

La dette souveraine sous l'emprise des marchés financiers : Cas des pays émergents

Sovereign debt under the control of the financial markets: The case of emerging countries

BENAINI Naoual

Doctorante

Faculté des sciences juridiques, économiques et sociales

Université Mohammed Premier -Oujda-

Economie sociale et solidaire et développement local

Maroc

n.benaini@ump.ac.ma

Date de soumission : 03/05/2020

Date d'acceptation : 18/06/2020

Pour citer cet article :

BENAINI. N (2020) « La dette souveraine sous l'emprise des marchés financiers : Cas des pays émergents »,
Revue du contrôle, de la comptabilité et de l'audit « Volume 4 : numéro 2 » pp : 389 - 415

Résumé

Le présent article vise à présenter la nouvelle structure de la dette souveraine des pays émergents et les nouveaux risques qu'elle a générés. Il passe en revue l'évolution du paysage de la dette souveraine depuis les années 90, marqué par le recours massif d'un nombre croissant de pays émergents au financement obligataire sur les marchés financiers internationaux. Ce qui offre de nouvelles opportunités de financement, en élargissant la base d'investisseurs dans la dette souveraine.

Cependant, cette nouvelle structure d'endettement porte des défaillances, et est potentiellement risquée, en soumettant les Etats souverains à l'emprise d'acteurs non coopératifs des marchés financiers, notamment les fonds vautours. Elle reflète les vulnérabilités des pays émergents qui peuvent les conduire à des défauts générant une nouvelle crise des dettes souveraines.

Mots clés :

Pays émergents ; marchés financiers ; obligations souveraines ; défaut ; restructuration

Abstract

This article aims to present the new sovereign debt structure of emerging countries and the new risks it has generated. It reviews the evolution of the sovereign debt landscape since the 1990s, marked by the massive use of bond financing in international financial markets by a growing number of emerging countries. This offers new financing opportunities, by expanding the base of investors in sovereign debt.

However, this new debt structure carries defaults, and is potentially risky, by subjecting sovereign states to the influence of non-cooperative actors in the financial markets, particularly vulture funds. It reflects the vulnerabilities of emerging countries that can lead them to defaults generating a new sovereign debt crisis.

Keywords :

Emerging countries ; financial markets ; sovereign bonds ; default ; restructuring

Introduction

L'économie mondiale vit sa plus grave crise financière depuis 1929, s'accompagnant d'une crise des dettes souveraines dans les pays de la zone Euro. Cette crise a renforcé les déficits publics des Etats, qui, confrontés à un choc important de la demande, ont été contraints d'augmenter leur niveau d'endettement afin de réduire les effets néfastes de la crise.

Ce nouveau contexte a remis en scène la question des dettes souveraines des pays émergents, devenues excessives. En outre, le contexte défavorable que connaît l'environnement international les expose à une éventuelle crise d'endettement. Mais, ce qui importe est non seulement la taille de la dette mais également sa composition. En effet, les caractéristiques de la dette émergente ont évolué. L'essentiel du financement de la croissance des pays et des déficits des Etats se fait via des émissions de titres financiers sur des marchés non régulés et spéculatifs. Les Etats ne sont plus au-dessus des marchés financiers, ils deviennent des acteurs parmi d'autres. Cette révolution des modes de financement a posé les bases d'une instabilité gigantesque en reliant la solvabilité des Etats à des investisseurs privés de plus en plus éloignés, volatils et capables de céder brutalement d'énormes quantités de titres.

Ces nouvelles caractéristiques sont également à l'origine des difficultés rencontrées dès qu'un Etat souverain cherche à restructurer sa dette. Le contexte de restructuration est différent de celui des années 80, où prédominaient les prêts bancaires, en raison de l'absence de collatéral, et de l'hétérogénéité des détenteurs, ce qui rend difficile leur réunion et complique l'établissement d'une position commune lors d'une restructuration du fait qu'ils ne partagent pas les mêmes intérêts.

Ce qui nous amène à poser la question suivante : **Quels sont les risques engendrés par la nouvelle configuration de la dette souveraine pour les pays émergents ?**

Pour répondre à cette question, nous allons d'abord présenter la nouvelle structure de l'endettement souverain en mettant en lumière ses avantages et ses limites. Mais aussi les risques qu'elle a engendrés, menaçant d'une nouvelle vague de crise des dettes souveraines.

1- Evolution des caractéristiques de la dette souveraine des pays émergents

Le financement de la dette souveraine dans les pays émergents a été profondément modifié, passant d'un mode de financement par prêts bancaires à un financement par émission d'obligations.

1-1- Nouveau mode d'endettement souverain à partir des années 90

Suite à la crise de la dette des années 80, le financement de la dette souveraine des pays émergents a radicalement changé et l'attrait des prêts bancaires comme moyen de financement a diminué. En effet, les banques ont réduit leurs contributions au financement de la dette souveraine conformément aux normes prudentielles internationales. Elles ont revu leurs politiques de financement des Etats souverains par des prêts syndiqués et pris des positions sur les marchés obligataires. Cette baisse s'est poursuivie dans les années 90 après la titrisation des dettes bancaires dans le cadre du plan Brady. Les pays émergents, ayant perdu une partie de leurs sources et de leurs instruments de financement, ont dû s'adapter à la nouvelle situation et trouver des sources alternatives de financement extérieur.

1-2- L'essor du marché obligataire souverain des pays émergents

Face à l'énorme liquidité des marchés de capitaux, aux faibles coûts de financement et à l'environnement économique favorable de certaines économies émergentes, ayant accumulé d'importantes réserves de change, les institutions financières internationales (IFI) n'assument plus le rôle de prêteur principal. Ce qui a permis le développement des marchés financiers et la désintermédiation bancaire. Nous avons alors assisté à l'émergence d'une dette obligataire. Ainsi, le stock des titres souverains émis sur les marchés internationaux a été multiplié par quatre entre 2010 et 2018.

Les données du tableau 1 ci-dessous concernent quelques pays émergents, à savoir les plus gros emprunteurs (Brésil, Russie, Inde, Chine, Argentine, Mexique, Indonésie, Afrique du sud), qui déclarent leurs dettes souveraines au système de déclaration des débiteurs (DRS) de la Banque Mondiale.

Tableau 1 : Proportion des titres obligataires dans le total de la dette souveraine

	2010	2012	2014	2016	2018
Total de la dette souveraine (en millions de Dollars)	320 822,5	501 907,1	639 637,4	705 422,9	120 6011
Dette obligataire souveraine (en millions de Dollars)	215 311,8	347 667,2	448 228,5	485 409,2	867 618,9
Part des obligations en %	67,11	69,27	70,08	68,81	71,94

Source : élaboré par nos propres soins sur la base des données de la Banque Mondiale (2020)

La Turquie et le Thaïlande font partis des gros emprunteurs mais ne font pas de déclarations auprès du DRS.

Le tableau 2 montre clairement que la dette obligataire constitue une part importante de la dette souveraine des pays émergents.

Tableau 2 : Proportion des titres obligataires dans le total de la dette souveraine en 2018

Pays	Encours total (En millions de dollars)	Titres obligataires (En millions de dollars)	Proportion en %
Brésil	190 143,3	41 978,5	22,08
Russie	177 149,8	53 534,3	30,22
Inde	180 507,6	73 809,0	40,89
Chine	243 454,8	138 289,1	56,80
Argentine	131 182,2	101,228,5	77,17
Mexique	295 042,5	237 163,6	80,38
Indonésie	215 147,4	151 001,3	70,19
Afrique du sud	138 289,1	70 614,6	51,06

Source : élaboré par nos propres soins sur la base des données de la Banque Mondiale (2020)

Concernant l'ensemble des pays émergents, la part des créanciers obligataires est devenue majoritaire parmi les créanciers privés. Représentant à peine 6.5% en 1980, les émissions obligataires avoisinaient les 69.24% en 2016 (Banque Mondiale, 2020). Cette flambée d'émission d'obligations a pour origine l'arrivée massive de nouveaux débiteurs sur le marché des capitaux. Le FMI indique que 23 pays avaient alors recommencé à émettre des obligations, pour la première fois depuis 2004 (Bodo, 2016, p:10-11). Ces dernières années, même pour les pays producteurs de pétrole qui n'ont jamais eu recours à la dette grâce aux Dollars encaissés, avec la chute persistante des cours, les marchés financiers sont devenus une alternative inédite, de manière à compenser la perte de revenus.

1-3- Avantages du financement par émission d'obligations souveraines

Le financement obligataire offre plusieurs opportunités aux pays emprunteurs :

- Le recours aux marchés financiers permet aux Etats de diversifier leurs modes de financement et de répondre à l'augmentation des besoins entraînés par l'accumulation de déficits budgétaires. Il constitue, une source supplémentaire de financement et une alternative aux prêts bancaires internationaux et officiels, ainsi qu'aux flux d'aide des bailleurs de fonds traditionnels. Ce qui peut réduire la dépendance vis-à-vis de leur financement. De plus, ce recours a permis aujourd'hui d'emprunter à des taux extrêmement bas, mieux qu'un recours à l'épargne des ménages .

- La sollicitation des marchés de capitaux internationaux, et l'implication des investisseurs étrangers favorisent une plus grande transparence et renforcent la discipline dans la conduite des politiques budgétaires afin de bénéficier des taux de financement les plus bas possibles. Elles ont également l'avantage de responsabiliser plus l'Etat, en évitant notamment la tentation de la planche à billets.
- L'émission d'obligations permet d'obtenir facilement des ressources à long terme pour financer des projets. Elle permet aussi de renouveler les émissions qui arrivent à échéance. En effet, l'endettement auprès des créanciers officiels souffre d'une double restriction : d'une part, il peut y avoir une lenteur administrative dans le déblocage de fonds, passant par plusieurs étapes qui peuvent s'étaler sur plusieurs mois en fonction de la capacité de négociation des autorités du pays emprunteur. Et d'autre part, il se peut que le pays emprunteur soit obligé de se conformer à une liste de conditions avant même de pouvoir encaisser les premiers déblocages de fonds, ce qui réduit considérablement sa marge de manœuvre dans la conduite des affaires publiques.
- Les limites institutionnelles du financement fiscal rendent impossible la hausse des prélèvements obligatoires. L'endettement via les marchés financiers constitue pour l'Etat une option permettant de trouver les ressources financières nécessaires à la couverture du déficit public en évitant tout risque de tensions monétaires.

Or, il semble que le financement par émissions d'obligations n'est pas sans risques. Aujourd'hui l'Etat se comporte sur les marchés financiers comme les autres acteurs, sans privilèges.

2- Les défaillances du système de financement via les obligations

L'endettement via les obligations émises sur les marchés financiers est un mode de financement risqué et propice à la spéculation, du fait de l'instabilité de ces marchés et de l'absence d'une réglementation mondiale. Ce qui est susceptible d'affecter négativement la santé financière de l'Etat débiteur, et de générer des crises plus ou moins graves.

D'un point de vue purement financier, on peut relever les difficultés pour un Etat d'attirer des prêteurs pour le financer, et de se présenter activement sur les marchés financiers.

2-1- La perte de souveraineté financière des Etats

La perte de l'indépendance des politiques macroéconomiques est une conséquence évidente d'un monde globalisé, où les Etats ont partiellement perdu leurs souverainetés nationales en raison de la mobilité des capitaux. Pour pouvoir emprunter à des taux raisonnables sur le

marché, ils doivent se plier aux désirs des investisseurs. La dette souveraine devient ainsi un moyen de la domination par les marchés : Plus un pays est endetté, plus il est dépendant des établissements de crédit et des marchés financiers internationaux, qui surveillent de près ses fondamentaux macroéconomiques puisqu'ils conditionnent sa capacité à rembourser la dette. Ce sont désormais les marchés qui déterminent ce que doit être l'orientation économique, financière, et par conséquent sociale des pays (Marc, 2018, p : 41-42).

2-2- La dette souveraine des pays émergents aux mains des spéculateurs

Dès qu'elles ont commencé à être notées par les agences de notation, les économies émergentes ont été directement classées dans la catégorie spéculative.

Le comportement moutonnier des investisseurs engendre des retournements rapides des cours qui peuvent soit éliminer soit générer de forts gains, entraînant une forte volatilité .En réalité, c'est le développement du marché des CDS¹ qui a facilité la spéculation sur les dettes souveraines, notamment celles des pays déclarés risqués. Les spéculateurs peuvent obtenir des CDS même s'ils ne détiennent pas les titres assurés, en espérant qu'il y ait effectivement défaut et qu'ils pourront ainsi toucher l'indemnisation prévue par les garanties.

En revanche, ils achètent massivement des titres de créances, et plus ils en acquièrent, plus leurs prix augmentent. Par conséquent, plus les placements apparaissent risqués, plus les taux d'intérêt exigés par les créanciers s'élèvent. Ensuite, en vendant massivement ces titres de dettes, par le mécanisme de la vente à découvert , ils font chuter leurs prix .

2-3- Les difficultés d'accès aux marchés de la dette souveraine

Un Etat peut trouver du mal pour accéder aux marchés financiers. Deux problèmes étroitement liés en sont la cause : le problème de rationnement et le problème de faible compétitivité de ses obligations souveraines.

2-3-1- Rationnement de l'Etat sur les marchés financiers

Le rationnement est la limitation de l'offre de crédit par le prêteur à l'emprunteur, même si ce dernier est disposé à payer des intérêts plus élevés . Une telle situation peut être expliquée par deux causes :

- ✓ La faiblesse du système financier domestique : Elle constitue un obstacle important pour le pays car il se trouve démuné du cadre institutionnel qui devrait lui permettre de réussir le processus d'endettement. Sans ce cadre, les prêteurs auront du mal à évaluer la qualité de son crédit. Ils exigeront alors un taux de rendement et une prime de

¹ Un CDS : Credit Default Swap, c'est un produit dérivé, un Swap de crédit utilisé comme une assurance contre le défaut de paiement d'un pays

risque élevés. Les pays dépourvus de marchés financiers de la dette, n'ont qu'à se tourner vers les bailleurs de fonds officiels.

- ✓ La discrimination de la part des prêteurs : Certains Etats se refinancent sans difficultés sur les marchés financiers tandis que d'autres font l'objet d'un traitement différencié, et ne peuvent accéder facilement au financement. Ils se trouvent contraints de proposer des taux d'intérêt très élevés pour attirer les prêteurs. A cet égard, les agences de notation jouent un rôle très important dans le classement des Etats puisqu'elles conditionnent largement les décisions des prêteurs de confier leurs épargnes à un Etat donné. Même certains Etats, ayant préalablement pénétré le marché privé de la dette souveraine, pourraient se trouver exclus de ce dernier. Il s'agit généralement des Etats qui ont fait défaut sur leurs dettes souveraines ou qui subissent des difficultés économiques majeures (cas de l'Argentine après le défaut de 2014).

2-3-2- Faible compétitivité des obligations souveraines

Depuis l'éclatement de la crise de la dette souveraine dans les années 80, l'octroi de prêt à un Etat n'est plus un investissement sans risque pour les créanciers. En effet, un pays peut se déclarer en défaut de paiement ou répudier sa dette, ce qui réduit considérablement l'incitation des créanciers à lui prêter. Par ailleurs, les obligations souveraines sont largement concurrencées par les obligations et les actions du secteur privé. Là encore on retrouve le rôle majeur des notes attribuées par les agences de notation pour influencer les décisions des prêteurs. Toutefois, certains spéculateurs non avertis au risque peuvent profiter des problèmes de crédibilité des Etats emprunteurs.

2-4- La présence active sur le marché de la dette souveraine

Certains Etats accèdent facilement au marché de la dette souveraine. Toutefois, ils ne peuvent s'endetter éternellement au risque d'être surendettés. Or, un Etat dont la dette est excessive, aura du mal à se refinancer du fait qu'il fera progressivement l'objet d'une méfiance des créanciers qui remettent en question sa capacité à honorer ses engagements. Il peut alors être victime d'anticipations auto-réalisatrices des prêteurs qui ne lui prêtent plus, pensant qu'il fera défaut. Ce qui le prive de la possibilité d'honorer effectivement ses échéances. Par conséquent, il plonge dans le cercle vicieux du surendettement.

3- Risques engendrés par la nouvelle configuration de la dette souveraine des pays émergents

Actuellement, les pays émergents sont plus vulnérables aux crises financières et à l'endettement qu'auparavant, car ils sont de plus en plus exposés à des marchés financiers internationaux complexes et largement non réglementés, ce qui complique la coordination entre les nouveaux porteurs d'obligations souveraines qui sont nombreux et diversifiés. A la différence du financement bancaire où le nombre d'interlocuteurs du pays débiteur est limité.

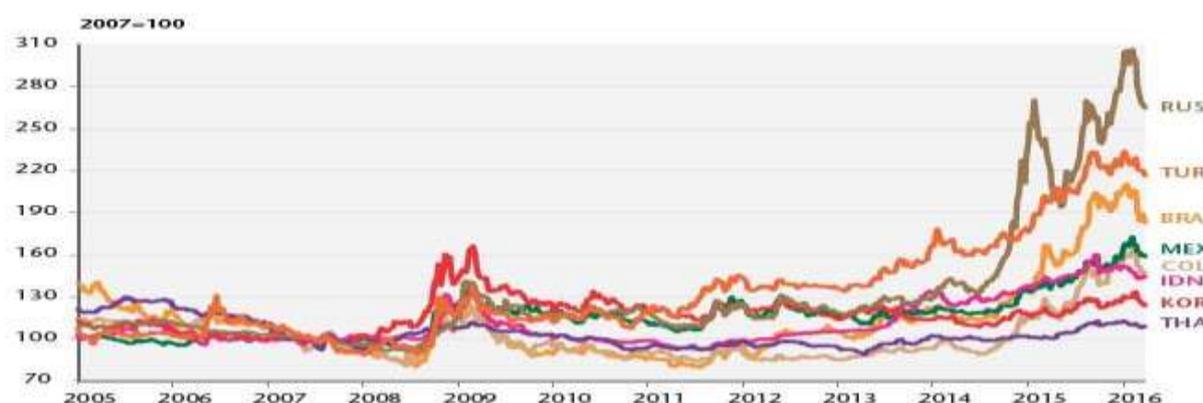
3-1- Accroissement des vulnérabilités dans les pays émergents

Le problème des pays émergents n'est pas l'endettement extérieur en soi, qui accroît leur dépendance aux fonds étrangers, mais c'est la nouvelle forme privilégiée caractérisée par un recours massif aux obligations souveraines qui a accru leurs vulnérabilités. Elle les expose à des risques de change élevés, car une grande partie de la dette est libellée en devises, et accroît le risque de retrait de capitaux.

M23-1-1- Dépréciation des monnaies émergentes face au Dollar américain

Depuis le printemps 2013, l'annonce de la FED (la Réserve fédérale des Etats-Unis) d'une sortie probable de la politique monétaire non conventionnelle a provoqué une anticipation à la hausse des taux d'intérêt, le Dollar s'est alors apprécié, et la plupart des devises émergentes se sont dépréciées . Les principaux pays touchés sont la Russie (RUS), la Turquie (TUR), le Brésil (BRA), la Colombie (COL), l'Indonésie (IDN) et le Mexique (MEX) .Ils ont connu une dépréciation sévère de leurs monnaies jusqu'à janvier 2016, comme l'indique le graphique 1.

Graphique 1 : Taux de change par rapport au Dollar



Source : Christophe , et al. ,2016. p : 249

Le Dollar étant au centre de la finance internationale, toute modification de la politique monétaire américaine, qu'elle soit effective ou anticipée, a des répercussions immédiates sur les pays émergents qui souffrent du « péché originel », définie comme étant l'obligation de

recourir au financement en monnaies fortes . Pour assurer le service de leurs dettes , ils doivent dégager sur une longue période des ressources en devises , ce qui rend plus difficile les remboursements , et alourdit davantage le poids du service de la dette . Si aux niveaux des dettes élevées s'ajoute l'appréciation du Dollar , la dépréciation des monnaies émergentes peut créer une crise de change surtout pour les pays fortement endettés en Dollars et disposant de peu de réserves de change.

3-1-2- Instabilité des flux de capitaux

Depuis le déclenchement de la crise financière en 2008, les pays émergents ont bénéficié d'afflux massifs de capitaux bon marché, en raison de la facilité des conditions de financement sur le marché international. En réponse à la crise, les principales banques centrales (en particulier la FED et la BCE) ont baissé leurs taux directeurs, et mis en œuvre des politiques monétaires très souples. Ces mesures ont visé à promouvoir le financement des Etats et des acteurs économiques à moindre coût. Or, afin d'obtenir plus de rémunération, les institutions financières des pays développés ont redistribué certains prêts aux pays émergents afin d'obtenir des rendements plus élevés. Ainsi, à partir de 2009, la liquidité mondiale a explosé, encourageant l'expansion du crédit dans ces pays.

Le problème de l'assèchement des liquidités s'est posé depuis 2014 avec le ralentissement des achats de la FED d'emprunts d'Etat, mettant progressivement un terme à la politique de taux directeurs proches de zéro, voire nulle. On a constaté :

- Une élévation des rendements américains de 1%.
- Un changement du sentiment des investisseurs à l'égard des marchés émergents.
- Un accroissement de l'inquiétude liée à la volatilité des devises face au Dollar.
- Une fuite des capitaux des marchés émergents, comme le montre le graphique 2.

Graphique 2 : Flux nets de capitaux vers les pays émergents

Source : Christophe ,et al., 2016. p : 248

Tant que les capitaux volatiles financent les dépenses des Etats, l'instabilité demeure, et avec elle, la poursuite des crises dans les pays émergents, se prononçant en défaut.

3-2- Nouvelle crise de la dette souveraine des pays émergents

Les crises de la dette souveraine étaient autrefois fréquentes dans les pays aujourd'hui développés, qui semblent avoir « monté en grade » en échappant à des accès périodiques d'insolvabilité publique. Sur les marchés émergents, toutefois, les défauts en série demeurent une maladie chronique et grave (Carmen & Kenneth ,2010. p : 3)

3-2-1- Accroissement de l'endettement souverain

En dépit du cycle ascendant dont les pays émergents ont pu profiter sur la décennie 2000 pour accumuler des réserves de liquidité, une énorme bulle de crédits de 9.1 milliards de dollars s'est installée et se maintient depuis 2008 du fait du retournement rapide de la conjoncture (Juan,2016). Cette vague d'emprunts massifs est la plus importante survenue en 50 ans et pourrait se solder par une nouvelle crise. Car selon la Banque Mondiale , la part des pays à risque de surendettement a doublé depuis 2013(Ceyla ,2019). Elle découle d'un accès au crédit qui s'est avéré aisé pour les pays émergents. En raison de leur important taux de croissance et des prix élevés de leurs principaux produits d'exportation. Ces pays se montraient solvables et ont été considérés comme une destination privilégiée par les investisseurs internationaux.

Cette bulle de crédit est en train d'éclater suite au retournement de la conjoncture économique internationale. C'est presque le même contexte qui a provoqué la crise de la dette latino-américaine dans les années quatre-vingt où on a assisté à une remontée progressive des taux pratiqués par la FED dans un contexte de ralentissement de l'économie mondiale, provoquant une aggravation du service de la dette extérieure principalement libellé en Dollars .

Généralement lorsqu'une crise financière se déclenche, elle est immédiatement suivie d'une hausse du volume d'emprunt public, comme indiqué dans le tableau 3 . Et s'il est déjà élevé , la récession est profonde et la reprise est lente .Les primes sur la dette souveraine s'envolent alors , les conditions de financement du secteur privé se détériorent et la production baisse .

Tableau 3 : Dette extérieure publique à long terme par région (en milliard de Dollars)

Régions hors revenus élevés	2010	2012	2014	2016	2018
Amérique Latine et Caraïbes	478.9	583.9	736.2	816.2	914.1
Moyen Orient et Afrique du Nord	114.4	121.3	134.3	155.8	196.3
Afrique Subsaharienne	159.9	201	250	289.5	365.5
Asie du Sud	189.1	219.3	257.7	270.8	327.4
Asie de l'Est et pacifique	309.8	390.4	452.9	497.1	626.7
PECOT	360.2	444.1	499.1	478.8	503.9
Total	1 612.3	1 960	2 330.2	2 508.2	2 933.9

Source : élaboré par nos propres soins sur la base des données de la Banque Mondiale (2020)

3-2-2- Impact de la crise économique et financière sur la dette souveraine

Les origines de la nouvelle crise de la dette souveraine sont à rechercher parmi les conséquences de la crise qui a marqué l'économie mondiale depuis 2008.

Aujourd'hui, on constate que toutes les conditions sont réunies pour prévoir une crise de la dette souveraine .A savoir :

- Les réserves de changes accumulées par les pays émergents, dans lesquelles ils puisent pour rembourser leurs dettes externes , se sont effondrées sous l'effet de la crise économique engendrant une baisse de leurs revenus d'exportations. Chose qui a alourdi et rendu plus difficile le service de leurs dettes extérieures, Comme l'indique le tableau 4 suivant :

Tableau 4 : Total des réserves étrangères (en % de la dette extérieure totale)

Régions hors revenus élevés	2010	2012	2014	2016	2018
Amérique Latine et Caraïbes	54.6	53.3	45.4	43.7	41.5
Afrique du Nord et Moyen-Orient	155.4	138.9	121.3	83.4	-
Afrique Subsaharienne	52	50.5	41.3	30.1	27
Asie de l'Est et Pacifique	271.3	216.1	174.3	162.5	127.6
Asie du Sud	76.9	58.8	59.4	66.4	59.2
PECOT	54	48.4	37.8	36.3	40.5
Moyenne des pays	110.7	94.3	79.9	70.5	-

Source : élaboré par nos propres soins sur la base des données de la Banque Mondiale (2020)

- La chute des cours des matières premières depuis 2015, et des revenus qu'ils tiraient de leurs exportations, ce qui a provoqué d'importantes difficultés financières pour une série de pays émergents dépendants d'exportations de produits pétroliers, agricoles ou miniers, étant donné qu'ils sont principalement destinées à fournir les devises étrangères indispensables pour assurer le remboursement de la dette extérieure.
- L'augmentation du coût de remboursement de la dette souveraine expliqué d'une part, par la forte augmentation depuis juillet 2008 des primes de risques payées par les pays émergents pour emprunter sur les marchés financiers internationaux et d'autre part, par l'appréciation du Dollar, monnaie avec laquelle les pays émergents remboursent la majorité de leurs dettes.
- La reprise ou la nationalisation par les Etats des dettes du secteur privé, à l'instar des pays industrialisés.
- Le réendettement massif à l'égard des institutions financières internationales, qui a encore aggravé la dépendance des pays émergents.
- Le début des échéances de remboursements des obligations souveraines émergentes dès 2021, dont une proportion est assortie de clauses contractuelles d'accélération autorisant les investisseurs qui ont acheté des titres de la dette dont l'échéance paraît relativement lointaine, à exiger un remboursement accéléré si la situation financière du pays émetteur se dégrade.
- Le nombre croissant de pays en situation de surendettement, situation particulièrement dramatique dans les pays où les indicateurs de la dette sont déjà

élevés et où il n'y a pas de tendance à l'amélioration. C'est le cas des pays suivants : Albanie, Arménie, Croatie, Ukraine , Zambie, Ghana, Mauritanie, Soudan, Zimbabwe, Brésil, Colombie, Uruguay, Nicaragua, Venezuela, Pakistan, Tunisie, Jordanie, Yémen, Liban....(Schuldenreport 2017, p.17) .

- La pénurie de crédits résultant des turbulences des places financières internationales et de la contraction de crédit qui les accompagne produisant un « sudden stop », c'est-à-dire un arrêt brutal des crédits aux pays émergents qui ont de plus en plus du mal à obtenir des crédits depuis 2014 et s'endettent moins fortement qu'autrefois. D'après les chiffres de la Banque Mondiale, les nouvelles dettes nettes contractées s'élevaient, en 2014, à 463 milliards de dollars, soit près de 100 milliards de dollars de moins qu'auparavant (Bodo, 2016. P : 9). Cet assèchement des flux de capitaux contracte l'activité économique, baisse les recettes de l'Etat et le rend incapable de refinancer sa dette existante.
- La qualité de l'univers souverain s'est dégradée . Depuis 2002, 39 nouveaux Etats sont arrivés sur le marché souverain , 33 d'entre eux sont des pays high yield et 31 sont des marchés frontières (Warren,2018 .p:2). Il s'agit de pays moins développés économiquement, dont les marchés sont trop petits pour être inclus dans la principale base de données de l'IFC (Société financière internationale), et plus restrictifs en matière d'investissements étrangers.

D'après ce qui précède , la nouvelle crise de la dette dans les pays émergents est en réalité une crise de défaut de paiement .Ils risquent de ne plus pouvoir assumer ou refinancer une dette accumulée au cours des dix dernières années et dont la charge est écrasante.

Le tableau 5 présente les pays émergents en défaut :

Tableau 5 : Liste des pays en défaut souverain depuis 2008

Années	Pays en défaut
2008	Equateur
2014	Argentine
2015	Grèce
2016	Porto-Rico, Congo
2017	Mozambique , Venezuela
2020	Liban

Source : élaboré par nos propres soins

3-3- Risques associés au défaut d'un pays sur sa dette souveraine

Théoriquement, les obligations souveraines sont considérées comme des placements sûrs. En effet, la probabilité de non paiement d'un Etat dont les finances sont stables est quasiment nulle. Cependant plusieurs défauts ont été recensés à travers les siècles.

Un Etat ne fait pas faillite mais il peut faire défaut. C'est-à-dire qu'il peut se déclarer en cessation de paiement de tout ou d'une partie des intérêts et du principal qu'il doit à ses créanciers selon les modalités fixées initialement, ce qui réduit considérablement leurs incitations à lui prêter.

La cessation de paiement est dans un premier temps une crise de liquidité, c'est-à-dire l'incapacité à honorer momentanément le service de la dette. Elle peut se transformer en défaut lorsque l'Etat ne peut pas trouver des solutions de financement alternatives.

La littérature académique et empirique met en avant un certain nombre de coûts qui devraient dissuader l'Etat débiteur de se retrouver dans une situation de défaut. C'est l'existence même de ces coûts associés au défaut souverain qui rend possible l'endettement. Si rien n'obligeait les Etats à rembourser leurs dettes, les agents ne seraient pas incités à leur prêter. Si, par contre, il est coûteux de faire défaut, ils sont incités à assurer le service de leur dette.

En outre, la nouvelle structure de la dette souveraine émergente a profondément modifié la nature des coûts potentiels du défaut souverain pour l'emprunteur .

3-3-1- Les sanctions directes appliquées à l'emprunteur souverain en défaut

La littérature retient généralement deux types de sanctions en direction des pays en défaut : les pressions et les sanctions légales.

✓ Les pressions politiques ou militaires

Au dix-neuvième siècle et début du vingtième siècle, les pays qui manquaient à leurs obligations faisaient face à des sanctions politiques et même militaires de la part des pays créanciers : il s'agit de la politique de la canonnière. Tel était le cas de la Grande Bretagne qui a envahi l'Egypte en 1882 et Istanbul en 1976 suite à leur non remboursement de dettes, ou le cas de l'occupation américaine de Haïti en 1915 expliquée par la nécessité de recouvrer une créance. A l'époque moderne, l'idée de recourir à la politique de la canonnière pour recouvrer ses créances semble excessive...L'analyse coûts/bénéfices suffit à dissuader les Etats de supporter des risques et des dépenses aussi énormes... (Carme & Kenneth, 2010 .p :75).

En plus, ce type de sanctions semble actuellement difficilement envisageable et applicable aux pays défaillants, du fait de l'hétérogénéité des créanciers qui détiennent les dettes souveraines et de la prépondérance des créanciers privés, difficilement coordonnables.

✓ **Les sanctions légales**

A l'origine, l'Etat est protégé par l'immunité souveraine. En cas de défaut, ses avoirs ne peuvent pas être saisis, contrairement à une entreprise. Cependant, au fil du temps, le concept d'immunité souveraine a changé, ouvrant la voie aux créanciers de poursuivre l'Etat débiteur devant les tribunaux (On peut citer l'exemple de la bataille judiciaire qui a opposé durant quatre ans le fonds vautour Elliot Associates L.P. et le Pérou).

Les sanctions légales peuvent aussi prendre la forme de gel et de dépossession des avoirs détenus à l'étranger par le pays débiteur en défaut (on peut citer l'exemple des mines Chiliennes de cuivre saisies par le gouvernement américain en 1977).

A côté des sanctions politiques et des sanctions légales, on peut ajouter l'embargo sur le commerce extérieur.

3-3-2- La détérioration de la réputation de l'emprunteur souverain

Un Etat qui ne rembourse pas sa dette subit des coûts en termes de réputation qui peuvent aller d'une augmentation du coût d'emprunt extérieur à l'exclusion immédiate des marchés internationaux de capitaux. La conséquence n'est pas la disparition de l'Etat, mais la grande difficulté à trouver rapidement auprès de qui emprunter pour financer ses dépenses, notamment à court terme. Il perd sa réputation, sa crédibilité, et, même en promettant de rembourser cette fois à un taux plus élevé (Bruno, 2016. p :185)

✓ **La perte d'accès aux marchés financiers et le risque de répudiation**

Comme l'absence de défaut souverain ne garantit pas à un pays l'accès au marché international des capitaux, un défaut n'est pas nécessairement associé à une perte d'accès à ce marché. Toutefois dans certains cas, cet accès devient effectivement plus difficile. Généralement, il ne redevient aisé qu'après qu'un accord de restructuration ait été trouvé et que le pays assure de nouveau le service de sa dette. Si les négociations sur cet accord ne sont pas trop longues, les conditions du retour du pays sur les marchés financiers peuvent s'avérer moins pénalisantes. Mais dans la mesure où un tel accord peut mettre des années à être conclu, l'isolation financière peut nuire très longtemps au pays débiteur.

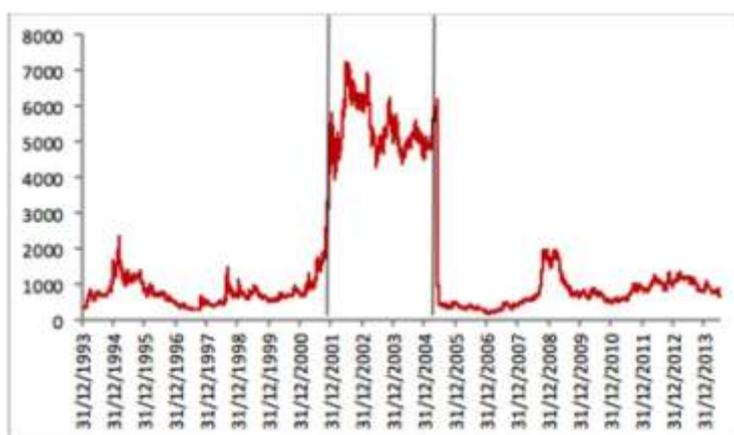
Notons que l'accès au financement extérieur ne dépend pas uniquement de l'historique des défauts du pays, mais aussi de sa situation extérieure au moment du défaut et de sa performance macroéconomique interne. En conséquence, la perte définitive d'accès au financement extérieur est provisoire et à relativiser.

On conclut que les pays en défaut ne sont pas exclus définitivement des marchés internationaux de capitaux, mais ils peuvent être sanctionnés par l'accroissement des coûts de financement extérieur.

✓ L'augmentation du coût de l'emprunt extérieur

L'effet de réputation suscite un renchérissement du coût de l'emprunt. Le pays qui fait défaut sur sa dette doit supporter des taux d'emprunt plus élevés que les bons emprunteurs. En effet, sa notation de crédit chute immédiatement et les primes de risque souverain augmentent. Des effets durables en termes d'isolation financière et de récession économique consécutive apparaissent. Le cas de l'Argentine illustre bien ce phénomène. Le graphique 3 ci-dessous présente l'évolution du spread entre le rendement des emprunts souverains émis par l'Argentine et le rendement d'un actif sans risque (traditionnellement un actif américain). Il mesure donc le rendement supplémentaire exigé par les investisseurs internationaux par rapport à l'actif sans risque pour détenir des titres argentins.

Graphique 3 : Evolution du spread EMBI de l'Argentine entre 1993 et 2014 en points de base



Source : Jean-Pierre , 2015.p :20

Le graphique montre que lorsque le défaut s'est produit fin décembre 2001 en Argentine, sa prime de risque a brutalement augmenté. Elle est restée élevée jusqu'à la conclusion d'un accord de restructuration en juin 2005. Ce qui a permis à l'Argentine de s'endetter sur les marchés internationaux à des taux d'intérêt plus bas. Pour toutes ces raisons, tout Etat

cherche à éviter la situation de défaut souverain afin de préserver l'accès futur aux marchés internationaux de capitaux. En effet, être confronté à un rationnement sur ces marchés peut être coûteux car cela empêche l'économie concernée de pouvoir emprunter pour faire face à des contractions temporaires de ses revenus.

A côté des sanctions traditionnelles qui émanent de l'extérieur, le défaut engendre au niveau interne une contraction de l'activité, pénalisant la croissance économique.

3-3-3- Les conséquences économiques

Le défaut d'un Etat sur sa dette souveraine a de nombreuses conséquences économiques :

- ✓ La baisse des échanges avec l'extérieur : le défaut nuit au commerce international du pays débiteur. Les échanges entre ce dernier et le pays de résidence des créanciers diminueraient, ce qui amplifie ses difficultés financières en réduisant les recettes en devises tirées des exportations.
- ✓ La hausse du taux d'emprunts sur les marchés secondaires et nécessairement du poids en matière de la charge de la dette.
- ✓ Le reflux massif des capitaux à l'extérieur du pays.
- ✓ La hausse de l'inflation.
- ✓ La faiblesse de la croissance économique : le défaut entraîne une baisse du Produit Intérieur Brut. Cette situation est due à la perte de confiance des investisseurs, à la difficulté de négocier rapidement avec les créanciers et à l'impossibilité de trouver de nouveaux financements .
- ✓ Les turbulences bancaires : avec l'exclusion des marchés financiers, l'Etat perd sa marge de manœuvre pour recapitaliser les banques. Les résidents sont alors susceptibles de perdre confiance envers sa monnaie.
- ✓ Les paniques bancaires : puisque les banques détiennent des titres publics dans leurs portefeuilles, un défaut souverain affaiblit leurs bilans .Ce qui est susceptible de générer un effondrement du crédit.
- ✓ L'incapacité pour l'Etat à faire fonctionner l'ensemble de ses services publics.

Toutes ces répercussions du défaut se traduisent finalement par des coûts politiques. A savoir la réduction de la durée des dirigeants au pouvoir du pays débiteur.

3-3-4- Les coûts en termes d'instabilité politique

Un défaut de paiement entraîne nécessairement des coûts pour le gouvernement du pays débiteur, ce qui explique sa propension à le retarder, même lorsque celui-ci apparaît

inévitables, sous crainte de perdre sa légitimité politique qui peut se traduire par la non reconduction de son mandat.

Au final, chaque coût a un impact négatif sur la croissance du pays. De ce fait, lorsque plusieurs coûts sont simultanément présents, la récession peut être violente. Pour ses raisons, un Etat fait rarement défaut sur le montant total de sa dette. Au lieu de cela, il entre souvent dans une phase de négociations avec ses créanciers pour parvenir à un accord sur le rééchelonnement ou la réduction de la dette, ce qu'on appelle « la restructuration » .

3-4- Les marchés financiers, baromètres du risque souverain

La dette souveraine fait l'objet d'une notation par les agences de notation qui évaluent la qualité de son émetteur , afin de garantir aux prêteurs ses capacités de remboursement.

Toutefois, si la probabilité de défaut est évaluée par les agences de notation, aucune indication sur la perte en cas de défaut n'est donnée.

3-4-1- La pression des agences de notation

Les dettes souveraines font l'objet de notations attribuées par les agences de notation.

➤ Importance de la notation souveraine

La notation d'un crédit souverain détermine les conditions avec lesquelles un Etat emprunte sur les marchés des capitaux internationaux : Si la note attribuée est faible, le souverain est contraint de relever son taux d'intérêt pour attirer les prêteurs. Pour les investisseurs, la sécurité de l'obligation acquise se fonde sur la qualité de l'Etat émetteur : plus sa notation est élevée, plus son risque de défaut est faible. Dans le cas contraire, ils exigent une rémunération plus importante en compensation du risque encouru. Ainsi, la note attribuée par les agences de notation, reflétant la solvabilité de l'emprunteur, a des répercussions immédiates sur les marchés financiers. Elle exerce même de fortes pressions sur l'Etat pour le pousser à mettre en œuvre les mesures souhaitées par les marchés sous risque que les prévisions associées à ces notes se réalisent. En réalité, l'évaluation financière n'est pas neutre, elle affecte le titre évalué et constitue un baromètre pour les spéculateurs.

Il convient également de préciser que des grandes banques et des fonds spéculatifs sont à la fois actionnaires et clients des agences de notation. Ce qui engendre d'immenses conflits d'intérêts, incompatibles tant avec un fonctionnement performant des marchés financiers qu'avec les principes même d'une économie libérale. Cette situation questionne l'objectivité et le sérieux de ces systèmes de notation (Marc ,2018.p :96)

➤ **Notation souveraine des pays émergents**

Les notations des dettes souveraines de nombreux pays émergents ont été abaissées depuis 2010 , Comme le montre le tableau 6 ci-dessous, les rendant plus vulnérables à la moindre hausse des taux d'intérêt ou à une crise de confiance des investisseurs.

Tableau 6 : Notation de quelques pays émergents en 2020

Pays	Notes attribuées par		
	Moody's	Standard & Poor's	Fitch
Brésil	Ba2	BB-	BB-
Russie	Baa3	BBB-	BBB
Inde	Baa2	BBB-	BBB-
Chine	A1	A+	A+
Afrique du sud	Ba1	BB-	BB
Argentine	Ca	SD (En défaut)	C
Venezuela	C	B-	SD (En défaut)
Indonésie	Baa2	BBB	BBB
Thaïlande	Baa1	BBB+	BBB+
Singapour	Aaa	AAA	AAA
Mexique	Baa1	BBB	BBB-
Equateur	Caa3	SD (En défaut)	SD (En défaut)
Grèce	B1	BB-	BB
Turquie	B1	B+	BB-
Colombie	Baa2	BBB-	BBB-
Uruguay	Baa2	BBB	BBB-

Source : Notation de la dette souveraine 2020

Selon le barème des notes (voir annexe) , les émetteurs émergents de dettes souveraines appartiennent en grande partie aux catégories : moyenne inférieure, spéculative ou hautement spéculative. Ils sont contraints donc de proposer des rendements supérieurs à la moyenne.

Cette situation s'explique à la fois par la détérioration des fondamentaux et par les nouvelles émissions souveraines de pays mal notés, et depuis 2014 par la volatilité des cours du pétrole qui est un autre facteur de risque exogène pour un bon nombre de pays émergents producteurs, mais aussi pour les pays importateurs. Au-delà de ces facteurs, la dépréciation des devises émergentes contre le Dollar affecte également la notation souveraine par le biais de la détérioration du PIB par tête et du renchérissement du coût de la dette contractée en devises, détériorant l'état des finances publiques. C'est ainsi qu'historiquement, un Dollar fort est associé à des dégradations de notations souveraines dans les pays émergents.

En revanche, depuis le début de la crise financière, le rôle joué par les agences de notation est mis en question, tout particulièrement par les dirigeants des gouvernements émergents endettés qui les accusent de favoriser la spéculation financière et de conduire les pays vers la

faillite à travers des évaluations injustement défavorables. L'Inde par exemple s'en plaint régulièrement. Malgré un taux de croissance qui dépasse les 7 % depuis deux ans, S&P et Moody's – les deux poids lourds du secteur – lui attribuent la note la plus basse en catégorie d'investissement BBB– (Marie de Vergès, 2016).

Pour battre le monopole de l'Occident et des Etats-Unis sur le marché de la notation, et à l'instar de la Nouvelle Banque de Développement (NDB) lancée en 2015, les BRICS² ont réclamé en octobre 2016 en sommet à Benaulim, sur la côte ouest de l'Inde leur agence de notation. Pour ces puissances émergentes, la création d'une telle agence permettrait de consolider l'architecture financière mondiale.

Reste à préciser que la note attribuée par les agences de notation est un paramètre principal de valorisation d'un CDS souverain.

3-4-2- Evaluation du risque souverain par les marchés financiers

Face aux limites inhérentes à la modélisation du risque souverain, les investisseurs ont tendance de manière croissante à s'appuyer sur les prix du marché pour évaluer ce risque.

Pour ce faire, ils observent deux prix :

- Le prix du marché de l'instrument sous-jacent appelé « spread » qui mesure l'écart de taux de l'emprunt souverain considéré par rapport à un titre considéré sans risque.
Le « spread » est donc une mesure du risque souverain perçu par les marchés. Il tend à s'accroître avec la détérioration (effective ou anticipée) des fondamentaux dans les économies émettrices des emprunts .
- Le prix du marché du contrat dérivé portant sur le défaut de l'emprunteur considéré, appelé « CDS » qui constitue ou une assurance contre le risque de défaut souverain.

La prime ou le montant que l'acheteur doit verser au vendeur de CDS varie sur les marchés financiers en fonction de l'offre et de la demande .Plus la situation du pays se dégrade, plus sa valeur augmente. Lors d'un défaut, une enchère est organisée afin de déterminer la valeur résiduelle du sous-jacent. Le détenteur d'un CDS peut alors soit vendre le sous-jacent à sa valeur nominale au vendeur du CDS (« règlement physique »), soit obtenir de ce dernier le paiement de la différence entre la valeur nominale et la valeur résiduelle du sous-jacent (« règlement en cash »)(Philippe, 2012).

Les CDS peuvent être achetés, vendus ou revendus librement sans que l'acheteur soit nécessairement exposé au risque couvert par le CDS c'est-à-dire même s'il ne détient pas

²Les BRICS : Brésil, Russie, Inde, Chine, Afrique du sud

vraiment le sous-jacent. Il s'agit d'une vente à découvert. De ce fait, les marchés de CDS, à l'instar des agences de notation, ont également contribué à un comportement financier hautement spéculatif qui amplifie les fluctuations des prix des actifs financiers.

Le mécanisme de la vente à découvert est le suivant :

- Le trader contracte un CDS d'une obligation souveraine (actif sous-jacent) qu'il ne possède pas.
- Il emprunte l'obligation (contre rémunération) pour réaliser l'opération de vente simultanément, en pensant que son prix va chuter.
- Il rachète l'obligation à un prix inférieur et la rend au prêteur.

La vente à découvert pousse le prix de l'obligation souveraine à la baisse ; ce qui, à son tour, augmente le risque de défaut de paiement du pays émetteur, tel que perçu par le marché des CDS. Du coup, la valeur des CDS sur les obligations augmente. Ces pratiques peuvent mener à des résultats négatifs auto-réalisateurs. Les marchés provoquent ainsi les conditions qu'ils anticipent, poussant davantage à la baisse le prix de l'actif sous-jacent. Il ne s'agit plus d'une assurance, mais plutôt bien d'une pure spéculation à la baisse sur le cours d'un titre.

3-5- Difficultés liées aux processus de restructuration de la dette souveraine

Le défaut souverain n'est pas un phénomène nouveau, mais les résolutions diffèrent d'une période à l'autre. La gestion des crises de dette souveraine du dix-neuvième siècle impliquait un marchandage direct entre le débiteur souverain et ses créanciers. Celles des pays latino-américains opposaient les Etats en défaut à un pool de banques commerciales, sous l'égide du secteur officiel. Aujourd'hui, les nouvelles caractéristiques de la dette souveraine ont compliqué les opérations de restructuration.

3-5-1- Le problème de coordination entre les créanciers obligataires

Les problèmes de restructuration commencent dès le début de la procédure, lors de l'identification et de la représentation des porteurs d'obligations. Car les pays en défaut se trouvent face à une multitude de créanciers, aux intérêts divers, géographiquement éloignés les uns des autres, et donc qu'il est difficile de réunir autour d'une même table.

A cela s'ajoute l'absence d'un mode de représentation pouvant offrir un cadre propice à la négociation, et d'un organisme permanent destiné à coordonner les négociations avec les porteurs d'obligations, comme pour les créanciers publics bilatéraux qui se groupent au sein du Club de Paris et les créanciers bancaires privés, via le Club de Londres. Ce qui rend la négociation avec le pays débiteur particulièrement difficile et pose des problèmes de

coordination entre créanciers. En réalité, l'imperfection la plus fondamentale dans les marchés de capitaux internationaux est l'absence d'un cadre juridique supranational destiné à faire respecter les contrats au-delà des frontières (Carmen & Kenneth , 2010 . p :73).

Pire encore , un groupe d'investisseurs appelés « fonds vautours » est apparu, profitant de l'absence de règles et de mesures internationales pour spéculer sur les obligations émises par des Etats en crise, en intentant des procédures en justice qui leur permettraient d'obtenir des bénéfices exorbitants. En agissant ainsi, ces acteurs non coopérants rendent la restructuration de la dette encore plus difficile, nuisent aux intérêts des autres créanciers et compromettent les perspectives de reprise économique des pays endettés.

3-5-2- Les fonds vautours et la dette souveraine

Il s'agit de fonds d'investissement spéculatifs privés, pour la plupart implantés dans les paradis fiscaux, dont la stratégie d'enrichissement consiste à profiter de la conjoncture économique difficile de certains pays débiteurs. Leurs actions se décomposent en trois temps :

- Identifier un pays surendetté, en défaut ou proche du défaut de paiement sur les marchés secondaires, afin de pouvoir racheter des titres de sa dette à bas prix, et dont le propriétaire cherche à se débarrasser.
- Attendre que la situation économique du pays débiteur s'améliore ou qu'il bénéficie d'un allègement ou d'une annulation de sa dette par les créanciers du secteur officiel, pour le poursuivre en justice et exiger le remboursement de l'intégralité de la valeur nominale des titres de sa dette pourtant acquise à bas coût. Tout en refusant de participer au processus de restructuration de la dette de l'émetteur.
- Lorsqu'ils obtiennent une décision favorable d'un tribunal, ils engagent des saisies sur les biens et les actifs que leur débiteur détient à l'étranger et obligent les tiers, débiteurs de l'Etat concerné, à leur payer directement ce qu'ils doivent à cet Etat.

Les pratiques déloyales qu'ils tentent contre les pays fortement endettés leur ont permis d'enregistrer d'énormes profits (représentant la différence entre le prix d'achat de la dette et le montant finalement remboursé), au détriment des droits fondamentaux des populations et de leur bien-être. C'est ainsi qu'à travers les jugements en leur faveur, ils ont mis la main sur plus de 2 milliards de Dollars en exigeant des taux de recouvrement représentant en moyenne 3 à 20 fois la valeur de l'investissement initial , ce qui équivaut à des rendements de 300 % à 2000 % (Groupe de la Banque Africaine de Développement)

Les pays africains en sont les principales cibles, avec huit nouveaux procès par an en moyenne. Toutefois, les pays émergents ne sont pas l'unique cible de ces fonds ; Suite à l'allègement de la dette de la Grèce en 2011, des fonds vautours ont refusé de participer à l'opération et exigé d'être remboursés intégralement – notamment le fonds Dart Management enregistré aux Iles Caïmans et dirigé par Kenneth Daar (Arnaud ,2016)

Dès les années 90, plus d'une vingtaine d'Etats parmi les plus endettés de la planète ont fait les victimes de ces stratégies : en Amérique latine (Argentine, Nicaragua, Honduras, Pérou), en Afrique (Angola, Cameroun, Sierra Leone, Éthiopie, Liberia, Madagascar, Mozambique, Niger, Zambie , Côte d'Ivoire, Burkina Faso , Tanzanie , République du Congo, Ouganda.....). Depuis 2007, le phénomène se développe à l'encontre des pays d'Europe du Sud (Grèce, Espagne, Portugal) (Eric ,et al. ,2015. p :1)

Notons que l'affaire des fonds vautours et l'Argentine en 2001, et récemment en 2014 est un cas d'école. Leur victoire sur l'Argentine les a placés en position de force.

3-6- Implications managériales

Sur le plan managérial, cette recherche vise à sensibiliser la communauté internationale à la nécessité de réfléchir à des solutions plus efficaces de règlement des dettes souveraines en instaurant un cadre de restructuration adéquat avec la nouvelle configuration. La prochaine vague de crises que connaîtront les pays émergents sera encore plus compliquée à gérer et à résoudre que la précédente.

Conclusion

L'objectif de notre communication est de montrer qu'au fil du temps, les pays émergents ont vu leur dette changer de composition et évoluer vers un modèle de financement par les marchés financiers potentiellement risqué. Ce qui génère une menace d'un défaut souverain.

La nouvelle structure de la dette souveraine a ainsi soulevé de nouvelles problématiques liées à sa gestion, spécifiquement en cas de restructuration.

Les coûts ou risques induits par le défaut sont d'autant plus sévères qu'il n'existe à l'heure actuelle aucun régime de faillite pour les débiteurs souverains, ni un cadre formel pour gérer et résoudre les crises de dettes souveraines. L'émergence de fonds vautours encore plus agressifs ne facilitera pas les futures restructurations d'obligations, qui dépendent d'une participation volontaire des créanciers. Si aucune réforme ne voit le jour, la prochaine crise de dette que connaîtront les pays émergents sera encore plus compliquée à gérer et à résoudre.

Toutefois , une principale limite de notre recherche est liée à l'hétérogénéité des pays émergents. En réalité, ils ne sont pas touchés par la crise financière de la même ampleur.

Pour ce qui est des perspectives de recherche, la mise en évidence des risques liés à la recrudescence des crises de dettes souveraines conduit à plusieurs voies pertinentes :

- La question de la régulation des flux internationaux de capitaux, afin de pouvoir gérer leurs conséquences déstabilisatrices.
- Le débat sur les produits alternatifs de la finance islamique qui a fait preuve, ces dernières décennies, d'une évolution spectaculaire suite aux successions multiples des crises financières liées aux échecs du système financier conventionnel. Comme l'a déclaré Christine Lagarde directrice générale du Fonds monétaire international (FMI) : «La finance islamique peut en principe devenir un facteur de stabilité financière car le partage du risque réduit le ratio d'endettement et les échanges sont adossés à des actifs tangibles donc entièrement garantis». (Dinar & Joudar,2020.p :264)
- L'absence d'un mécanisme de résolution des crises de la dette , principal « trou » dans l'architecture financière internationale, n'a pas encore été comblé. Ces dernières années, la nécessité de réfléchir à des solutions plus efficaces de règlement des dettes souveraines est devenue de plus en plus évidente pour la communauté internationale.

Sans négliger finalement l'éventuelle explosion des dettes souveraines suite à la crise sanitaire du Covid-19.

BIBLIOGRAPHIE

- Arnaud, Z. (2016).Couper les ailes aux fonds vautours . CATDM
- Banque Mondiale (2020). Statistiques sur la dette internationale .Tiré du site web : <http://datatopics.worldbank.org/debt/ids/regionanalytical/LAC>, consulté le 12 /5/2020
- Bodo , E .(2016) .La nature évolutive de la dette des pays en développement et solutions pour le changement . Un document d'analyse Eurodad
- Bruno ,T.(2016).Dette publique : sortir du catastrophisme. Raisons d'Agir
- Carmen ,R & Kenneth ,R.(2010).Cette fois ,c'est différent : Huit siècles de folie financière. Pearson
- Ceyla ,P .(2019).Concilier dette et développement : les vertus de la prudence et de la transparence. Tiré du site web : <https://blogs.worldbank.org/fr/voices/concilier-dette-et-developpement-les-vertus-de-la-prudence-et-de-la-transparence>, consulté le

30/5/2020

- Christophe ,et al .(2016). L'impact du découplage des politiques monétaires de la BCE et de la Fed sur la zone euro et les pays émergents. Revue de l'OFCE, n°147
- Dinar,B & Joudar,F. (2020) .L'imposition des produits islamiques : Un enjeu majeur . Revue Internationale des Sciences de Gestion ISG .Numéro 6 / Volume 3 : numéro 1. pp : 263 – 284
- Eric ,T et al (2015). les chiffres de la dette . CATDM
- Groupe de la Banque Africaine de Développement : Fonds vautours et dette souveraine .Tiré du site web :<https://www.afdb.org/fr/topics-and-sectors/initiatives-partnerships/african-legal-support-facility/vulture-funds-in-the-sovereign-debt-context>
- Jean-Pierre ,A.(2015). Quelles sont les causes et les conséquences d'un défaut sur la dette publique ? Cairn info. Dans Regards croisés sur l'économie , n°17
- Jérôme ,M. (2013). Comment fonctionnent les agences de notation .Les Echos Investir. Tiré du site web :<https://investir.lesechos.fr/dossiers/les-metiers-de-la-bourse/comment-fonctionnent-les-agences-de-notation-347116.php>, consulté le 20/5/2020
- Juan, C.(2016). Pays « émergents » : nouvelle crise de la dette comme en 1980 ou crise asiatique étendue ?Tiré du site web : <https://www.revolutionpermanente.fr/Pays-emergents-nouvelle-crise-de-la-dette-comme-en-1980-ou-crise-asiatique-etendue>, consulté le 20/5/2020
- Marc , C. (2018). La crise permanente. Edition Quanto
- Marie de Vergès.(2016). Les BRICS réclament leur agence de notation. LE MONDE. Tiré du site web :https://www.lemonde.fr/economie-mondiale/article/2016/10/17/les-brics-reclament-leur-agence-de-notation_5014710_1656941.html, consulté le 17/05/2020
- Notation de la dette souveraine 2020.Tiré du site web : <https://fr.countryeconomy.com/gouvernement/ratings> , consulté le 22/5/2020
- Philippe , H.(2012).La dette souveraine est-elle assurable ? Dans CHEA (Council for Higher Education Accreditation)
- Schuldenreport 2017. ENTWICKLUNG, BRAUCHT ENTSCULDUNG – JETZT
- Warren ,H.(2018). Dette émergente en devise forte – la bonne allocation ? VIEWPOINT.

ANNEXE

Le barème des notes des agences de notation

Moody's	Standard & Poor's	Fitch	
Aaa	AAA	AAA	« Prime » .Sécurité Optimale
Aa1	AA+	AA+	Qualité haute
Aa2	AA	AA	Le risque est quasi nul
Aa2	AA-	AA-	
A1	A+	A+	Qualité moyenne
A2	A	A	
A3	A-	A-	
Baa1	BBB+	BBB+	Qualité moyenne inférieure
Baa2	BBB	BBB	
Baa3	BBB-	BBB-	
Ba1	BB+	BB+	Spéculatif
Ba2	BB	BB	A partir de ces notes ,l'affaire commence à être spéculative
Ba3	BB-	BB-	
B1	B+	B+	Hautement spéculatif
B2	B	B	
B3	B-	B-	
Caa	CCC+	CCC	Risque substantiel, .Ne pourra respecter ses engagements que dans des conditions économiques favorables
Ca	CCC		Extrêmement spéculatif
C	CCC-		En retard de paiement , peut être en défaut
/	D	DDD	En défaut

Source : Jérôme, 2013