que sa dette était gérable. D'autre part, sa dette est reliée à des obligations à long terme (échéance fixée à 7 ans en moyenne) et l'Italie possède une économie diversifiée qui lui permet de financer sa dette. Elle souffre plutôt de faible croissance sur le plan industriel.

Après une période de croissance caractérisée par des comptes publics excédentaires et une dette publique en baisse constante (moins de 40% du PIB avant la crise de 2008), l'Espagne se caractérise aujourd'hui par une dette de 80% de son PIB, un déficit budgétaire élevé et un taux de chômage de plus de 20%. La particularité de ce pays est qu'il souffre de plusieurs maux. La crise a entrainé l'éclatement de la bulle immobilière et celle-ci la récession. Les banques ayant octroyés des prêts pour la construction se sont vus au bord de la faillite, causant une crise bancaire bien plus qu'une crise de la dette. De plus, les administrations autonomes de l'État, ayant fait des dépenses déraisonnables, ces investissements non rentables ont énormément creusés les déficits. S'ajoute le problème d'ouvriers non qualifiés empêchant l'innovation industriel et du taux de chômage élevé. L'État pour remédier à cet état de choses a procédé à une réforme de son système bancaire et à une gestion adéquate des dettes administratives par l'application de mesures d'austérité.

3.1.2. Autres pays

Le 13 Janvier 2013, l'agence de notation S&P dégradait la note de la France qui passe d'AAA à AA+ avec une perspective négative. Elle sera suivie par l'agence Moody's le 19 novembre 2012 et jusqu'à récemment par Fitch le 12 juillet 2013, qui lui accorde un AA avec une perspective stable. Cette situation met la France en position délicate. Non en crise, mais à risque. En effet, la dette française est passée de 82.3% en 2010, à 85.8% en 2011 à 91.7% du PIB à la fin du 1er trimestre 2013, soit une hausse de 2% en un mois et 4.5 % en un an. Le graphique 2 ci-dessous montre l'évolution de sa dette en pourcentage de son PIB au fil des années. Une situation quand même inquiétante nécessitant des actions urgentes. La France a pour ce fait entamé des mesures sévères pour la réduction de son déficit, prévoyant dans son budget initial pour 2013, ramener ses déficits publics à 3% du PIB à la fin de l'année. Fin juillet 2013, le pays notait une hausse de ses recettes fiscales (+23.8 % de rentrées d'impôt sur le revenu et + 18.7% d'impôt sur les sociétés) contre un faible niveau de croissance (+ 0.3 % de recettes de taxe sur la valeur ajoutée). Néanmoins S&P dégrada sa note en novembre 2013, la faisant passer d'AA+ à AA avec perspective stable. Son endettement s'est aussi accru au fil des années comme le montre la figure ci-dessous (dette publique française en % du PIB). Dans son rapport annuel, le FMI a jugé que le pays devrait ralentir son rythme de réduction de son déficit public en vue de soutenir la reprise et lui suggère un processus de réduction basé essentiellement sur une baisse des dépenses publiques que sur une hausse des impôts.

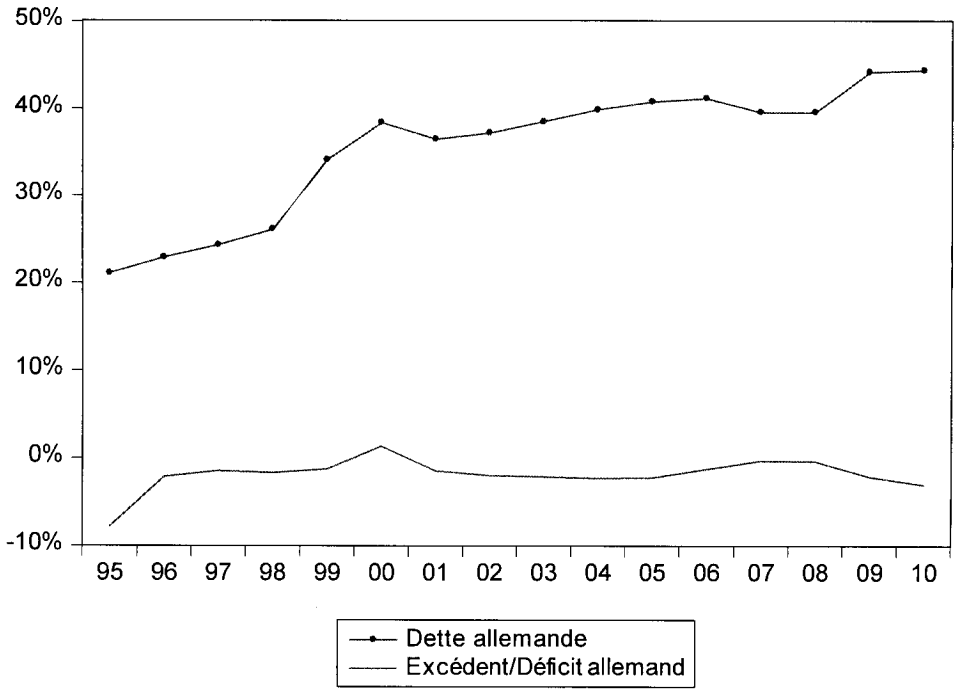
Figure 2 : Évolution de la dette publique française en proportion du PIB



Source : Données de l'Organisation de Coopération et de Développement Économique

Dans ce climat de récession, l'Allemagne elle demeure le seul pays de la zone euro à afficher un excédent budgétaire (0.2% de son PIB). Elle demeure d'ailleurs triple A pour les trois principales agences de notation, Fitch réaffirmant sa note en janvier 2014 assortie d'une perspective stable, sa dette publique étant passée de 81% de son PIB en 2012 à 79.5% en 2013. Notamment sa dette brute reste la plus élevée, 2150 milliards d'euros. Le graphique 3 ci-dessous illustre l'évolution de son déficit versus sa dette brute.

Figure 3 : Évolution du déficit allemand versus sa dette brute



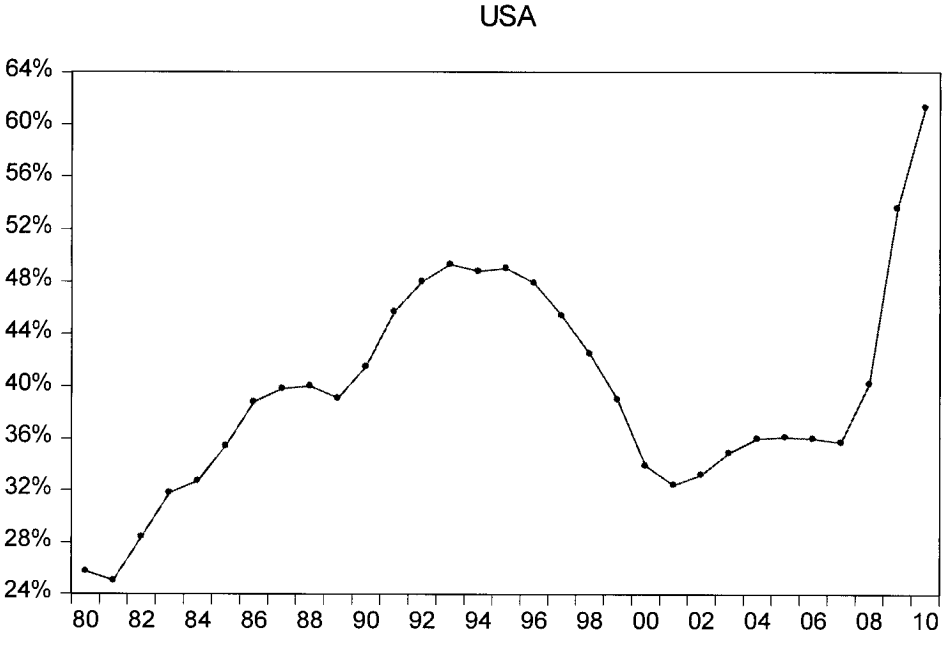
Source : Données de la Banque Mondiale

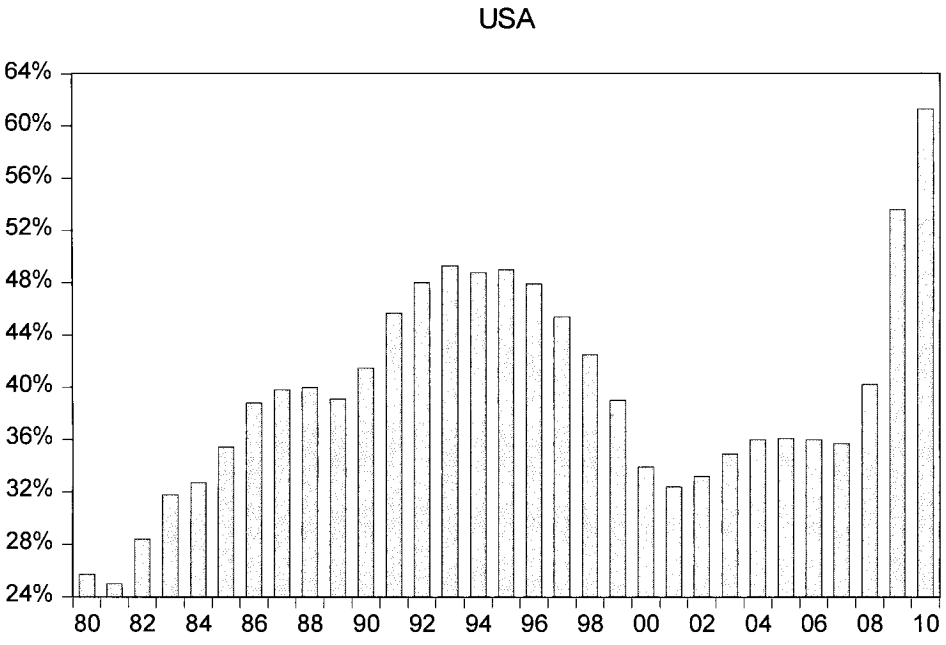
Non des moindres, la dette publique des États-Unis d'Amérique (USA) a dépassé son nouveau plafond de 16700 milliards de dollars. Le pays a par conséquent procédé à une abstraction temporaire de cette limite afin d'éviter qu'il n'entre en défaut de paiement. Le graphique 4 illustre l'évolution de sa dette en fonction de son PIB jusqu'en 2010. Cet important niveau de dette peut s'expliquer par le fait que le pays s'est endetté pour relancer l'économie suite à la crise économique de 2009. Le gouvernement américain a dû en effet injecter de la liquidité dans ses banques, dans l'industrie automobile, dans l'économie et dans les marchés financiers pour sauver le pays. Tirant des leçons des conséquences du dépôt de bilan de la banque Lehman Brothers sur l'économie du pays, les USA ont établi à juste titre un lien de cause à effet de la santé de ses banques nationales et de celle de son économie.

De nombreux économistes s'accordent à dire que les agences de notation ont une grande part de responsabilité dans la crise immobilière de 2009 aux USA et dans cette baisse de la qualité de la dette. D'une part, elles auraient contribué à la formation d'une bulle de crédit en

surestimant les cotes des emprunteurs. Et d'autre part, ce dépassement de limite intervient après que l'agence de notation chinoise Dagong Global Credit Rating ait dégradé à nouveau la note du pays passant à A- avec une perspective négative. S&P l'avait également dégradé la faisant passer de triple A (AAA) à AA+ avec une perspective négative. Ce qui n'était jamais arrivé auparavant et envoie un message négatif aux investisseurs. La crédibilité de ces agences est d'autant mise en cause qu'elles jouent à la fois le double rôle de conseil et de notation. Certains pays peuvent commanditer et financer une notation. Du coup l'on se demande si les cotes attribuées aux pays ne sont pas souvent biaisées.

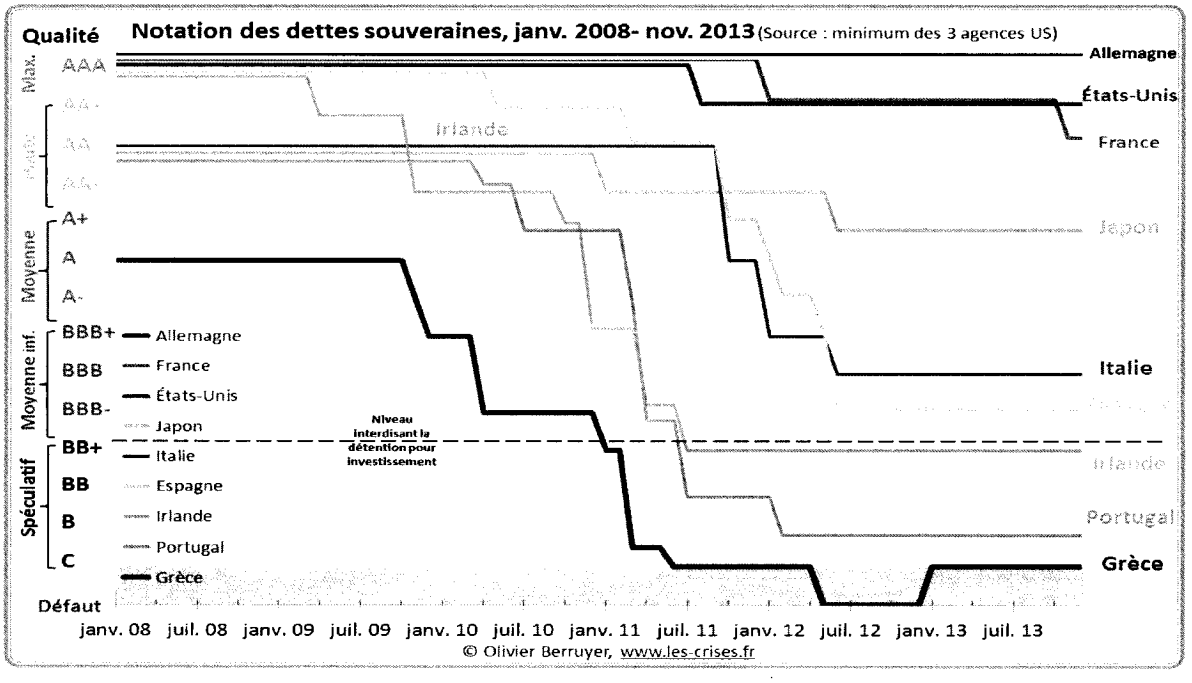
Figure 4 : Évolution de la dette des USA en fonction du PIB





Source : Données de l'Organisation de Coopération et de Développement Économique

Figure 5 : Notation des dettes souveraines de 2008 à 2013



Source : Olivier Berruyer, www.les-crises.fr

3.2. Essais de solution et limites

Plusieurs théories ont été développées pour expliquer et essayer de résoudre la situation de crise à laquelle les pays du monde sont actuellement confrontés. Notons principalement, la théorie de l'équivalence ricardienne de Ricardo-Barro, la théorie keynésienne de Keynes et la théorie des effets non keynésiens.

L'équivalence ricardienne, énoncée par David Ricardo en 1820 et reformulée par Robert Barro en 1974, repose sur le principe selon lequel l'austérité n'a aucun effet sur la demande. En effet, selon cette théorie, l'émission d'une dette pour réduire les impôts aurait un effet neutre du fait que les agents (agissant de manière rationnelle), au lieu d'augmenter leurs consommations à la suite d'une réduction d'impôts, épargneront plutôt davantage en prévision d'une future hausse d'impôts. Il y aurait ainsi équivalence entre financement par l'emprunt ou par la fiscalité des dépenses publiques. Cependant, cette théorie fait également l'objet de nombreuses controverses. En effet, se référant au modèle de croissance optimale de Ramsey (1928), les économistes ont émis l'idée selon laquelle l'équivalence ricardienne n'était satisfaite qu'en présence d'agents à durée de vie infinie.

La théorie keynésienne quant à elle repose sur le principe selon lequel l'austérité entraine un recul de la demande. D'après Keynes (1930), l'augmentation des dépenses publiques renforcerait la demande en stimulant des dépenses secondaires et inversement la diminution des dépenses publiques favorise un recul de la demande et la récession. Autrement dit, en période de sous-emploi, l'injection d'un déficit budgétaire (l'augmentation des dépenses publiques et la diminution des impôts) produirait des effets positifs sur l'activité économique globale par jeu de multiplicateur. On s'attendrait ainsi à une relance économique et à une situation de plein-emploi.

La théorie des effets non keynésiens, opposée de la précédente se fonde sur le principe selon lequel l'austérité favorise une augmentation de la demande. D'après cette théorie, réduire les dépenses publiques d'un État pourrait éliminer de graves problèmes et ainsi influencer positivement sa conjoncture économique. En d'autres termes, appliquer une politique d'austérité à long terme améliorerait la situation par une baisse des primes de risque et ainsi la rentrée d'importants investissements privés.

Laquelle de ces théories s'avère révélée aujourd'hui?

L'équivalence ricardienne est au premier abord déjà exclue, sur la base de l'hypothèse de présence d'agents à durée de vie infinie. Suite à la crise de 2008, les États ont mis en place des politiques de relance keynésienne mais contrairement aux attentes, l'accumulation de déficits budgétaires a entrainé une croissance démesurée de l'endettement public. Comme en témoigne le cas récent de la crise de la dette publique en Grèce caractérisée par un déficit budgétaire qui dépasse les 13 % du PIB, ce qui a creusé la dette publique. Il s'en suivit l'application de politiques dites d'austérités, qui non loin de favoriser la relance ou une augmentation de la demande, amplifie la stagnation et rend encore plus difficile et lointaine pour les populations, l'atteinte de l'équilibre budgétaire. A cela s'ajoute l'erreur dans les arguments idéologiques de Reinhart et Rogoff (2009) en Avril 2013. Il s'agit notamment du seuil de 90 % (une dette publique au-dessus de 90% du PIB entrainerait une chute excessive de la croissance de l'ordre de -0.1%) et du rapport de causalité entre dette publique et croissance. En effet, les travaux de Herndon, Ash et Pollin (2013) démontrait qu'une dette publique aussi élevée qu'elle soit, n'avait aucune influence négative sur la croissance et les travaux des économistes Kimball et Wan (2013) ont révélé que la causalité selon laquelle une dette publique très élevée entraine une baisse de la croissance n'est pas validée. Notons que l'application des politiques d'austérité surtout dans la zone Euro, s'est principalement fondée sur les développements de ces deux auteurs.

Se trouverait- on dans une impasse?

En analysant méthodiquement les faits, il s'avère important de souligner les développements de Krugman, Prix Nobel d'économie 2008.

Parlant de la crise de 2008, Krugman (2012) énonce le fait que ce ne sont pas de véritables politiques budgétaires keynésiennes qui ont été appliquées, mais plutôt de « brefs stimuli budgétaires » du fait de leur insuffisance et de leur durée limitée. De même, le plan de relance du gouvernement américain, de 787 milliards de dollars pour 3 ans, ne représentent en fait que 2% des 45000 milliards du PIB de l'économie américaine durant cette période. Revoyons ce que stipule réellement l'application d'une politique budgétaire expansionniste.

3.3. Politique budgétaire expansionniste

Pour débuter il s'avère important de faire la part des choses entre la crise et la dette elle-même. Il en résulte notamment deux solutions distinctes pour résoudre ces deux fléaux. Mais comme le stipule Krugman (2012), il demeure urgent de résoudre le problème de la crise dans laquelle nous nous trouvons. En effet, la dette élevée n'est pas réellement un problème, du fait qu'elle peut favoriser l'amélioration des dépenses publiques (l'emprunt à faibles taux et l'économie forte permet des recettes fiscales plus élevées). Le plus urgent actuellement c'est de remédier au problème de la crise actuelle. Et comme le dirait Keynes (1930), la solution passe par une intervention des États. Intervention des États dans le sens que le véritable problème est un problème d'offre et de demande.

La situation étant telle que la main d'œuvre est disponible à travailler, mais les emplois manquent. Les populations dans un souci de sécurité favorisent donc l'épargne et évitent de dépenser ; les investisseurs évitent d'investir. De plus, même la politique monétaire avec des taux d'intérêts bas est insuffisante pour relancer l'économie. Le nœud serait alors d'augmenter l'offre pour stimuler la demande interne, et ceci passe par la dépense. À ce stade, cela s'avère être le rôle de l'État. Dépenser pour stimuler l'économie, pour créer de l'emploi, « jusqu'à ce que le secteur privé reprenne son rôle de moteur de l'économie » comme le dit Krugman (2012). L'État augmenterait ses dépenses de construction, d'investissements, d'aides sociales, ce qui augmente le déficit budgétaire, en vue d'un maintien relativement élevé d'emploi d'une population active. Il s'agit d'une politique budgétaire expansionniste, caractérisée par la dégradation du solde public, suite à la hausse des dépenses et la baisse des recettes, dans le souci d'un accroissement de l'activité économique et en prévision de futures recettes fiscales pour baisser la dette publique.

Pour ce qui est de remédier à la dette, cela est une autre étape qui doit nécessairement passer par la sortie de la crise. En effet, en période favorable la réduction de la dette publique s'avère essentielle afin de disposer des capacités d'intervention lors d'une nouvelle crise.

4. Gestion de la dette

4.1. Problèmes rencontrés

Les crises de la dette souveraine se sont accrues depuis le milieu des années 1990 pour les pays en développement, après une période de stabilité. Leur origine est attribuée aux systèmes financiers des pays du Nord, notamment le marché immobilier américain et l'exposition périlleuse des investisseurs européens, japonais et américains à ces marchés. Leur impact sur les économies des pays en voie de développement (PVD) et marchés émergents ont été considérables.

Ces pays ont alors bénéficié de nouveaux crédits, mais non sans risque. En effet, un risque de surendettement existait étant donné le fait que ces flux de ressources nécessitent des choix de ces gouvernements visant le maintien d'un équilibre entre entrées de capitaux supplémentaires et besoin de maintien de la dette extérieure à un niveau soutenable. Notons que dans ces années, les emprunts n'étaient plus caractérisés par des prêts bancaires comme dans les années 1980, mais plutôt par l'émission de titres obligataires. Ce qui a rendu complexe le processus de rééchelonnement de ces dettes (notons que ce mécanisme est le plus utilisé dans la gestion de la dette). À cela s'ajoute le nombre limité de pays émetteurs, mais de bénéficiaires diversifiés. Selon Krueger (2002), ex directrice du FMI, « la part des titres obligataires dans la dette publique extérieure des économies émergentes détenue par des créanciers privés a été multipliée par quatre entre 1980 et 2000 et représente actuellement plus d'un tiers de l'encours total ». Ce qui fait que ces pays sont constamment exposés aux risques de reflux de ces marchés financiers.

De plus, de nouvelles opportunités d'investissement furent grâce aux résultats des politiques de stabilisation et la libéralisation des marchés financiers. D'un autre côté, les pays émergents ayant bénéficiés d'un allègement de dette grâce au plan Brady, ceux-ci ont de nouveau emprunté sur les marchés financiers.

Tant de raisons à l'origine de l'accroissement de la dette souveraine mondiale et principalement des PVD.

Pour ce qui concerne les pays développés, leur dette a fortement augmenté à partir des années 1980, après une baisse durant les années 1960 et 1970. Cette hausse survient en raison de la diminution de la croissance, alors que les taux d'intérêt ont augmenté (ceci à cause de certaines erreurs des banquiers et spéculateurs). Étant donné cette baisse de croissance, les gouvernements ont mené des politiques de relance par les dépenses publiques, ce qui a empêché la réalisation d'excédents primaires pour maintenir leur taux d'endettement. Prenons en exemple les États Unis d'Amérique (USA) qui eux ont mené une très forte politique de baisse des impôts alors que leurs dépenses publiques augmentaient.

Notons que la dette publique des pays du Nord est bien plus élevée que celle de ceux du Sud, mais l'accent est généralement mis sur la dette des PVD, vu leur insolvabilité. Le FMI a d'ailleurs publié des prévisions selon lesquelles la dette des pays en développement devrait atteindre en moyenne 120% du PIB en 2014. Une solution immédiate s'avère donc nécessaire comme on le constate.

4.2. Limites des mécanismes actuels de rééchelonnement de la dette

Il existe plusieurs mécanismes de gestion de la dette internationale. La majorité vise principalement son réaménagement. Nous nous attarderons sur ceux-ci. On constate qu'à l'issue des différentes crises d'endettement, les différends mécanismes de réaménagement de la dette ne sont pas vraiment efficaces. Parmi ceux-ci, nous avons les clubs de Paris et de Londres, l'initiative des pays pauvres très endettés, l'initiative de la dette multilatérale et la réduction de dettes non négociées. Leurs principales limites sont les suivantes :

Le fait de refinancer perpétuellement les pays débiteurs (suite à leur défaut), loin d'arranger les choses, a plutôt entrainé une accumulation de dettes extérieures irremboursables.

Les réductions de dette accordées aux pays les plus démunis, furent données sur une base générale et non sur une évaluation individuelle des besoins de chaque pays. Ce qui a fait que les quotas accordés ont été insuffisants pour rétablir la dette et a conduit ces

pays à réemprunter, donc un accroissement de dette. Les populations de ces pays ont ainsi payé cher pour un règlement inefficace de la crise.

Le nombre élevé de créanciers est à l'origine d'un bon nombre de problèmes et constitue ainsi un frein aux processus de restructuration de la dette. Autrement dit, il existe des créanciers nationaux relevant du droit national et d'autres internationaux relevant du droit international, mais qui sont tous régis par le « principe de comparabilité de traitement » (égalité). Cependant le constat fait est que les taux de conformité sont quand même extrêmement bas.

Le rôle de monopole accordé à la Banque Mondiale (BM) et au Fonds Monétaire International (FMI) est également très problématique dans cette gestion de dette. En ce sens que d'une part elles ne sont à la base que des institutions à qui ont été accordé « l'expertise et la décision » reposant uniquement sur les évaluations de leurs collaborateurs. Grâce à ce monopole, elles maitrisent en entièreté le processus de restructuration et décident même de l'aide à accorder aux pays pauvres très endettés (PPTE). D'autre part, ces deux institutions sont elles-mêmes créancières et le plus souvent les plus importants des PPTE. Possédant donc le monopole, elles prennent des décisions en fonction de leurs propres intérêts, dans le but de recouvrer la majorité de leurs fonds prêtés. Comme exemple, nous avons la demande d'allègement le plus possible à ceux qui n'ont pas leur place à la table des négociations en vue de sauvegarder leurs remboursements. Ce qui conduit à des processus inéquitables et injustes de restructuration de la dette, aussi bien pour les débiteurs que les créanciers.

Le processus de rééchelonnement apparait comme une faveur accordée aux pays débiteurs, ce qui accroit leur infériorité. Infériorité entrainant l'ingérence des créanciers dans leurs affaires politiques. L'exemple le plus concret est l'instauration des PAS initiés par la BM et le FMI, qui n'ont en réalité rien à voir avec la question des dettes individuelles et encore moins générales. Ces programmes interviennent plutôt dans le souci de donner accès aux exportations et investissements des pays créanciers aux marchés des pays débiteurs et aussi à des faveurs politiques. De plus, les intérêts

politiques influencent également les processus de règlement de la dette. Citons comme exemple, la restructuration de 80% accordée au gouvernement irakien par l'administration des USA.

En résumé, les différents travaux réalisés par différents organismes et institutions ont principalement démontré que l'allègement de la dette est insuffisant, que la gestion actuelle de la dette favorise un traitement injuste des débiteurs et que la répartition des charges entre les créanciers est inéquitable. Autant de raisons, qui urgent la nécessité d'un nouveau mode de gestion de la crise mondiale.

4.3. Propositions de réforme

Plusieurs propositions de réforme du processus réaménagement de la dette ont été faites par différentes personnes et organismes à savoir : l'approche juridictionnelle, l'approche contractuelle, le processus d'arbitrage ad hoc et l'approche de la Cour internationale d'insolvabilité.

4.3.1. Approche juridictionnelle

Proposée par Krueger (2001), première directrice générale adjointe du FMI à l'époque), cette approche est centralisée dans le sens où elle fait intervenir un tribunal international dans le processus de restructuration de la dette. Elle prône un Mécanisme de Restructuration de la Dette Souveraine (MRDS) reposant sur les quatre (4) grands principes suivants :

La conclusion d'un accord de restructuration à la majorité qualifiée des créanciers.

Le gel provisoire des avoirs (en cas de défaut), durant la période de non-paiement et de restructuration de la dette.

La protection des intérêts des créanciers pendant la période de gel, en ne payant aucun créancier non prioritaire et en menant des actions préservant la valeur de leurs avoirs.

La fourniture d'argent liquide par les créanciers privés pendant la période de gel et ce en des montants appropriés.

L'idée principale derrière le tribunal international était d'en confier la charge au FMI; ce qui, loin de réduire son influence, ne ferait qu'augmenter les pouvoirs de cette organisation dans la restructuration. Les titres de créances du FMI ainsi que d'autres organisations internationales seraient donc exclus du processus de restructuration et ceux-ci seraient donc considérés comme des créanciers privilégiés. Ce qui permettrait à certains pays débiteurs de bénéficier encore d'annulations de dettes qu'ils avaient déjà eu dans le cadre du programme des Pays Pauvres Très Endettés (PPTE). Cette idée a ainsi fait l'objet de plusieurs controverses, ce qui a conduit à penser à la création d'un Forum de Résolution des Différends (FRD), plutôt qu'au tribunal. Le FRD aurait pour rôle de résoudre les conflits entre d'une part le débiteur et ses créanciers, et d'autre part les créanciers eux-mêmes. Il faut néanmoins noter que ce forum, après accord des créanciers, se constituerait de membres choisis par le conseil d'administration du FMI; ce qui nous fait revenir au point de départ.

Cette approche a finalement été rejetée du fait du non soutien des USA et d'un bon nombre de pays émergents influents. Dans le même moment, le sous-secrétaire du Trésor des USA Taylor (2002), proposait une nouvelle approche.

4.3.2. Approche contractuelle

L'approche proposée par Taylor (2002), est une approche décentralisée, c'est-à-dire ayant pour seul acteur intervenant dans la restructuration, le débiteur et ses créanciers privés.

La particularité de cette approche est qu'elle prône l'ajout obligatoire de nouvelles clauses, les Clauses d'Action Collective (CAC), dans le contrat de dette. Ces clauses auront pour rôle de définir les modalités de restructuration de la dette en cas de besoin. Cependant, elles respecteront les trois (3) principes suivants dont la conformité sera vérifiée par des autorités légales :

Une clause d'action à la majorité rendant un accord possible lorsque la majorité vote en faveur (75 % d'après Taylor).

Une clause de représentation collective établissant les modalités de rencontre entre débiteur et créanciers (par un représentant ou autre), impliquant des précisions sur le ou les représentant(s) et l'étendue de leurs fonctions, les renseignements à fournir par le débiteur, les délais, etc.

Une clause d'initiation qui donne l'initiative de la restructuration au débiteur. Après quoi les créanciers possèdent un délai de plusieurs jours (60 jours d'après Taylor) afin de se préparer pour le processus.

Notons que les CAC interviennent comme alternative au tribunal international (approche juridique). La majorité des marchés obligatoires incluent aujourd'hui des CAC et les résultats qui en découlent prouvent l'utilité et la nécessité de ces clauses. Néanmoins, les différends entre créanciers demeurent toujours. Elles ne permettent donc pas en réalité de résoudre le problème des crises de la dette.

4.3.3. Processus ad hoc

Dans le souci de limiter le caractère forcé dans le processus de restructuration des dettes, cette approche se base principalement sur les Modes Alternatifs de Résolution des Conflits (MARC). En ce sens que grâce aux MARC, les intérêts des parties sont gérés équitablement, le coût du processus est faible par rapport aux procédures légales formelles, aucun organe décisionnel n'intervient si ce n'est les parties elles-mêmes et tout se fait dans un climat de confidentialité. Cependant, les MARC règlent les différends les uns après les autres, tandis que dans le cas des dettes souveraines, le débiteur fait face à plusieurs créanciers.

Raffer (1990) propose alors pour pallier à ce problème, de copier un processus actuel d'insolvabilité, tout en prenant en considération les intérêts des débiteurs. Le processus choisit fut en fin de compte, celui au chapitre 9 du Code d'insolvabilité des USA, régissant l'insolvabilité des municipalités, ces dernières détenant des compétences gouvernementales. La

combinaison des éléments de ce chapitre et des MARC pallie au problème entre créanciers et débiteur en ce sens que la procédure serait uniquement l'œuvre de toutes les parties concernées et non de certaines seulement, protège le débiteur tout en limitant l'ingérence des créanciers dans la prise de décision de ce premier et donne enfin la possibilité à chacun des concernés de s'exprimer. De plus, les parties se doteraient d'un secrétariat auprès de l'Organisation des Nations Unies (ONU), qui se chargerait uniquement des questions d'ordre administratif. Ce qui ne donne aucun lieu d'être à la mise en place d'un tribunal international.

4.3.4. Cour internationale d'insolvabilité

Cette approche est une approche récente qui a été proposée par certaines Organisations Non Gouvernementales (ONG) du Sud et des universitaires individuels. Elle vient à l'encontre du processus d'arbitrage ad hoc qu'ils considèrent comme incapable d'offrir une protection juridique aux PPTE qui sont d'emblée économiquement pauvres et politiquement faibles. Ils proposent alors la mise en place d'une Cour internationale d'arbitrage ayant pour rôle de régler le surendettement des pays. Le choix de cette Cour a cependant connu plusieurs propositions.

Premièrement, les économistes Ugarteche du Pérou et Acosta d'Équateur (2003) proposèrent que les fonctions de cette Cour soient assumées par la Chambre internationale de la Chambre de commerce de Paris. Après quoi, ils proposèrent plutôt un conseil indépendant basé sur un traité de l'ONU et regroupant des débiteurs, des créanciers privés et publics et des banques privés.

Deuxièmement, le regroupement des ONG africaines de dette AFRODAD (2002), proposa sur étude d'experts juridiques et économiques, la création de la Cour au sein de la Cour Permanente d'Arbitrage (CPA) de la Haye. Celle- ci possède des attributs en matière de règlement de conflits entre États et organisations internationales. Selon la proposition, son rôle en tant que Cour d'insolvabilité serait de prendre des décisions en cas de mésentente entre les parties.

Troisièmement, les juristes Kargman et Paulus (2008) proposèrent pour leur part une Cour composée d'arbitres (juristes, économistes et experts en développement) qui seraient désignés par le Secrétaire Général (SG) de l'ONU. Le cabinet du SG présiderait chaque dossier

avec un panel d'arbitres aux compétences tant économiques que juridiques. La différence avec le MRDS de l'approche juridique de Krueger (2002) est que les choix des membres est ici indépendant du FMI (créancier), mais dépend plutôt d'une organisation ni débitrice, ni créancière.

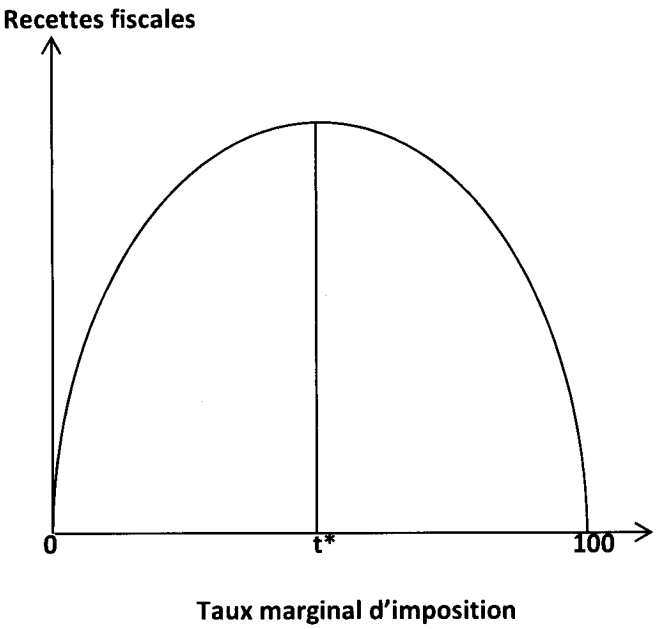
4.3.5. Politique restrictive

Gestion de la crise à court terme et gestion de la dette à long terme. Tel devrait être l'ordre suivi et non l'inverse. Après avoir pallié au problème de la crise, et non pas avant, il s'avère important de pallier à celui de la dette et de sa gestion qui laissent à désirer, pour prévenir d'éventuelles crises. À ce niveau, une politique restrictive trouve bel et bien sa place.

Une politique budgétaire restrictive contrairement à celle expansionniste, se caractérise par la hausse des recettes fiscales et la baisse des dépenses publiques afin de réduire le déficit et de parvenir à un équilibre du solde public. En effet, l'augmentation des recettes réduit la demande globale, le but étant de stimuler l'offre, d'où la notion de politique d'offre. Stimuler l'offre pour une croissance économique élevée aussi bien sur le moyen que le long terne, en aidant les entreprises nationales à produire davantage de produits et services et les inciter à explorer de nouveaux marchés. Ceci favorisera une amélioration de la compétitivité nationale, une baisse des prix, une augmentation du pouvoir d'achat, une augmentation du profit des entreprises et de surcroit une augmentation du PIB.

Notons que la hausse des recettes fiscales passe par une diminution du taux marginal d'imposition comme en témoigne la courbe de Laffer (1970) ci-dessous.

Figure 6 : Courbe de Laffer



En effet, selon Laffer (1970), les recettes fiscales augmenteront seulement à court terme suite à une hausse de l'impôt, du fait de la démotivation de la population. Ce qui entrainera une baisse de l'activité et contrairement à l'effet escompté, une baisse des recettes fiscales. Il va donc s'en dire que pour arriver à une hausse des recettes fiscales, les autorités compétentes doivent diminuer le taux marginal d'imposition, ce qui favorisera une reprise de l'activité économique. Notons que la croissance économique qui en résultera permettra aux États de faire face à leurs dettes.

Étant donné que cette croissance n'arrivera pas du jour au lendemain, il reste également important, outre l'application de la politique d'offre, que chaque État rééchelonne ses dettes de manière judicieuse afin de diminuer le plus possible le service de la dette. Nous proposons un mécanisme de restructuration de la dette, tenant compte des avantages et limites des différents mécanismes présentés ci-dessus. Notons qu'il reste faillible dans ce sens où la question du débiteur contre une multitude de créanciers (États comme banque ou organisations internationales) demeure.

Les étapes à suivre proposées pour un rééchelonnement de dette en cas de défaut sont les suivantes :

Tout d'abord, chaque contrat de dette devrait stipuler les termes de restructuration en cas de défaut et laisser l'initiative de celle-ci au souverain débiteur. De plus, une clause liant les créanciers entre eux devrait être ajoutée pour pallier à la difficulté de regroupement de ceux-ci autour de la même table. Une différence avec ce regroupement et les clubs de Paris est le fait que celui-ci est formel puisque spécifié dans le contrat. Notons aussi que ce regroupement intervient pour pallier aux risques de privilégier certains créanciers au détriment d'autres, sources d'une multitude de problèmes. Cependant, un risque qui y est associé est la création d'un bloc contre le débiteur, prêt à lui imposer des actions à mener visant principalement les intérêts des créanciers. Mais loin de favoriser cette situation, ce choix s'avère être le mieux après analyse du pour et du contre dans chacun des cas. Le contrat devra donc spécifier que ce regroupement se veut être une unité des créanciers visant une entente favorable pour toutes les parties concernées et chaque créancier devra signer un accord allant dans ce sens. Une clause concernant les coûts de la procédure devra également être ajoutée. Nous y reviendrons par la suite.

Tout débiteur, avant de se déclarer en défaut de paiement, doit mener toutes les actions en son pouvoir afin d'améliorer sa situation financière et non se déclarer sans avoir tenté le tout pour le tout. Il devra dans ce cas, par ses institutions spécialisées dans la question, envisager une sortie de crise favorable à chaque partie. Cette proposition devra également tenir compte des intérêts de sa population et au besoin être approuvé par sa représentation légale (parlement). Après quoi, il pourra contacter ses créanciers afin de leur faire part de son incapacité à assumer ses responsabilités de paiement et de sa proposition de rééchelonnement.

À ce moment, les créanciers pourront se regrouper comme stipulé dans leurs contrats et nommer leurs représentants durant la procédure de restructuration. Les représentants pourront vérifier la véracité des faits stipulés par le débiteur. Ce dernier

devra leur fournir les documents nécessaires à cette vérification dans un délai et un délai de préparation et d'analyse de la proposition leur sera également accordé (tous ces délais seront décidés dans le contrat).

Ensuite, la rencontre entre débiteur et représentants des créanciers devra se faire en présence d'une Cour impartiale ni débitrice, ni créancière. Son rôle serait de favoriser le bon déroulement des négociations en veillant au respect des intérêts de chaque partie. Le meilleur choix serait d'établir une chambre d'arbitrage de la dette à la Cour Permanente d'Arbitrage (CPA) de la Haye. Contrairement au rôle donné à cet organe par l'AFRODAD (2002) dans la restructuration, qui se limitait à prendre des décisions lorsque les parties seraient en désaccord, ici la CPA n'attendra pas une mésentente avant d'intervenir. Tout comme dans un tribunal, elle interviendra au fur et à mesure des négociations afin de prévenir toute dégénérescence. De plus, le choix des arbitres se fera par l'organe même et devra être constitué d'experts en finance, en économie, en développement et de juristes. Cependant, ce choix devra être approuvé à la majorité des parties concernées. La CPA devra également détenir un secrétariat administratif conformément à son statut, qui se chargera de la partie administrative. Tout le processus se fera dans un délai de temps précisé dans le contrat.

Pour ce qui est des coûts des négociations, la moitié pourra être supportée par le débiteur et l'autre moitié répartie entre les créanciers. Le débiteur contribuera de manière plus importante pour justifier de sa bonne foi à ses créanciers et non la totalité des coûts pour ne pas ajouter à sa situation déjà pour ainsi dire « catastrophique ». Il apparaît comme une injustice envers les créanciers qui ne sont en rien à l'origine de l'incapacité de leur débiteur commun, mais ce sont des conséquences afférentes à l'accord de prêts.

Notons que le processus de restructuration devra aboutir à l'étalage de la dette sur une plus grande période, tout en proposant une sortie de crise au débiteur. Loin d'être une obligation à l'image des PAS du FMI, ce sera plutôt une proposition élaborée à la suite de l'analyse minutieuse de la situation du débiteur et dont l'élaboration sera présidée par les arbitres experts dans les domaines appropriés. L'acceptation de ce plan de secours

entrainera sa mise en œuvre par le débiteur, sous la supervision de la chambre compétente de la CPA. Dans le cas d'un refus, celui-ci devra présenter son plan d'action qui sera analysé et amélioré au besoin par les experts.

Il ne faudrait cependant pas oublier le rôle joué par les banques dans l'absorption de la dette souveraine, ainsi que ce que cela implique dans la réussite de la gestion de la dette surtout au sein des pays développés.

5. Dette-Banque-Économie

Indépendamment de l'origine des problèmes, tous les pays ont manifesté un cercle vicieux impliquant des difficultés souveraines, des fragilités bancaires et une récession économique.

Aux États-Unis et au Royaume Uni (des pays ayant une solide situation budgétaire) des problèmes sont survenus tout d'abord au niveau du système bancaire, ce qui a entrainé l'intervention de L'État. Ce dernier a su consolider le système mais au détriment des finances publiques. Même chose pour L'Irlande et l'Espagne, les difficultés bancaires (forte baisse des prix de l'immobilier) se sont transférées aux finances publiques pendant la crise. En Grèce, ce sont les finances publiques qui ont préalablement été touchées, se propageant au système bancaire domestique, suite à la détérioration des perspectives économiques, la dépréciation des pertes de dettes souveraines et des problèmes financiers.

Les banques sont exposées au risque de défaut de leur État parce qu'elles sont les plus grandes détentrices d'obligations émises par celui-ci, en plus d'en représenter un important créancier. En effet, pour mener à bien leurs activités commerciales normales, les banques détiennent une quantité importante d'obligations gouvernementales, vu leur faible risque. Mais les défauts souverains qui interviennent, causent une défaillance dans le fonctionnement du secteur bancaire et l'activité de prêt, bien plus importante que le risque encouru par les banques durant la crise elle-même.

Gennaioli, Martin et Rossi (2014) ont effectué des régressions afin de déterminer le comportement des banques dans la détention d'obligations publiques d'une part, et la relation entre obligations publiques et l'activité de prêt des banques d'autre part. Les résultats de ces régressions se résument comme suit.

5.1. Comportement des banques dans la détention d'obligations publiques

En situation de défaut, la détention de liquidité est déterminante dans la demande d'obligations publiques. Les banques disposant de bonnes opportunités d'investissement et celles évoluant dans les économies financièrement développées n'ont pas besoin d'acheter des obligations publiques (pour stocker des fonds) à cause des alternatives privées dont elles disposent. La détention d'obligations publiques est donc faible en cas d'espérance de rendement élevé, parce qu'à haut risque, les obligations à haut rendement ne sont pas sources de bons stocks de liquidité. Il faut aussi noter que la demande à haut risque, d'obligations à haut rendement est plus importante pendant les défauts et généralement au sein des grandes banques. De plus, les banques faisant moins de prêts et particulièrement situées dans les pays moins développés, détiennent plus d'obligations publiques 13 % contre 9 % pour les banques des pays de l'autre catégorie. En général, pour les deux groupes de pays, on note une baisse des obligations publiques au cours des années de non défaut.

Ensuite, au cours du défaut, on note une hausse de 1% de l'actif des banques détentrices d'obligations publiques, en particulier au sein des grandes banques. A ce moment, l'espérance de rendement des obligations publiques augmente. Ajouté à cela, durant le défaut il existe une très forte corrélation négative entre les obligations publiques détenues par les banques et leurs activités de prêts : l'augmentation d'un dollar de bons du trésor est associée à une baisse de 0.6$ des prêts bancaires en situation de défaut. Cette baisse s'explique à 90% par la moyenne des obligations détenues par les banques avant défaut, et à 1% par la moyenne des obligations supplémentaires achetées à l'approche et pendant le défaut.

Les résultats de la seconde régression montrent une corrélation négative dans la détention des obligations publiques sur l'activité de prêt pendant les années de défaut. En effet, plus les

banques détiennent des obligations publiques, plus elles réduisent leurs prêts en situation de défaut. De plus, on note une corrélation négative entre la détention d'obligations publiques durant les trois années précédant le défaut et les changements au sein de l'activité de prêts durant les deux années de défaut étudiées. Les auteurs en concluent que «l'effet des obligations publiques sur l'activité de prêts bancaires est omniprésente, de longue durée et non limité aux petites banques pouvant faire faillite durant la crise». Par ailleurs, les obligations détenues avant les défauts représentent une part importante des obligations détenues en situation de défaut.

Il existe donc en situation de défaut, une corrélation négative entre la détention d'obligations publiques par les banques et leurs prêts, pouvant être expliquée par l'accumulation d'obligations publiques en situation normale.

5.2. Implications économiques

La demande d'obligations publiques se comporte différemment, que l'on se trouve avant ou pendant le défaut. En effet, en l'absence d'opportunités d'investissement, les banques demandent des obligations publiques à faible risque, particulièrement dans les pays financièrement moins développés. En situation de crise, ce sont plutôt les grandes banques qui accumulent des obligations publiques à haut risque, jouant un rôle important dans le sauvetage gouvernemental en la persuasion morale.

Quel que soit le moment d'acquisition des obligations, elles nuisent à l'activité de prêts en situation de crise. Les banques détentrices d'obligations avant le défaut peuvent réduire leurs prêts du fait que les pertes subies sur leurs obligations publiques les obligent à se désendetter. Elles choisissent délibérément de rester exposées au risque souverain ou parce que l'absence d'obligations publiques sûres les empêchent de gérer efficacement leurs liquidités. Quant à elles, les banques qui détiennent plus d'obligations durant le défaut peuvent réduire leurs prêts en raison d'achats d'obligations.

Un constat important est que les obligations détenues en situation de non défaut jouent un rôle plus important que celles détenues au cours des années précédant le défaut et au cours du défaut. Les premières ont un effet marginal négatif plus important. De plus, l'augmentation

moyenne des obligations en période de crise est inférieure à la moyenne des obligations détenues en situation normale. L'attention est souvent portée sur la prise de risque par les banques, mais il ne faut surtout pas négliger le rôle de la moyenne des obligations détenues durant les années de non défaut dans l'évaluation des crises souveraines. Cette idée implique un déroulement des crises souveraines suivant le fait que le pays est développé ou non. Au sein des pays émergents, les banques détiennent une quantité importante d'obligations publiques en situation normale. Ce qui entraine une proportion importante des effets négatifs des défauts souverains sur les prêts. Pour ce qui est des pays développés, les banques détiennent moins d'obligations en temps normal. C'est en situation de crise qu'il y a une demande d'obligations plus importante par souci de rendement ou persuasion morale. Mais cette forte accumulation en période de crise représente une importante cause des coûts négatifs des défauts.

Acharya, Eisert, Eufinger et Hirsch (2014) ont pour leur part démontré que la crise de la dette souveraine se transmet à l'économie réelle au travers du crédit bancaire. En effet, les entreprises les plus exposées aux banques touchées par la crise sont celles qui rencontrent des contraintes financières. Durant la crise, les banques des pays (les GIIPS dans ce cas) baissent leur volume d'octroi des prêts mais facturent également des marges plus élevées aux emprunteurs. Il devient donc plus difficile d'avoir accès aux financements bancaires, ce qui éloigne aussi les nouveaux emprunteurs. Il en résulte une baisse de la croissance, de l'emploi, une baisse des dépenses en immobilisations, des taux de croissance plus faibles.

Notons qu'indépendamment de l'origine des difficultés, il y a automatiquement un engrenage autoalimenté qui peut facilement s'installer. Les problèmes de marché de la dette souveraine affectent les conditions de financement bancaire qui affectent à leur tour les prêts aux ménages et entreprises domestiques. Le resserrement du crédit qui s'en suivra affaiblira l'économie, causant ainsi une baisse de la solvabilité des emprunteurs. Par le phénomène de l'offre et de la demande, il s'en suit une baisse de la croissance du crédit avec des effets négatifs sur la marge d'intérêt et la rentabilité des banques. C'est le cercle vicieux de l'endettement.

5.3.Cercle vicieux de l'endettement

Dans la foulée de vouloir rembourser la dette souveraine, on se retrouve dans un cercle vicieux d'auto-alimentation de cette dette.

En effet, lorsque la dette publique d'un État se situe à un niveau insoutenable, caractérisé par des déficits publics de plus en plus élevés, celui-ci a recours à l'endettement non seulement pour financer son solde budgétaire, mais également pour rembourser ses dettes précédentes. Loin de donner le résultat escompté, il s'avère plutôt que le service de la dette augmente le déficit et le financement du déficit par l'emprunt augmente l'encours de la dette.

Suite au recours à l'endettement en situation de crise, l'État est donc porté à appliquer une politique d'austérité prônée par le FMI et plusieurs autres organismes internationaux. Celle-ci est caractérisée par la baisse des dépenses publiques et la hausse de sa fiscalité (impôt et taxe) avec pour intention de réduire le déficit. Cette hausse des prélèvements obligatoires, motive les ménages à épargner plutôt qu'à dépenser. De cette politique d'austérité résulte donc une baisse de la demande en générale : baisse de la consommation, baisse des dépenses, baisse de l'investissement.

Selon la théorie de l'équivalence ricardienne précédemment développée, les individus anticiperaient la hausse future des impôts. Cela les inciterait à augmenter leur épargne au détriment de leurs dépenses, réduisant de ce fait l'effet multiplicateur. On note aussi de surcroit des suites de cette politique d'austérité, une baisse de la consommation.

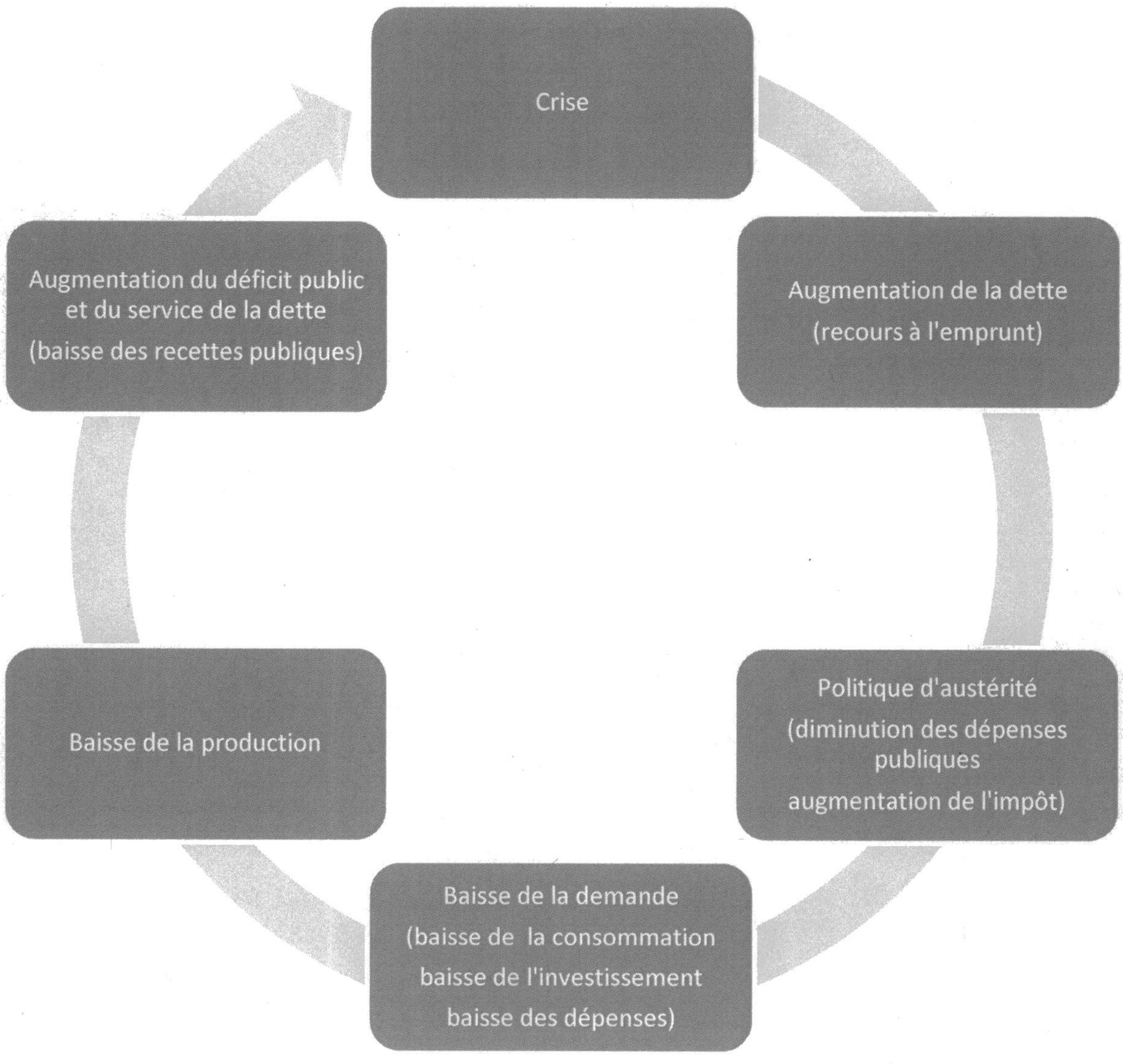
Comme le suggère la courbe de Laffer, «trop d'impôt tue l'impôt». Un fort taux d'imposition démotive les individus de travailler. Pourquoi travailler plus si les gains perçus de ce travail diminuent à chaque unité additionnelle de travail effectué? Ceci se traduit par une baisse afférente de la production, à l'origine du ralentissement de la croissance économique et de la baisse des recettes publiques.

Lorsque l'État recours aux emprunts pour financer les déficits publics, il est privilégié par les emprunteurs au détriment des emprunteurs privés, vu qu'il offre des garanties solides. Cela entraine non seulement une baisse des capitaux disponibles pour les autres agents

économiques, mais également une hausse de leurs coûts au travers des taux d'intérêt, du fait de l'augmentation de la demande de capitaux en générale. Cet état de fait dissuade l'investissement par les agents lésés, aussi bien l'investissement national qu'étranger.

Notons que l'investissement direct étranger (IDE) représente une part importante des flux de capitaux internationaux. Son importance est capitale dans la croissance d'une économie, surtout en ce qui concerne les pays en développement. Les flux d'IDE vers les pays en développement représentaient d'ailleurs plus d'un tiers des flux d'IDE mondiaux en 2012.

Figure 7 : Cercle vicieux de l'endettement



6. Cas concrets

Certains pays ont quand même réussi à sortir des crises auxquelles ils ont été confrontés. C'est le cas de l'Argentine qui suite à un processus de rééchelonnement a vu sa situation s'améliorer nettement aussi bien à court qu'à long terme. Les cas du Chili et du Mexique qui ont été affectées par une même crise, mais ont optées pour des procédures de sortie différentes, sont également des cas intéressants à étudier.

6.1. Chili versus Mexique

Au début des années 1980, le Mexique et le Chili faisaient face aux mêmes situations : importantes dettes extérieurs, déficits courants, faiblesse du système bancaire, chocs externes semblables (baisse des prix d'exportation primaire, augmentation des taux d'intérêts étrangers, cessation des prêts à l'étranger, etc.).

En effet, suite à la politique monétaire contradictoire des USA, le taux LIBOR à trois mois du dollar américain est passé de 8.8 % à 16 % par an. L'économie chilienne en 1980 qui dépendait principalement de ses exportations de cuivre en 1980 (représentant 48 % de ses exportations totales cette année-là), a vu le prix relatif du cuivre chuté de 39 % entre 1980 et 1982. Même chose pour le Mexique dont le prix relatif du pétrole a chuté jusqu'à 21% entre 1980 et 1982; ses exportations de pétrole brut représentant 52 % des exportations totales.

D'un autre côté les deux pays ont vu leur dette extérieure augmenté en 1982. Augmentation de 132% au Chili représentant 71% du PIB, et augmentation de 140% au Mexique représentant 53 % du PIB. Ils ont également tous deux connu des déficits courants en 1981, 14 % du PIB au Chili et 5.8% du PIB au Mexique. En 1982, ils n'avaient plus d'IDE, leurs déficits courants ont disparu, et leurs systèmes bancaires respectifs étaient vulnérables aux chocs.

Malgré ces similitudes dans leurs conditions macroéconomiques, ces deux pays ont connu des recouvrements différents. Le Chili s'en est bien sorti contrairement au Mexique. Différentes explications ont essayées de justifier ces différences, de l'hypothèse de surendettement à celle des différentes réformes structurelles. Bergoeing, Kehoe et Soto (2002), ont démontré que les différences dans trois des réformes structurelles opérées dans les deux pays

expliquent les différences dans les recouvrements des deux pays. Il s'agit des réformes de privatisation, des réformes du système bancaire et des procédures de faillites. L'intensité des réformes effectuées ainsi que le moment où elles l'ont été, ont été déterminants dans ces processus de recouvrement.

Privatisation

Entre les années 1974 et 1974, le Gouvernement chilien qui contrôlait une grande partie de son économie, a effectué une importante privatisation de celle-ci. Contrairement au Mexique qui suite à la crise de 1982, a plutôt opté pour une nationalisation de son système bancaire avec leurs détentions des avoirs d'entreprises privées. Ce n'est seulement qu'en 1984 que ce pays a entamé une privatisation de ce qu'il avait alors nationalisé. Il est important de souligner que bien que le Chili ait effectué une importante privatisation, sa part de son PIB généré par ses entreprises publiques n'est passée que de 39 % à 24 % au cours de cette période. Cela est en partie grâce à ses exportations de cuivre qui représentaient 38 % de ses exportations totales alors que les exportations de pétrole au Mexique (secteur dominant dans ce pays) ne représentaient que 9.8 % des exportations totales en 2000. On constate que le Chili avait une vision bien précise dans son processus de privatisation. Il a permis la concurrence privée dans l'extraction du cuivre, contrairement au Mexique qui ne l'a pas fait dans l'extraction du pétrole.

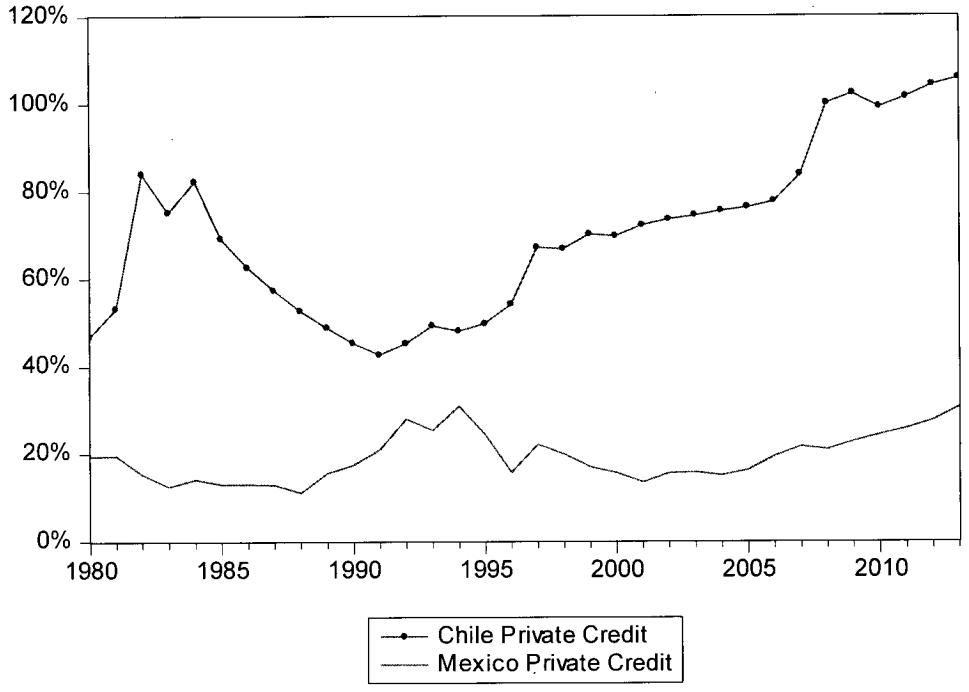
Système bancaire

Pendant la crise, le Chili a dépensé nettement plus dans le sauvetage des banques, ce qui semble lui avoir valu d'importants gains par la suite. Par ailleurs, la quantité de prêts accordés n'est pas sans avoir également joué un rôle important dans cette différence de recouvrement.

En effet, la différence dans les systèmes bancaires des deux pays s'est traduite par d'importantes différences dans l'allocation du crédit durant la crise. Il est important de souligner que le crédit fourni au secteur privé représente un facteur clé dans la croissance économique. Le Chili avait procédé à des réformes financières ayant conduit en 1980, à un nombre plus important de banques nationales, de banques étrangères ainsi que l'apparition d'institutions financières de plus en plus importantes, qui étaient moins règlementées. Ce qui a favorisé une augmentation du crédit privé. Le Mexique par contre disposait de peu de banques, qui étaient très règlementées. Son système était de telle sorte que le Gouvernement favorisait des faibles taux d'intérêts à des

emprunteurs privilégiés. Favoritisme qui lui a été nuisible par la suite comme le montre le graphique suivant. On remarque qu'en 1982, le crédit privé mexicain a baissé et a continué ainsi toute le reste de la décennie. On note une augmentation de courte période, laissant place à une une baisse constante. Notons que le crédit privé est notamment demeuré bas par rapport au PIB, dans ce pays. Au Chili, suite à une importante hausse du crédit entre 1982 et 1984, le crédit privé a augmenté, puis diminué constamment le reste de la décennie, en raison d'une croissance du PIB. Il connait une augmentation à partir des années 1990.

Figure 8: Crédit privé chilien et mexicain en proportion du PIB



Source : Données de la banque Mondiale

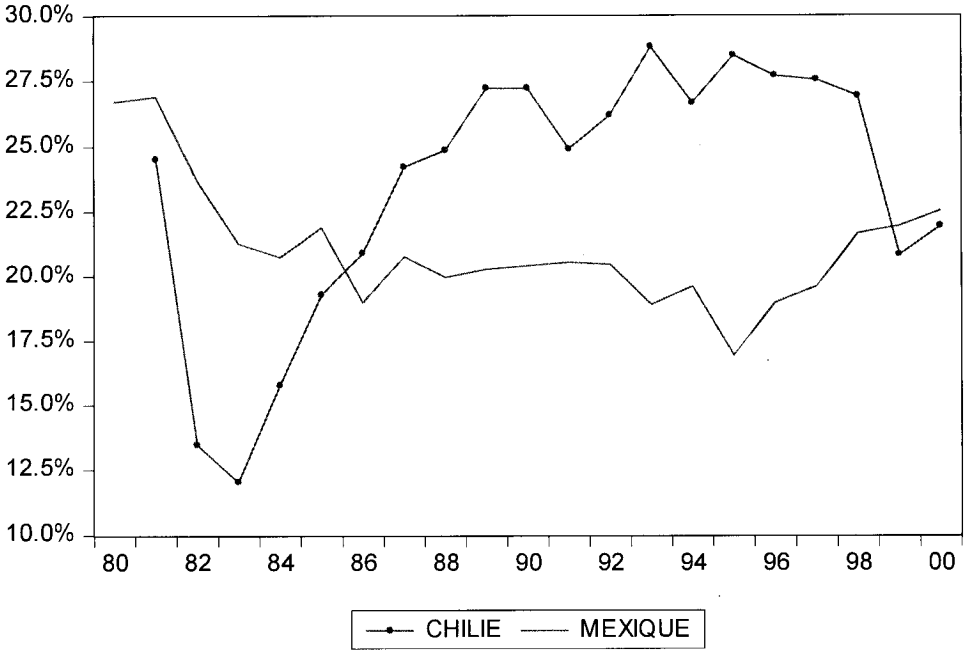
Procédures de faillite

Au début de la crise, le Chili procéda à une réforme de sa loi sur la faillite, tandis que le Mexique a attendu le milieu de la crise pour le faire. Même si les fonctionnalités des deux lois étaient similaires dans les deux pays, le moment où les réformes intervenaient a été important. Le

Chili a ainsi pu dès le début instaurer une solide base dans son processus de faillite. De plus, ce pays a laissé plusieurs de ses organismes gouvernementaux faire faillite, en évitant le plus possible le recours aux subventions par crainte d'allonger la période d'ajustement. Ce qui a conduit à une importante mais courte baisse de la production au Chili, et a favorisé une forte reprise dans ce pays contrairement au Mexique où il y a eu une faible baisse de la production suivie d'une reprise plus faible comme en témoigne le graphique suivant.

En résumé, la privatisation, les réformes dans le secteur bancaire et les réformes des procédures de faillite ont eu des effets sur les recouvrements au travers de l'accumulation du capital et plus important encore par l'efficacité de l'allocation du capital. Le chili a également nettement plus investi dans la sortie de crise que ne l'a fait le Mexique, comme en témoigne la figure suivante. Cependant, les différences dans les recouvrements du Mexique et du Chili sont principalement expliquées par les différences dans la productivité globale des facteurs et une infime partie par les différences des intrants.

Figure 9 : Investissement chilien et mexicain en proportion du PIB



Source : Données de la banque Mondiale

6.2.Cas de l'Argentine

Dix ans après sa fameuse restructuration, l'Argentine affiche une « insolente santé économique» caractérisée par une croissance économique de 94 % entre 2002 et 2011, un taux de chômage à 7 % versus 25% dix ans plus tôt, la pauvreté touchant 20 % de la population contre la moitié de la population il y a dix ans, une augmentation de l'emploi jusqu'à 55.7% le taux le plus élevé jamais atteint. On note également une augmentation des revenus des ménages, la réalisation de profits par les entreprises et qui plus est une augmentation de la consommation.

Quelles étaient les stratégies gagnantes réalisées par ce pays?

Rappelons que l'Argentine rentrait en grave récession à partir de la moitié de l'année 1998 à l'année 2001. Différentes tentatives de stabilisation de l'économie et de maintien de la monnaie PEG au dollar US avaient été entamées par le FMI via les mesures d'austérités, mais cela n'avait pas pu empêcher cette situation de crise. L'économie était en ruine, le Président quittait son poste, le peso dévalué, de plus en plus de faillites étaient notées. C'est ainsi que le 23 décembre 2001 le Président intérimaire déclarait le pays en cessation de paiement sur sa dette souveraine de l'ordre de 100 milliards de dollars, sous forme de titres, à l'égard de créanciers privés et du club de Paris. Cette suspension de paiement qui s'est étendue de 2003 à 2009, a permis au pays d'enregistrer un taux de croissance de 7 à 9 % durant cette période, expliqué en partie par l'augmentation du prix des matières premières exportées et le gain réalisé n'ayant pas été consacré au remboursement de la dette.

De l'autre côté, l'Argentine a opté pour une restructuration de la dette par échange de titres. Elle proposait à ses créanciers un échange des titres en cours contre de nouveaux ayant une décote de plus de 60 %, mais avec une garantie de paiement de ceux-ci et d'importants taux d'intérêts (indexé à la croissance du PIB du pays). 76 % des titres ont ainsi été échangées en 2005. Un autre échange avec 67% des 24 % des créanciers restants a également été effectué en 2010.

Un autre point important dans cette réussite de restructuration est la réorientation de la politique économique. En effet, le nouveau Gouvernement argentin s'est focalisé sur la lutte

contre la pauvreté et la restauration de l'économie réelle. Sans s'arrêter là, la nouvelle Présidente améliora les retraites et généralisa les allocations familiales Il en est ressorti une reprise de la demande, la compétitivité des entreprises, l'augmentation des investissements publics en infrastructures, dans l'éducation et les programmes sociaux due à l'assainissement des finances publiques. On constate également une augmentation progressive des salaires.

6.3.Conditions gagnantes pour un rééchelonnement

Comme on le constate, la gestion de crise demeure une étape importante qui mérite d'être bien pensé par les autorités compétentes de chaque pays. Un État sortira vainqueur de la crise si et seulement si sa politique de gestion a été réussie. Il n'existe pas de directives préétablies à suivre, cependant des facteurs clés à ne pas négliger.

Il est important que l'État réduise le poids de sa dette à un niveau jugé soutenable et cela ne peut se faire que si et seulement si il dispose d'un plan d'action bien défini et à long terme. Dès le moment où intervient la crise, il est important que l'État agisse. Les efforts et les moyens dépensés sont d'autant plus importants. Comme le montre l'exemple du Chili, l'importance de son investissement lui a été nettement favorable. Du fait de la relation existante entre banques et dette souveraine, l'État doit s'investir dans le sauvetage de ses banques et ce sans limitation de fonds. Cela favorisera non seulement l'augmentation du crédit privé facteur clé de la croissance économique, mais également une hausse de sa solvabilité auprès des créanciers.

De plus, tout devrait se faire dans une totale transparence c'est-à-dire clairement définie. Le plan devra également être crédible pour convaincre les investisseurs dans leur choix d'investir ou non. Il devra viser une amélioration voire même une réorientation de la politique économique comme en témoigne le cas de l'Argentine. Cela favorisera la croissance économique.

La lutte contre la corruption est également un élément nécessaire. Le favoritisme dont a fait preuve le Mexique dans l'attribution des taux d'intérêts à ses emprunteurs privilégiés lui a été nuisible. Toutes les actions devraient plutôt viser le bien être de l'État. La corruption surtout dans les pays en développement influe négativement sur la prime de risque de la dette. Les

études montrent que ceux qui paient des primes de risques élevées sont ceux qui sont les plus corrompus.

7. Conclusion

Somme toute, cette étude après une analyse des mécanismes de gestion actuels de la dette et de la crise, propose un moyen d'aborder ces deux concepts de manière générale par les États. La première des choses est de pallier au problème de la crise avant de s'occuper de la gestion de la dette.

D'une part, une gestion de la crise par l'application d'une politique budgétaire expansionniste relevant de l'initiative des États. Et d'autre part une gestion de la dette proprement dite, par l'application d'une politique restrictive tenant compte de différents acteurs principaux. Nous proposons également pour appuyer la gestion efficace de la dette, un processus de restructuration visant à pallier les limites des mécanismes actuels de gestion de la dette tout en mettant en exergue leurs avantages. Tout d'abord, l'obligation de regroupement des créanciers en vue d'une facilité de négociation permettra d'éviter des traitements de faveur et de réunir tous les créanciers, ne serait-ce que par leurs représentants autour de la même table. Ensuite, la création d'une chambre à la CPA dont le rôle sera de conduire les négociations au fur et à mesure qu'elles aient lieu et de proposer un plan de sortie de crise au débiteur est une démarche importante dans cette restructuration et dont la réussite peut garantir celle du processus. Enfin, le partage des coûts des négociations entre d'une part le débiteur et d'autre part les créanciers, permettra de ne pas augmenter considérablement la dette du débiteur et de ne pas en laisser la totalité de la charge aux créanciers qui sont déjà affecté par le défaut.

Dans cette dynamique, certains fondamentaux doivent cependant être respectés. Il s'agit entre autres d'une réorientation de la politique économique, se basant sur la situation actuelle. Tout devrait se faire dans un souci de transparence, de clarté et de lutte contre la corruption, relevant de la bonne foi des autorités compétentes. Il est également important d'équilibrer l'exposition aux banques par la moyenne des obligations détenues avant, durant ou pendant la

crise. À l'un ou l'autre de ces moments, une trop forte exposition est source de désagréments financiers plus particulièrement de l'éviction d'investisseurs actuels ou potentiels.

Pour finir, tout devrait être mis en œuvre afin de favoriser les flux d'investissements directs étrangers. Cet élément d'importance capitale servira à compléter ce nouvel environnement de gestion de la dette en favorisant dans la croissance économique. Ceci dans la logique d'esprit qu'emprunter pour financer son solde budgétaire et ses dettes précédentes loin d'améliorer la situation, ne fait que l'aggraver.

8. Bibliographie

Acharya, V.V., Eisent, T., Eufinger, C., and Hirsch, C. (2014), **"Real effects of the Sovereign Debt Crisis in Europe: Evidence from Syndicated Loans"**.

Acosta, A. et Ugarteche, O. (2003), **"A favor de un tribunal internacional de arbitraje de deuda soberana"**.

AFRODAD (2002), **"The efficacy of Establishing an International Arbitration Court for Debt"**, *Technical Paper* No. 1/2002.

Angelini, P., Grande, G., and Panetta, F. (2013), **"Les interactions négatives entre banques et États"**, *Association d'économie financière, Revue d'économie financière.*

Barro, R.J. (1974), "Are government bonds net wealth? ", *Journal of Political Economy* 82(6), p.1095-1117.

Bergoeing, R., Kehoe, P.J., Kehoe, T.J., and Soto, R. (2002), **"Decades lost and found : Mexico and Chile since 1980"**, *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quaterly Review,* Winter 2002, Vol 26, No.1, p.3-30

Gennaioli, N., Martin, A., and Rossi, S. (2014), **"Banks, Government bonds and default: what do the data say?"**, *Financial Economics and International Macroeconomics, Discussion Paper* No.10044, Juin 2014.

Gill, L. (2006), **"Rembourser la dette publique : la pire des hypothèses"**.

Herndon, T., Ash, M., and Pollin, R. (2013), **"Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogoff"**.

Kaiser, J. (2011) : **"Résoudre les Crises de la Dette Souveraine"**.

Kargman, S., and Paulus, C. (2008), **"Reforming the Process of Sovereign Debt Restructuring: A Proposal for a Sovereign Debt Tribunal"**, *UNDESA,* 8 Avril.

Keynes, J.M. (1930), **"Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie"**.

Kimball, M. and Wang, Y. (2013), **"After crunching Reinhart and Rogoff's data, we've concluded that high debt does not slow growth"**, *Quartz,* May 29.

Krueger, A. (2002), **"A New Approach to Sovereign Debt Restructuring"**, *IMF Publications, Washington,* Avril.

Krugman, P. (2012), **"Sortez-nous de cette crise...maintenant!"**, Flammarion.

Raffer, K. (1990), **"Applying Chapter 9 Insolvency to International Debts: An Economically Efficient Solution with a Hu-man Face"**, *World Development 18(2),* p.301-313, February.

Reinhart, C.M. and Rogoff, K.S. (2009), **"This Time is Different: Eight-Centuries of Financial Folly"**, *Princeton University Press,* p.13-159

Ricardo, D. (1821), **"On the principles of political economy and taxation"**, *John Murray.*

Rifflart, S., et Rifflard, C. (2003), **"Crises de Dette Souveraine : vers une Nouvelle Résolution?"**, *Presses de Sciences Po/Revue de l'OCDE, p.83-131.*

Taylor, J.B. (2002), **"Sovereign Debt Restructuring: A U.S. Perspective, Speech at the Conference 'Sovereign Debt Workouts: Hope and Hazards' "**, *Institute for International Economics, Washington,* DC, 2 Avril.

Thibault, E. (2003), **"L'Équivalence Ricardienne dans les Modèles de Croissance avec Accumulation de Capital"**, *Dalloz/Revue d'économie politique*, vol.113, p.171-197.