

NNT : 2016SACLE039

**THESE DE DOCTORAT**

**DE**

**L'UNIVERSITE PARIS-SACLAY**

**PREPAREE A**

**L'UNIVERSITE D'ÉVRY VAL-D'ESSONNE**

**ECOLE DOCTORALE N°578 SHS**  
**Sciences de l'homme et de la société**  
**Sciences de gestion**

**Par**

**Mme Isseu DIOP**

**Impact des évènements de crédit sur le risque pays : une étude empirique  
des pays émergents**

**Thèse présentée et soutenue à Evry, le 20 Octobre 2016**

**Composition du Jury :**

Monsieur Eric Paget-Blanc  
Monsieur Bachir Wade  
Monsieur Constantin Mellios  
Monsieur Thierry Côme  
Madame Liliane Mitkova

Professeur, Université d'Evry-Val-d'Essonne  
Professeur, Université de Cheikh Anta Diop  
Professeur, Université de Paris 1 Panthéon-Sorbonne  
Maitre de conférences, Université de Reims Champagne-Ardenne  
Professeure, Université Paris-Est Marne-La-Vallée

Directeur de thèse  
Président du jury  
Rapporteur  
Rapporteur  
Examinatrice



L'Université n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans cette thèse. Ces opinions doivent être considérées comme propres à leur auteur.

Copyright © 2016 Isseu Diop

## Remerciements

Je rends grâce à Allah, car l'Éternel a toujours su guider mes pas et mes pensées, en m'accordant la santé, en m'insufflant la volonté et en bénissant mes aspirations.

La rédaction d'une thèse de doctorat est loin d'être un travail solitaire. Cette recherche a été l'aboutissement d'un long processus impliquant l'apprentissage, la réflexion, le partage et le soutien de nombreuses personnes. Ces dernières, de par leur générosité et la manifestation de leurs intérêts, ont contribué à la richesse de ce travail doctoral.

En premier lieu, je tiens à remercier mon directeur de thèse, monsieur Éric Paget-Blanc, pour son encadrement, ses judicieux conseils et sa disponibilité. Son exigence et son professionnalisme ont significativement influencé la qualité du travail de recherche. J'ai été particulièrement sensible à ses encouragements et ses qualités humaines d'écoute manifestés à divers stades de ce long travail de recherche.

Je souhaiterais exprimer ma gratitude à monsieur Constantin Mellios et monsieur Thierry Côme qui m'ont fait l'honneur de participer à mon jury de thèse en acceptant la lourde tâche de rapporteurs. Je remercie également Monsieur Bachir Wade d'avoir accepté de présider le jury de soutenance.

Je sais infiniment gré à monsieur Babacar Sène d'avoir su m'intégrer à la Faculté des sciences économiques et de gestion (FASEG) de l'Université de Cheikh Anta Diop, de s'être rendu disponible pour la pré-soutenance, et surtout, pour ses précieux conseils, sa disponibilité et ses maints encouragements lors de la rédaction de la thèse. Je suis également particulièrement reconnaissante à monsieur Alé Nar Diop, pour son encadrement pointu et ses enseignements des différentes méthodologies économétriques. Ses orientations ont significativement relevées la qualité de mes travaux empiriques. Enfin, j'exprime ma gratitude à mes chers collègues de recherche et acolytes, messieurs Seydou Nourou Ndiaye et Ndolane Sène, tous les deux doctorants à la FASEG. Votre accueil, vos sourires chaleureux, vos plaisanteries et vos encouragements m'ont permis de progresser dans une ambiance baignée de gaieté et franche camaraderie.

Je dédie spécialement cette thèse à mon mari, monsieur Thierno Sakho. Le travail de recherche nécessite de multiples sacrifices sur le plan privé, particulièrement lorsqu'on est parent de deux enfants. Partenaire de vie extraordinaire, merci d'avoir su m'épauler tout au long de ces années de labeur, de m'avoir encouragé après de longues nuits de veille et d'avoir accepté l'exigence de mes horaires, à cheval entre le travail, la vie de famille et les études.

A l'issue de la soutenance de cette thèse, je souhaite présenter ce manuscrit à mes deux filles, Rokhaya Marie Raïssa Sakho et Sokhna Sakina Sakho, afin de leur démontrer l'importance de la poursuite des études académiques et les fruits de l'abnégation et du sacrifice permettant les réussites universitaire et professionnelle.

Sur cette note, j'en profite pour exprimer ma profonde gratitude envers mes parents, monsieur Amadou Diop et madame Sagar Ndiaye Diop, pour lesquels l'obtention de ce diplôme par leur fille aînée revêt d'une importance significative. J'ai une pensée particulière pour mon père qui n'a jamais lésiné sur maints sacrifices pour le bonheur ses enfants. J'ai eu la chance d'avoir été entourée par leur amour indéfectible, leurs encouragements, leurs judicieux conseils et leurs soutiens de mes choix et décisions, et leur inaltérable confiance en mes capacités.

Enfin, je conclus en remerciant particulièrement madame Sokhna Ndiaye, ma tante, ma meilleure amie, ma partenaire, mon modèle, mon alter ego. Ses conseils avisés, ses réflexions, son caractère motivant et son sens éthique continuent à m'aiguiller en me tirant vers les plus hauts cieux. *Sky is not the limit as there are footprints on the moon!*

Dieureudieuf...



# Sommaire

<b>INTRODUCTION GENERALE</b>	<b>1</b>
I. Contexte de la recherche	2
II. Problématique de recherche	3
III. Pertinence du sujet de recherche	6
IV. Contributions à la recherche	9
V. Structure de la thèse	10
<b>PARTIE I : FORMULATION D'UN CADRE THÉORIQUE DE GESTION DE LA DETTE SOUVERAINE DE NOS JOURS</b>	<b>12</b>
Introduction de la première partie	13
<b>CHAPITRE 1 : PRÉSENTATION DES NOUVEAUX DÉFIS DE GESTION DE LA DETTE SOUVERAINE</b>	<b>15</b>
1.1 Introduction	15
1.2 Crises et faits saillants liés à la gestion de la dette souveraine de nos jours	16
1.3 Fondements clés de la dette souveraine.	20
1.4 Caractéristiques clés de la dette souveraine	26
1.5 Défis de soutenabilité de la dette souveraine	31
1.6 Déficit (ou surplus) budgétaire et endettement souverain.	35
1.7 Analyse de l'impact des crises sur la dette souveraine	36
1.8 Conclusion	40
<b>CHAPITRE 2 : DU DÉFAUT SOUVERAIN À LA RESTRUCTURATION DE DETTE</b>	<b>42</b>
2.1 Introduction	42
2.2 Faits stylisés sur les récents cas de défauts et restructurations de dette souveraine	43
2.3 Distinction entre défaut souverain et restructuration de dette souveraine	46
2.4 Historique et répartition des épisodes de défauts souverains dans le temps	53
2.5 Évolution des restructurations de dette souveraine	55
2.6 Facteurs à la source et caractéristiques des défauts et restructurations de dette	57
2.7 Interventions des organisations internationales lors des processus de restructuration de dette	63
2.8 Conclusion	70
<b>CHAPITRE 3 : CADRE DE GESTION DES CRISES DE DETTE SOUVERAINE</b>	<b>72</b>
3.1 Introduction	72
3.2 Distinction entre les différentes formes de restructurations de dette.	73
3.3 Déroulement et durée des restructurations de dette	76
3.4 Difficultés liées à la participation des créanciers aux processus de restructurations de dette souveraine	81
3.5 Les mécanismes de restructuration de dette souveraine (MRDS)	85
3.6 Les Clauses d'Actions Collectives (CAC) et le Code de conduite	86
3.7 Conclusion	92
<b>CONCLUSION DE LA PREMIÈRE PARTIE</b>	<b>93</b>

<b>PARTIE II - EVALUATION DE L'IMPACT DES ÉVÈNEMENTS DE CRÉDIT SUR LES DÉTERMINANTS DU RISQUE PAYS</b>	<b>95</b>
<b>INTRODUCTION DE LA DEUXIÈME PARTIE</b>	<b>96</b>
<b>CHAPITRE 4 : IMPACT DES ÉVÈNEMENTS DE CRÉDIT SUR LE RISQUE SOUVERAIN</b>	<b>100</b>
4.1 Introduction	100
4.2 Le risque souverain dans la littérature	103
4.3 Mesure du risque souverain à travers la notation souveraine	114
4.4 Méthodologie et données	120
4.5 Analyse empirique des résultats	131
4.6 Conclusion	145
<b>CHAPITRE 5 : IMPACT DES ÉVÈNEMENTS DE CRÉDIT SUR LE RISQUE ÉCONOMIQUE</b>	<b>147</b>
5.1 Introduction	147
5.2 Revue de littérature	149
5.3 Méthodologie et données	154
5.4 Analyse des résultats	159
5.5 Conclusion	171
<b>CHAPITRE 6 IMPACT DES ÉVÈNEMENTS DE CRÉDIT SUR LE RISQUE POLITIQUE</b>	<b>173</b>
6.1 Introduction	173
6.2 Études des impacts politiques des événements de crédit : une revue de littérature	176
6.3 Méthodologie et données	184
6.4 Analyse empirique des résultats	201
6.5 Conclusion	213
<b>CONCLUSION DE LA DEUXIÈME PARTIE</b>	<b>215</b>
<b>CONCLUSION GENERALE</b>	<b>217</b>
<b>LISTE DES FIGURES</b>	<b>222</b>
<b>LISTE DES TABLEAUX</b>	<b>223</b>
<b>BIBLIOGRAPHIE</b>	<b>225</b>
<b>ANNEXES</b>	<b>244</b>
<b>TABLE DES MATIERES</b>	<b>253</b>
<b>RÉSUMÉ DE LA THÈSE</b>	<b>257</b>



# **INTRODUCTION GENERALE**

# INTRODUCTION GENERALE

## I. Contexte de la recherche

Les dix dernières années furent marquées par une longue série d'épisodes de défauts et de restructurations de dette souveraine, notamment au Belize (2007, 2013), en Jamaïque (2010 et 2013), à Saint-Christophe-et-Niévès (2012), en Grenade (2013). Récemment, l'un des épisodes de restructuration les plus marquants fut celui de la Grèce initialisée en février 2012 à la suite de deux plans de sauvetage.

Les questionnements reliés aux défauts et aux restructurations de dette souveraine n'est pas récente. Historiquement, le premier défaut souverain avait été identifié en Grèce au 4<sup>ème</sup> siècle avant J.C. Reinhart *et al.* (2003) nous apprennent également l'existence d'une série de défauts souverains impliquant les pays tels que la France et l'Espagne durant les 16<sup>ème</sup>, 17<sup>ème</sup> et 18<sup>ème</sup> siècle, suivis du Portugal, de l'Allemagne, de l'Autriche et de la Grèce dans le courant du 19<sup>ème</sup> siècle. Les défauts souverains se poursuivirent au 20<sup>ème</sup> siècle, impliquant plusieurs pays d'Europe, d'Amérique latine et d'Afrique. Un pic fut atteint dans le courant des années 80 avec la crise des dettes souveraines en Amérique latine, au Mexique (1994) ou encore en Russie (1998). Les premiers défauts souverains du 21<sup>ème</sup> siècle concernèrent l'Argentine (de 2002 à 2005), l'Indonésie (2002), le Paraguay (2003), le Vénézuéla (2004), la République Dominicaine (2005), la Grenade (2005), l'Équateur (2008) et le Belize (2012). Au vue de cette succession des défauts et restructurations de dette souveraine, nous constatons que dans le contexte actuel, la principale difficulté des États consiste à relever les défis entourant la gestion de la dette souveraine, notamment lors de périodes de crise.

Notre recherche appréhende la question de l'endettement souverain sous l'angle du débiteur (l'État) d'une part et également sous l'angle du créancier (privé ou public), d'autre part. Nous constatons d'ailleurs au fil du temps une recrudescence de la part de dette souveraine détenus par les créanciers privés, reflétant le rôle

croissant des agents du secteur privé des pays industrialisés, émergents, et également ceux des pays en développement.

Ainsi, l'évolution du profil des créanciers de la dette souveraine entraîne une complexité significative de sa gestion. En conséquence, on note que l'endettement souverain connaît de plus en plus des problèmes de non soutenabilité exacerbés par un phénomène de contagion lors des différentes crises (bancaire, de change, de défaut, de restructuration ou encore boursière).

## **II. Problématique de recherche**

Le contexte ainsi défini démontre l'importance de l'appréciation de la signature financière d'un État permettant de démontrer 1) la capacité de remboursement de la créance antérieurement contractée, 2) l'aptitude du souverain à financer sa croissance économique et son développement, 3) un indicatif de stabilité politique relativement stable ou encore, 4) un potentiel d'investissement à l'échelle domestique et 5) une continuité d'accession aux marchés des capitaux. Il existe diverses raisons mettant en évidence le fait qu'un gouvernement puisse choisir de ne pas respecter ses engagements financiers et annoncer un défaut de paiement (Eaton et Gersovitz, 1981 ; Haque et al., 1996 ; Arellano, 2008).

Comment définir un évènement de crédit ? Notre thèse s'appesantit particulièrement sur sa définition. En effet, l'originalité de notre recherche repose principalement sur une distinction théorique et empirique des défauts souverains comparés aux restructurations de dette souveraine. Le défaut souverain est souvent perçu comme étant l'évènement de crédit déclencheur d'un processus de restructuration. Les deux évènements sont ainsi souvent confondus en un seul en suivant cette chronologie. En ce sens, l'agence de notation Standard and Poor's (S&P) définit le défaut souverain comme de 1) un manquement au versement du principal ou des intérêts dû par le débiteur souverain à l'échéance ou durant la période de grâce ou, 2) une restructuration de dette définie comme un échange d'instruments de dette (prêts ou obligations) en des termes moins favorables que ceux précédemment stipulés sur l'accord de prêt.

L'originalité de la problématique de cette thèse repose sur une version divergente de cette définition d'un évènement de crédit et soulignant l'importance de distinguer le défaut du processus de restructuration de dette souveraine à travers leurs impacts sur le risque pays.

Tout d'abord, rappelons que la dette souveraine peut se décliner en fonction de quatre dimensions : le montant total de l'encours de la dette, le type de créanciers (officiels (ou publics) et privés), le type d'instruments (obligations, prêts bancaires syndiqués, prêts concessionnels) ou encore la devise de dénomination.

Nous distinguons le défaut de la restructuration de dette souveraine sur la base du type de créanciers. En effet, les créanciers officiels (multilatéraux ou bilatéraux tels que le *Club de Paris*) ayant une motivation politique, acceptent plus aisément l'enclenchement d'un processus de rééchelonnement et la renégociation des termes de la dette souveraine en fonction du degré de solvabilité du débiteur souverain. Du point de vue des créanciers officiels, un Etat confronté à des difficultés de paiement peut ainsi opter pour la restructuration de dette souveraine sans pour autant se déclarer en défaut de paiement (ce dernier évènement est donc considéré comme étant distinct pour ce groupe de créanciers). D'ailleurs, ces derniers incitent souvent l'enclenchement d'un processus de restructuration de dette souveraine en cas d'insoutenabilité (avant l'annonce d'un défaut souverain). À noter que le démarrage d'un processus de restructuration de dette anticipé comporte de nombreux avantages pour les débiteurs qui ré-accèdent plus rapidement aux marchés des capitaux et bénéficient de l'adoption de politiques structurelles nécessaires à la relance de leurs croissances économiques.

Par contre, les créanciers privés (majoritairement représentés par les banquiers et détenteurs d'obligations) ont une motivation financière et privilégient la maximisation du taux de recouvrement en cas de difficultés financières du débiteur souverain. L'enclenchement d'un processus de restructuration de dette équivaldrait ainsi à un défaut de paiement puisque les conséquences seraient similaires (un rééchelonnement, une renégociation, une annulation partielle ou totale

impliqueraient chacun une décote et donc une réduction de la Valeur Actuelle Nette (VAN) initialement négociée).

Ainsi, cette thèse distingue les événements de crédit sur la base de sources telles que celle de la *Global Development Finance* (de la Banque Mondiale) qui distingue les défauts en fonction des créanciers privés et officiels.

En outre, rappelons que la déclaration d'un événement de crédit comporte des avantages comme des désavantages pour le souverain. D'une part, faire volontairement défaut ou choisir d'entamer un processus de restructuration de dette souveraine, permet au débiteur souverain de réduire le montant de sa dette ou encore d'allonger les délais de remboursement par rapport à l'entente initiale, permettant ainsi d'encourager la stimulation de sa croissance économique. En guise d'exemple, nous pouvons citer la Russie (en 1998), l'Argentine (2001), la Slovénie (1992-1996), le Vietnam (1985-1998), le Paraguay (2003) ou encore la Jamaïque (2010).

Eaton et Gersowitz (1981) furent les premiers à observer les conséquences d'un événement de crédit entraînant un impact négatif sur la réputation résultant sur l'exclusion des marchés internationaux. Par la suite, Sachs et Cohen (1982), Bulow et Rogoff (1989) et Fernandez et Rosenthal (1990) développèrent le sujet en parlant des sanctions punitives entreprises suite à un défaut afin d'inciter au remboursement de la créance souveraine. Plus récemment, Kraay et Nerhu (2006) établissaient que les principales causes de crises de dette souveraine entraînant un événement de crédit relèvent principalement d'un niveau élevé d'endettement, d'une faible gouvernance ou encore d'une faible croissance du PIB réel. Enfin, Fuentes et Saravia (2009) soutiennent que l'annonce d'un défaut peut significativement augmenter l'instabilité politique ou institutionnelle, ou le risque commercial (risque d'expropriation). À noter que la répudiation totale de créances souveraines ou le refus d'entamer un processus de restructuration de dette (augmentation du risque d'aléa moral) entraîne des conséquences significativement néfastes à la signature financière du souverain sur la scène internationale (Ex : le Zimbabwe,

1965, 2000, 2006)). L'ensemble de ces facteurs constituent donc les principales conséquences pouvant inciter au remboursement d'une créance souveraine.

### **III. Pertinence du sujet de recherche**

Le concept de « risque pays » n'est pas nouveau. Il apparut tout d'abord en 1956 avec la nationalisation du canal de Suez, en Égypte<sup>1</sup>. Il réapparut quelques années plus tard, lors de l'expropriation des firmes américaines durant la révolution cubaine. A partir des années 60 jusqu'au courant des années 90, le concept de risque pays ne connaissait pas encore d'existence précise, mais était plutôt désigné sous le terme de « risque politique » dans la littérature empirique (avec les auteurs tels que Usher (1965) ou Root (1968)). Il faut noter que cette période fut marquée par la décolonisation et la naissance d'une autonomie politique des pays nouvellement indépendants. Par conséquent, on assista à une croissance des firmes désireuses de tirer profit des nouvelles opportunités de financement à l'étranger, entraînant une hausse graduelle de leurs expositions aux marchés étrangers. Les chercheurs comme Gabriel (1966) et Stobaugh (1969a,b) traduisent le risque d'investissement à l'étranger comme étant dépendant du climat d'investissement du pays d'accueil, et l'assimile étroitement à sa stabilité politique.

L'intérêt académique pour ce concept n'a cessé de croître durant les années 70, 80 et 90. Plusieurs auteurs ont tenté de définir ce vague concept de risque pays dont Robock (1971), Kobrin (1979), Brewer (1981), Merrill (1982), Simon (1982), Fitzpatrick (1983), Desta (1985), Howell et Chaddick (1994) ou encore Rivoli et Brewer (1997). Ainsi, de 1960 à 1990, les termes les plus usités étaient, le « risque politique», « le risque pays », « le risque de transfert » et le « risque souverain » (les deux premières références étant plus fréquemment

---

<sup>1</sup> Le canal de Suez fut inauguré en 1869 et formait un raccourci entre la mer Rouge et la mer Méditerranée, ce qui constituait une liaison maritime stratégique pour tous les commerces. Le président Gamal Abdel Nasser fut à l'origine d'un conflit en décidant de nationaliser le canal suite à des tensions entre l'Égypte d'un côté et Israël, la Grande Bretagne, la France et les États-Unis de l'autre côté. Une crise internationale résulta de cet événement. Le conflit prit fin en novembre 1956 sous la pression de l'ONU, des États-Unis et de l'URSS qui exigèrent le retrait des forces occidentales. *Source* : *Encyclopédie Universalis*.

employées). A la suite de crise de la dette des années 80, suite aux défauts de paiement sur la dette externe des États emprunteurs tels que le Brésil et l'Argentine, Desta (1985) remarque que les analystes provenant des institutions financières internationales préféraient employer les termes de « risque pays » ou « risque souverain » plutôt que celui de « risque politique ». Dans les années 90, les études portant sur le concept de risque pays s'accrochèrent avec la crise des pays émergents (notamment la crise mexicaine de 1994, la crise asiatique de 1997 et la crise russe en 1998), ainsi qu'à la suite de nombreux conflits armés (guerre de Koweït, guerres civiles africaines, et autres).

Conséquemment, l'agence de notation Moody's (2002), sur la base d'un historique des notations souveraines et de l'évolution de sa méthodologie, introduisit avec plus de poids le terme de « risque souverain » en se référant au risque encouru dans un pays souverain ou plus précisément par un gouvernement souverain comme émetteur de dette. Les investisseurs accordent désormais plus d'importance à l'analyse du risque pays, c'est-à-dire au risque associé aux transactions internationales, compte tenu de la croissance du commerce mondial et des investissements internationaux, des récentes crises financières, et des effets de contagion sur les marchés des capitaux. Les enjeux liés à la justesse de l'évaluation du risque pays constituent donc une préoccupation primordiale pour les banques, les entreprises et les institutions financières.

Plusieurs auteurs ont tentés de préciser les délimitations du concept de risque pays. Gabriel (1966) et Stobaugh (1969 a,b) examinent tout d'abord comment le climat d'investissement domestique se distingue de celui à l'étranger et mettent l'accent sur les risques spécifiques encourus hors des frontières domestiques par les firmes. Par la suite, Krayenbuehl (1985) définit le risque pays comme étant la probabilité qu'un État ou un emprunteur en provenance d'un pays donné soit dans l'incapacité et/ou refuse de s'acquitter de ses obligations envers un ou plusieurs créanciers et/ou investisseurs. Burton et Inoue (1985) définissent le risque pays comme étant le fait d'anticiper la possibilité des effets d'une répudiation, d'un défaut ou d'un retard de paiement par des emprunteurs

souverains. Marois (1990), quant à lui, définit le risque pays comme étant « *le risque de matérialisation d'un sinistre, résultant du contexte économique et politique d'un État étranger, dans lequel une entreprise effectue une partie de ses activités* ». Meldrum (2000) précise la définition du risque pays comme étant une résultante des différences rencontrées à l'étranger (par rapport à l'échelle nationale) en matière de structures économiques, politiques, institutions sociopolitiques, situations géographiques et de différences de devises.

Le point focal de notre problématique s'appuie donc sur l'évaluation de l'impact des événements de crédit sur le risque pays selon trois axes qui sont : le risque souverain (financier), le risque économique et le risque politique. Ces trois risques sont interdépendants (comme l'ont montré les crises asiatique et russe) puisque les investisseurs s'intéressent souvent aux conséquences économiques des décisions politiques, ce qui entraîne souvent des effets sur les activités financières (Overholt, 1982). Nous désignerons le risque souverain comme correspondant à l'exposition au risque de crédit vis-à-vis d'un État (Juttner, 1995). Tandis que le risque économique renseigne l'investisseur sur son exposition aux facteurs représentant des fondements économiques tels que une baisse de la croissance du PIB, une détérioration de la balance de paiements, une diminution de l'épargne brute, une détérioration des termes d'échanges commerciaux ou une hausse des taux de change. Enfin, on mesure le risque politique lors de la tenue d'élections, du remplacement du chef d'Etat ou de gouvernement (premier ministre) en exercice, du déclenchement de guerres, de conflits internes et externes, de disputes territoriales, de révolutions conduisant à des changements de gouvernements, et dans les cas extrêmes de menaces terroristes. Les facteurs sociaux sont également inclus dans le risque politique (exemples : les différences idéologiques, l'inégalité des revenus, les affrontements religieux).

#### **IV. Contributions à la recherche**

Notre thèse apporte des contributions au développement de la recherche sur le traitement des évènements de crédit compte tenu du risque pays. Dans l'élaboration de nos travaux de recherche, nous avons privilégié un positionnement épistémologique positiviste. Nous rappelons que le positivisme est une démarche associée à la déduction (lorsque les lois résultent d'hypothèses testées et validées) et à l'objectivité (lorsque l'observation de l'objet réel par l'observant ne modifie ni l'objet ni l'observant). Nous nous sommes ainsi proposé de « *découvrir les raisons simples par lesquelles les faits observés sont reliés aux causes qui les expliquent* »<sup>2</sup>. Notre démarche a nécessité la mise en œuvre d'une méthodologie hypothético-déductive permettant d'émettre des hypothèses basées sur la revue de la littérature, avant de les tester à travers l'usage d'outils économétriques adaptées aux différents axes de recherche (modèle linéaire, modèle à effets fixes, modèle logistique ordonné, modèle de durée etc.).

De prime abord, la revue de la littérature nous a permis de confirmer l'impact principalement négatif du défaut souverain sur le risque pays. Cependant, lors de notre recherche, la distinction des évènements de crédit a particulièrement mis en évidence l'impact des restructurations de dette sur le risque pays.

Les contributions à la recherche se situent à plusieurs échelles.

Notre première contribution développe l'axe selon lequel l'enclenchement d'un processus de restructuration de dette souveraine permet de diminuer la perception négative des créanciers, tout en favorisant l'implantation de politiques structurelles et institutionnelles.

Notre seconde contribution met en exergue l'impact positif de la restructuration de dette souveraine sur la croissance économique, notamment lorsqu'elle est enclenchée de manière préventive avant le défaut souverain. Ce

---

<sup>2</sup> Lapalle (2012)

résultat s'accroît pour les pays à revenu faible et moyen bénéficiant du financement des créanciers officiels et ayant un accès restreint aux marchés des capitaux. Il apparaît ainsi que le degré d'impact des événements de crédit sur la croissance économique est déterminé en fonction du type de créancier finançant la dette souveraine (officiel ou privé), de l'appartenance au groupe de revenu (faible, moyen ou élevé) et du niveau d'accessibilité aux marchés financiers.

Notre troisième contribution s'oriente vers le volet politique et confirme un raccourcissement de la durée de vie d'un régime politique au pouvoir suite à un événement de crédit (avec une durabilité ne dépassant pas cinq années). Le récent cas de la Grèce nous illustre l'incidence des crises de dette souveraine comme source d'instabilité politique. En effet, les restrictions financières et économiques entreprises à la suite des épisodes de crédit sont fréquemment accompagnées de plans d'austérité extrêmement impopulaires auprès des populations qui sanctionnent conséquemment lors de la tenue des élections. Enfin, nous confirmons les études de Manasse, Roubini et Schimmelpfennig (2003) et Kohlscheen (2007) démontrant le raccourcissement prématuré de la durée de vie des régimes présidentiels (comparé aux autres types de régime) suite à un événement de crédit. Notons par ailleurs que notre démarche méthodologique employée à travers les modèles de durée constitue également une contribution significative favorisant le développement de cette question de recherche.

## **V. Structure de la thèse**

Notre thèse se décomposera en deux parties.

La première partie dégagera le cadre de la gestion de la dette souveraine en fonction des différents événements de crédit. Elle est composée de trois chapitres.

Un premier chapitre traitera des caractéristiques de la gestion de la dette souveraine de nos jours.

Le deuxième chapitre s'interrogera sur les fondements de la distinction entre le défaut souverain et la restructuration de dette souveraine.

Le troisième chapitre se penchera sur la complexité et les enjeux entourant les processus de restructuration de dette souveraine.

La seconde partie déclinera l'impact des évènements de crédit selon les trois axes composant le risque pays, à savoir le risque souverain, le risque économique et le risque politique. Cette partie sera également constituée de trois chapitres et comprend trois études empiriques. Elle sera fondée sur une base de données portant sur 42 pays<sup>3</sup> répartis en Afrique, en Amérique latine et en Eurasie, sur une période allant de 1995 à 2013.

Ainsi, le quatrième chapitre testera l'impact des évènements de crédit sur le risque souverain à travers la notation souveraine.

Le cinquième chapitre étudiera l'évolution de la croissance économique en fonction de la répercussion des différents évènements de crédit.

Et enfin, le sixième chapitre précisera notre réflexion en observant l'impact des évènements de crédit sur les principaux facteurs politiques.

---

<sup>3</sup> La liste des pays étudiés est disponible à l'Annexe A2.

**PARTIE I : Formulation d'un cadre  
théorique de gestion de la dette  
souveraine de nos jours**

## **Introduction de la première partie**

*Notre objectif dans cette première partie est de montrer l'évolution des problématiques liées à la dette souveraine (chapitre 1) à travers l'importance accrue des questions reliées au défaut souverain et à la restructuration de dette souveraine (chapitre 2). De nos jours, la littérature s'intéresse également à la complexité du bon déroulement des processus de restructuration de dette, en parallèle avec les enjeux reliés à la négociation des accords avec les créanciers (surtout privés) (chapitre 3).*

La dette souveraine désigne la dette émise par un État souverain, libellée en devise domestique ou étrangère, et détenue par les créanciers officiels ou privés. La question des crises de dette souveraine est fréquemment évoquée dans la littérature actuelle du fait d'une multiplication d'évènements où le débiteur souverain ne respecte pas les termes de ses engagements vis-à-vis de ses créanciers. Et c'est à la suite de ces évènements de crédit que des accords de rééchelonnement ou de réduction de dette sont négociés dans le cadre du Club de Paris ou du Club de Londres, avec, dans certains cas, des interventions du FMI.

Les questionnements reliés à la gestion de la dette souveraine sont anciennement identifiés dans le temps. Historiquement, le premier défaut souverain remonte au 4<sup>ème</sup> siècle avant J.C, lorsque les 10 municipalités de l'Empire Grec déclarèrent un défaut de paiement sur le prêt accordé à l'époque par le Temple Délos (Winkler (1933), cité par Struzenegger et Zettelmeyer, 2006). Depuis lors, les problématiques reliées à la dette souveraine ont beaucoup évoluées. Tout d'abord, on note que l'endettement souverain expérimente de plus en plus des problèmes de non soutenabilité, exacerbé par le développement des marchés domestiques et des capitaux étrangers. Le profil des créanciers a également beaucoup évolué depuis les années 70 : on note désormais la prépondérance des créanciers privés dans les pays émergents, tandis que les pays à faible revenu restent dépendants du financement accordé par les créanciers publics institutionnels. Le type d'instruments de dette utilisé a également évolué, en passant des prêts bancaires aux obligations souveraines.

Ainsi, le but de cette première partie est de nous familiariser avec la littérature traitant de l'évolution des questions de dette souveraine et de l'impact d'évènements de crédit tels que le défaut et la restructuration sur l'endettement souverain. Nous allons également répondre aux questions posées dans la littérature concernant les facteurs déclencheurs des évènements de crédit ainsi que leurs coûts.

À la suite d'une première partie au relief théorique, nous entamerons la deuxième partie avec une orientation empirique ayant pour objectif de déterminer l'impact des défauts et restructurations de dette souveraine sur le risque pays (risque souverain, risque économique et risque politique).

# Chapitre 1 : Présentation des nouveaux défis de gestion de la dette souveraine

## **1.1 Introduction**

Malgré l'abondance de la littérature théorique portant sur la dette souveraine, de nombreuses questions sont fréquemment soulevées par le contexte actuel. Les interrogations les plus fréquemment posées sont les suivantes : Pourquoi les souverains s'endettent-ils sur les marchés des capitaux? Comment déterminer la limite d'endettement soutenable? Quels sont les impacts et enseignements à tirer des récentes crises de dette souveraine? Quelles sont les alternatives permettant de diminuer la fréquence et le coût des crises?

Le premier objectif de ce premier chapitre est d'aborder les questions fondamentales de la dette souveraine. Cette dernière peut être mesurée de plusieurs manières (en fonction du critère de résidence, du critère de devise, du type de débiteur, du type de créancier, etc.).

Le deuxième objectif de ce chapitre est de s'intéresser aux questions de soutenabilité de la dette souveraine. Ces questions sont essentielles car ayant des conséquences sur la croissance économique, les transactions commerciales, l'accès au marché des capitaux, la notation souveraine, la stabilité politique, ainsi que sur la réputation souveraine du pays débiteur.

Le troisième objectif de ce premier chapitre s'orientera sur les questions liées aux récentes crises de dette souveraine, en prenant en considération que depuis maintenant près de 20 ans, nous assistons à une succession d'évènements reliant la gestion de la dette souveraine, les crises financières et les défauts souverains.

## **1.2 Crises et faits saillants liés à la gestion de la dette souveraine de nos jours**

### **1.2.1 Faits stylisés marquants de la gestion de la dette souveraine**

Les défis entourant la gestion de la dette souveraine ont beaucoup évolué au fil des décennies. Car depuis maintenant près de 20 ans, nous assistons à une succession d'évènements reliant la dette souveraine, les crises financières et les défauts souverains. De prime abord, il y eut la crise mexicaine de 1994-95, suivit en 1997 de la crise asiatique qui eut des répercussions économiques dévastatrices sur la croissance, la consommation et l'investissement des pays asiatiques. Dès 1998, c'est la Russie qui fut à son tour affectée, nécessitant l'intervention du FMI et de la Banque Mondiale à travers un plan de sauvetage estimé à 23 Mds \$ US. Le *real* brésilien fut par la suite dévalué en 1999, juste avant la crise du marché des obligations spéculatives et l'éclatement de la bulle internet aux États-Unis en 2000, aussitôt suivit par la crise de l'Argentine en 2001-2002.

Plus récemment, une nouvelle crise économique et financière ayant débuté en 2007 a débouché sur une contagion des marchés financiers. Elle débuta aux États-Unis en 2007<sup>4</sup> par l'éclatement de la bulle immobilière qui se propagea rapidement en Europe. A la suite de cette crise, la Grèce, l'Irlande et le Portugal furent temporairement exclues des marchés financiers et contraints à une demander une assistance financière aux autres pays de la zone Euro.

L'analyse des effets de contagion sur le marché est essentielle car on constate de nos jours que les crises financières récentes sont souvent reliées aux crises de gestion de dettes souveraines. Ces situations de crises (défaillances dans les systèmes bancaires et/ou turbulences sur le marché des changes) poussent souvent un État au défaut et/ou à une restructuration de la dette souveraine.

---

<sup>4</sup> Aux États-Unis, 7 sur 10 des plus grandes faillites de l'histoire américaine sont survenues durant la crise des *subprimes* en 2008 : Lehman Brothers, Washington Mutual, GM, CIT, MF Global, Chrysler, Thornburg Mortgage. 787 Mds \$ US furent engagés par le Trésor américain et la Réserve fédérale dont 25 Mds \$ US réclamés sous forme de prêts par Ford, GM et Chrysler. Depuis lors, l'économie américaine est officiellement sortie de la récession en juin 2009 selon le *National Bureau of Economic Research*.

L'objectif de notre thèse est de mesurer l'impact des défauts et restructurations de dette souveraine sur le risque pays. Pour ce faire, nous allons définir dans ce chapitre, les principaux fondements entourant les concepts de dette souveraine.

### 1.2.2 Les conséquences des défauts et restructurations sur la dette souveraine

L'identification et l'analyse des conséquences des événements de crédit sur la gestion des deniers publics remontent à des faits historiques. Reinhart et Rogoff (2009) nous apprennent que la France a fait défaut huit fois entre les années 1500 et 1800, tandis que l'Espagne fut en défaut 14 fois entre 1500 et 1900. De nos jours, de plus en plus d'épisodes de défauts souverains sont constatés parmi lesquelles nous pouvons citer l'Argentine (de 2002 à 2005), l'Indonésie (2002), le Paraguay (2003), le Venezuela (2004), la République Dominicaine (2005), la Grenade (2005), l'Équateur (2008) et le Belize (2012). En 2012, la Grèce, confronté à un déficit extérieur chronique malgré la restructuration de sa dette publique, connut un épisode de défaut partiel (l'agence S&P abaissa la notation souveraine du pays à « SD », (*selective default*). Ainsi, cette succession d'évènements nous pousse à déterminer les raisons motivant la contraction d'un endettement souverain.

En général, la dette souveraine permet de remplir deux fonctions, à savoir : le financement du développement économique et les dépenses courantes d'un État. Entre autres raisons expliquant les motivations d'un État à s'endetter à l'aide de fonds extérieurs, Idlemouden (2009) identifie le besoin :

- lorsque l'épargne locale est insuffisante par rapport au montant de l'investissement désiré<sup>5</sup>;

---

<sup>5</sup> Ce cas est souvent observé lorsque les ressources nécessaires à l'atteinte de certains objectifs de croissance sont indisponibles au niveau national.

- lorsque l'indisponibilité de l'investissement occasionne un déficit de la balance commerciale<sup>6</sup>;
- en cas de déficits budgétaires occasionnés par de faibles recettes fiscales insuffisantes au recouvrement des lourdes dépenses publiques.

Notons que les gouvernements, contrairement aux entreprises, ne peuvent être liquidés. D'ailleurs, il existe diverses raisons et exemples démontrant qu'un gouvernement peut choisir de ne pas respecter ses engagements financiers et de privilégier un défaut de paiement (Eaton et Gersovitz (1981), Arellano (2008), Haque *et al.* (1996), etc.). En contrepartie, les investisseurs demandent donc des rendements et garanties variant selon les pays. Plus la capacité de remboursement est mise en doute, plus le risque souverain de la dette du pays devient élevé (en phase avec une augmentation de la prime de risque) et plus les rendements exigés par les investisseurs deviennent élevés.

Ainsi, un défaut souverain peut avoir des conséquences sur la croissance économique, les transactions commerciales, l'accès au marché des capitaux, la notation souveraine, la stabilité politique, la réputation, etc. Chuan et Struzenegger (2005) estiment l'impact négatif du défaut sur la croissance à une baisse de 0,6% par an sans crise bancaire et un important effet négatif de 2,2% lors d'une crise bancaire. Borensztein et Panizza (2009) associent cet impact à une baisse variant entre 1 et 1,2% par an en prenant compte des problèmes d'endogénéité, même si cet impact est à court terme et non significatif après un an. En outre, sur une période allant de 1970 à 2010, Moody's (2008), Benjamin et Wright (2009) et Cruces et Trebesch (2013) estiment que les créanciers perdent en moyenne 40% de leur investissement initial à la suite d'un défaut souverain (ou obtiennent un taux de recouvrement de 60%<sup>7</sup>).

---

<sup>6</sup> Ce déficit est souvent dû à un manque de devises nécessaire pour le recouvrement de l'importation de biens et services étrangers lorsque les exportations sont insuffisantes.

<sup>7</sup> Le taux de recouvrement peut être estimé de deux manières : 1) à partir du ratio du prix de marché post-défaut par rapport à sa valeur faciale, ou 2) par le ratio de la valeur actuelle des flux (cash flows) reçus à la suite de la restructuration de dette par rapport à la valeur actuelle des flux initialement promis. Les deux modes de calcul donnent des résultats sensiblement différents mais comparables dans la plupart des cas.

La perte de crédibilité (ou de la réputation) du souverain et le risque d'exclusion des marchés financiers constituent également une conséquence négative pour le débiteur souverain en défaut. Eaton et Gersovitz (1981) et Arellano (2008) assimilent le défaut au manque de volonté du débiteur d'honorer ses créances, ce qui favorise la mise en place de mécanismes de punition. Gelos, Dsandleris et Sahay (2011) et Borensztein et Panizza (2009) soutiennent l'existence de mécanismes de punition des débiteurs en défaut, bien que cette exclusion soit à court terme (un à deux ans après une restructuration de dette).

Borensztein et Panizza (2009) interviennent sur un autre champ en montrant que le défaut a un impact négatif sur la notation souveraine (baisse d'un cran dans les trois années suivants le défaut) et sur les coûts d'emprunt.

Outre l'importance des facteurs financiers et économiques, car il est essentiel d'observer l'impact des facteurs politiques dans la survenance des événements de défauts et restructurations de dette souveraine. En effet, le risque politique est un déterminant clé du risque pays. Fuentes et Saravia (2009) soutiennent que l'annonce d'un défaut peut augmenter l'instabilité politique ou institutionnelle. Dans le cas opposé (c'est-à-dire avant l'annonce d'un défaut), il peut arriver qu'un gouvernement au pouvoir se montre hostile au remboursement d'une créance souveraine et favorise la répudiation de la dette (Hotchondo et al. (2009)). Ce fut le cas du Zimbabwe en 2001, ou de l'Argentine (2001). Le risque politique a ainsi un impact certain sur la capacité et la volonté d'un pays à rembourser sa créance souveraine. Il donne ainsi une indication du niveau de gouvernance, de la qualité des institutions, de la gestion de l'activité économique par le gouvernement au pouvoir, ainsi que sa capacité de remboursement des intérêts liés à sa créance souveraine.

Retenons qu'il est difficile de quantifier de manière exacte les conséquences d'un défaut ou d'une restructuration de dette souveraine. Il est cependant important de les quantifier de façon à pouvoir mesurer leur impact sur le pays débiteur. D'une part, si il n'existait aucune conséquence au défaut souverain, il n'y aurait aucune motivation envers le recouvrement de la créance souveraine. Et d'autre part, un excédent de

sanctions punitives au défaut n'encouragerait pas les débiteurs souverains à emprunter auprès des marchés financiers, ce qui pourrait occasionner des problèmes de liquidité à terme.

### **1.3 Fondements clés de la dette souveraine.**

#### **1.3.1 Définition**

La dette, en général, est avant tout un arrangement contractuel (implicite ou explicite) entre les fournisseurs de capital et les utilisateurs de capital, l'emprunteur s'engage ainsi à honorer la promesse de remboursement du principal et à verser des intérêts dans le temps. L'emprunteur est jugé « en défaut de paiement » lorsque qu'il n'est pas en mesure d'honorer ses engagements financiers contractuels envers ses créanciers.

Dans cette thèse, nous nous intéressons plus spécifiquement à la dette souveraine qui constitue une créance contractée par un emprunteur étatique auprès des particuliers, banques, gouvernements ou entreprises. La dette souveraine est souvent garantie par l'État, par la Banque centrale ou les organismes internationaux (incluant le FMI). Elle se distingue ainsi de la dette privée contractée par les emprunteurs privés tels que les banques commerciales ou les grandes entreprises.

D'une part, la Banque Mondiale définit la dette de l'État comme étant l'ensemble des titres de créance engagés par un gouvernement central incluant des obligations contractuelles à durée déterminée à une date particulière. Elle comprend des titres de créances domestiques comme étrangères, tels que les dépôts en devises, certificats de placement, les titres autres que les actions, les prêts bancaires. La dette de l'État est constituée du montant brut des dettes publiques moins les capitaux propres et instruments financiers dérivés détenus par le gouvernement.

D'autre part, sur la base de la norme européenne de comptabilité nationale (*SEC 95*), la dette publique est définie comme étant « *l'ensemble des unités institutionnelles dont la fonction principale est de produire des services non marchands ou d'effectuer*

*des opérations de redistribution du revenu et des richesses nationales. Le secteur des administrations publiques comprend les administrations publiques centrales, les administrations publiques locales et les administrations de sécurité sociale* ». Un gouvernement a généralement besoin d'emprunter des fonds en cas de déficit budgétaire, c'est-à-dire lorsque ses dépenses publiques (dépenses budgétaires, prises de participation, etc.) sont supérieures à ses revenus (recettes fiscales, recettes commerciales, produits de privatisations etc). L'État emprunte également afin de rembourser ses emprunts passés arrivant à échéance. La capacité de remboursement d'un État est souvent évaluée par les agences de notations (les principales étant Standard & Poor's (S&P), Moody's et Fitch) qui génèrent une notation prenant en compte le risque de crédit. Les pays ne bénéficiant pas d'une solidité financière au regard des marchés financiers ou des agences de notation ont souvent recours aux investisseurs privés, banques commerciales, aux institutions internationales (Banque Mondiale (BM), Fonds monétaire international (FMI) ou les banques régionales de développement).

### 1.3.2 Différence entre dette de l'État et dette publique.

Il est important de bien distinguer la dette de l'État ou administration centrale (*Central government debt* en anglais) de la dette publique regroupant les engagements de l'ensemble des administrations publiques (*i.e* : l'État, les collectivités locales et les administrations de Sécurité sociale) (*General government debt* en anglais). En ce sens du Traité de Maastricht, la dette des administrations publiques mesure « l'ensemble des engagements financiers bruts des administrations publiques (APU) à l'exception des crédits commerciaux et des décalages comptables ». En s'appuyant sur le cas spécifique de la France, l'organe étatique peut être classifié selon les trois champs<sup>8</sup> présentés sur le tableau 1.1 ci-dessous.

---

<sup>8</sup> « Définition et périmètre » Agence France Trésor. Site : [www.aft.gouv.fr](http://www.aft.gouv.fr)

**Tableau 1.1: Les trois champs de l'administration publique**

<b>Administration publique</b>	<b>Caractéristiques</b>
<b>Les administrations centrales</b>	représentent l'organe de l'État (budget général, comptes spéciaux du Trésor et budgets annexes) et les « organismes divers d'administration centrale » (ODAC) <sup>9</sup> .
<b>Les administrations publiques locales</b>	incluent les collectivités locales, établissements publics locaux, organismes consulaires, caisses des écoles et autres organismes publics ou parapublics financés majoritairement par les collectivités locales.
<b>Les administrations de Sécurité sociale</b>	avec l'ensemble des régimes obligatoires de Sécurité sociale (Régime général, régimes d'assurance chômage, régimes complémentaires de retraite et régimes de prévoyance, régimes indépendants et agricoles, régimes spéciaux de salariés), ainsi que les organismes financés par ces régimes (œuvres, hôpitaux publics et privés participant au service public hospitalier et financés par dotation globale)

Source : Agence France Trésor

### 1.3.3 Différence entre dette domestique et dette extérieure

Serbini (2010) nous cite plusieurs modalités de financement : intermédiée/désintermédiée, interne/externe, monnaie locale/devise, ou encore court/moyen terme. En général, la dette souveraine peut être scindée en deux types distincts, à savoir : la dette domestique et la dette extérieure.

#### **A. Définition légale des différents types de dette souveraine.**

La dette domestique (ou intérieure) constitue l'ensemble des dettes contractées localement par un État et assujetties à la législation locale.

La dette extérieure (ou étrangère) constitue l'ensemble des dettes contractées à l'étranger et soumises à la législation étrangère.

<sup>9</sup> Le Trésor nous apprend que, en France, « plusieurs centaines d'établissements de statut public ou privé, dont notamment la CADES (Caisse d'amortissement de la dette sociale), l'EPFR (structure de défaillance du Crédit Lyonnais), l'ANPE, le CNRS, le CNASEA, le CEA, les Grandes Écoles, les musées nationaux, sont regroupés sous cette dénomination. Le critère de classement d'un organisme dans la sphère des administrations publiques n'est pas son statut juridique, mais la structure de son compte d'exploitation (part des charges courantes financée par des recettes marchandes)»

## **B. Définition économique sur la base du critère de résidence.**

Une définition économique et basée sur le critère de résidence serait la suivante : la dette domestique est une dette détenue par des résidents, qu'elle soit libellée en devise locale ou étrangère, et issue sur le territoire domestique comme à l'étranger. Une dette extérieure, à l'inverse, est une dette détenue par les non-résidents, qu'elle soit libellée en devise locale ou étrangère, et issue sur le territoire domestique comme à l'étranger.

Selon cette définition, une dette est considérée comme extérieure, lorsqu'un engagement contractuel stipulant les termes de versements du principal et des intérêts, lie la créance d'un non-résident à un résident. La dette domestique, quant à elle, peut être définie comme étant « régie par le droit national et relevant exclusivement des tribunaux nationaux »<sup>10</sup>. Elle est ainsi composée d'emprunts de l'État contractés auprès d'agents économiques résidents.

## **C. Définition économique sur la base du critère de devise.**

La dette souveraine est généralement libellée en devise nationale, ou en devise extérieure (*i.e* en dollar US, Euro, Livre Sterling ou Yen). Pour des raisons pratiques, il arrive que la dette souveraine soit définie en fonction de la devise au lieu du critère de résidence. La dette extérieure est alors assimilée à la dette libellée en devises étrangères, alors que la dette domestique est associée celle libellée en devise locale<sup>11</sup>.

---

<sup>10</sup> FMI, Propositions pour un mécanisme de restructuration de la dette souveraine, fiche technique- janvier 2003.

<sup>11</sup> À noter que la dette domestique est plus facilement contrôlable pour un pays lorsqu'elle est libellée dans la devise domestique (le gouvernement peut donc émettre des billets ou trouver d'autres alternatives budgétaires afin de rembourser ses créanciers).

#### **D. Dette extérieure brute et dette extérieure nette.**

Il y a deux catégories de dette extérieure, à savoir : la dette extérieure brute et la dette extérieure nette :

***Dette extérieure brute = montant, à une date donnée, des passifs contractuels en cours et ayant donné lieu à versement des résidents d'un pays vis-à-vis de non-résidents, comportant une obligation de remboursement du principal, avec ou sans paiement d'intérêts, ou de paiements d'intérêts avec ou sans remboursement du principal<sup>12</sup>.***

**Dette extérieure nette = Dette extérieure brute - ensemble des actifs extérieurs du pays<sup>13</sup>.**

Comme le montre Artus (2012), durant la crise de 2007-2008, la dette extérieure brute était supérieure à 2 ans de PIB en Espagne, de 3 ans de PIB au Portugal et approximativement de 2 ans de PIB en Grèce. Ces estimations traduisent un niveau élevé de dette extérieure et décourage les prêteurs non-résidents. En outre, ces pays connaissent également des déficits extérieurs chroniques expliquant la hausse de leurs taux d'intérêts depuis 2009 notamment.

---

<sup>12</sup> Tel que stipulé par l'OCDE, le terme de **dette extérieure brute** indique de manière explicite l'inclusion des actifs ou créances constituant des contreparties de la dette. Le terme **engagements contractuels** est destiné à couvrir un large éventail d'obligations mais à exclure les participations en capital qui n'impliquent pas l'obligation d'effectuer des paiements d'intérêts ou des remboursements du principal. La spécification du (des) terme(s) **principal et/ou intérêts** indique que la définition englobe toutes les catégories d'engagements. Elle inclut les prêts sans échéance fixée dont l'amortissement exige une décision de l'emprunteur ainsi que ceux qui peuvent donner lieu à des remboursements en nature plutôt que monétaires. Le terme encours et ayant donné lieu à versement indique clairement que la définition n'inclut pas les portions non versées des emprunts existants ». OCDE, L'endettement international : définitions, conventions, statistique et méthodologie, 1988, p 17 et 20.

<sup>13</sup> Artus, P. « Stock de dette extérieure, privée ou publique, et financement du déficit extérieur », Flash économie (recherche économique), 6 juin 2010, numéro 398.

### **E. Comparaison du risque de défaut en fonction de la dette domestique et extérieure.**

Traditionnellement dans la littérature, une grande importance est accordée à la dette extérieure des pays, et plus particulièrement les obligations souveraines dénommées en devise étrangère issus dans les marchés des capitaux étrangers. Même si cela permet d'expliquer les raisons pour lesquelles les gouvernements s'abstiennent d'entrer en défaut de paiement, on constate que la littérature se base essentiellement sur l'impact du défaut sur les créanciers étrangers et leurs réactions face à cet évènement. Par exemple un défaut tend à détériorer la réputation du débiteur souverain sur les marchés des capitaux, rendant ainsi les coûts de ses emprunts futurs plus élevés (Eaton et Gersovitz, 1981).

Cependant, la littérature empirique récente accorde dorénavant une attention plus particulière à la dette domestique puisque comme le soulignent Reinhart et Rogoff (2010), il apparait que les deux tiers de la dette publique sont issus à l'échelle domestique et non sur les marchés des capitaux internationaux. L'analyse de ces auteurs se base sur une analyse montrant l'évolution de la dette souveraine dans le monde sur 800 ans<sup>14</sup>. La littérature présente l'endettement domestique comme étant une alternative capable de réduire les vulnérabilités des emprunteurs souverains en cas de chocs extérieurs. D'ailleurs, en lien avec l'actualité, on constate que la crise des *subprimes* a une nouvelle fois révélée les vulnérabilités et l'exposition accrue des entreprises et ménages au financement extérieur en devises. Ceci renforce l'importance de développer le marché domestique de la dette privée en monnaie locale, tout en renforçant la dette publique en monnaie locale.

---

<sup>14</sup> Dès 1994, le besoin de substitution de la dette domestique à la dette extérieure s'était fait ressentir lors de la crise mexicaine. C'est à la suite de cet évènement que le gouvernement mexicain, conscient du danger suscité par l'exposition aux chocs extérieurs, avait décidé d'émettre un volume important de titres de dette domestique à taux fixe, créant ainsi une courbe de rendements à long terme (Serbini (2010), Jeanneau et Verdia (2005)).

## **Pourquoi privilégier le défaut sur la dette extérieure à celle domestique?**

Une littérature récente et peu abondante relie les défauts domestiques à ses impacts au sein du gouvernement. Drazen (1998) par exemple, décrit les agents économiques domestiques comme affublés d'un pouvoir politique non négligeable que les gouvernements doivent prendre en compte, car contrairement aux créanciers étrangers, les créanciers domestiques ont la possibilité de sanctionner le gouvernement en défaut via la tenue d'élections (émergence d'un risque politique). Les créanciers domestiques peuvent également constituer des élites locales telles que les banques commerciales ayant la capacité de détenir un nombre important d'obligations souveraines ou d'autres titres de créances. Organisés sous forme de *lobbies* en cas de crise, ils sont susceptibles d'exercer une pression non négligeable sur le gouvernement afin que ce dernier privilégie le défaut sur sa dette étrangère plutôt que domestique.

### **1.3.4 Terminologie de la dette souveraine spécifique à cette thèse**

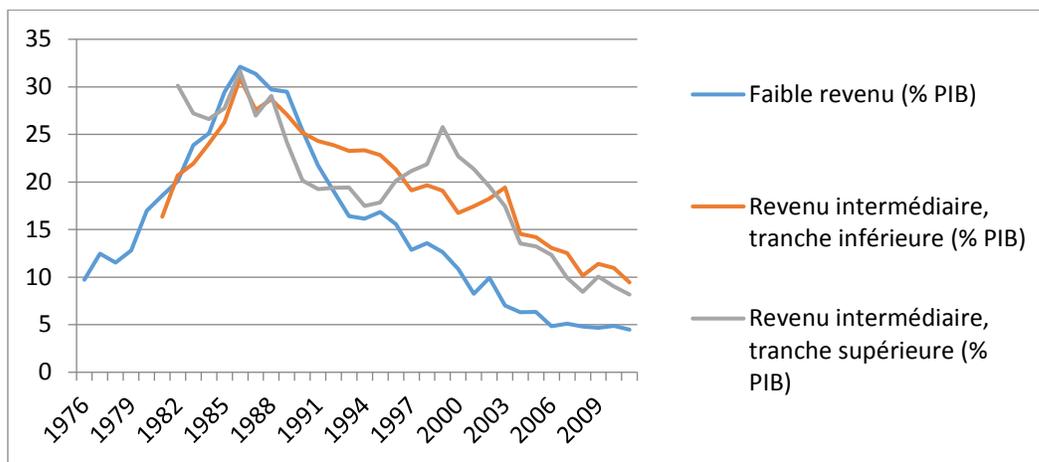
Dans cette thèse, nous définissons le terme de *dette souveraine* comme étant la dette publique regroupant les engagements de l'ensemble des administrations publiques (*General government debt* en anglais) due aux créanciers (publics ou privés) à l'extérieur du pays. La dette souveraine ainsi définie est donc une composante double de la *dette extérieure* et de la *dette publique*. En somme, nous désignons le terme de *dette souveraine* comme étant la *dette publique extérieure nette du gouvernement central*.

## **1.4 Caractéristiques clés de la dette souveraine**

Les caractéristiques de la dette souveraine ont évolué dans le temps selon quatre dimensions : le montant total de l'encours de la dette, le type de créanciers (publics ou privés), le type d'instruments (obligations, prêts bancaires syndiqués, prêts concessionnels) ou encore la devise de dénomination.

Premièrement, la figure 1.1 montre un pic de l'endettement souverain dans le courant des années 80 (probablement dû à la crise des années 80), suivi d'un déclin à partir du début des années 90. Cette baisse de l'encours de dette souveraine s'explique par la mise en œuvre en 1996 de l'Initiative des Pays Pauvres Très Endettés (IPPTE) favorisant l'allègement de la dette souveraine et le développement des marchés domestiques. Reinhart *et al.* (2003) nous renseigne sur l'importance de la croissance de l'endettement souverain domestique dans les pays émergents durant les années 80 et 90 (permettant ainsi une certaine indépendance financière envers les créanciers étrangers). La part de dette souveraine en termes de dette extérieure varie également en fonction des pays et du temps. Il est établi que le sous-développement du secteur privé et du système financier des pays en voie de développement influe sur le niveau de dette souveraine.

**Figure 1.1: Encours de la dette souveraine à long terme (1970-2012)**



**Source:** World Development Indicators, 2013.

Deuxièmement, on constate de nos jours que ce sont les créanciers privés<sup>15</sup> qui détiennent la majorité de la dette publique, notamment extérieure, des pays émergents et en voie de développement. En dix ans, de 2001 à 2011, le part de la dette publique des pays en voie de développement et émergents détenue par les

<sup>15</sup> Les *créanciers privés* représentant les sous-groupes suivants :

- les banques commerciales privées, dette négociée par l'intermédiaire du Club de Londres.
- les fournisseurs ou créanciers commerciaux.
- Les obligataires ou porteurs d'obligations.

créanciers privés aux pays en voie de développement est passée de 20,3 à 434,6 Mds \$ US (Global Development Finance, 2012)<sup>16</sup>.

La part des créanciers publics<sup>17</sup> est donc largement minoritaire par rapport à celle des créanciers privés (se référer à l'annexe A1). La dette souveraine détenue par ces derniers s'est momentanément contractée lors de la crise financière de 2008 au profit des créanciers officiels multilatéraux (FMI et Banque Mondiale) qui eurent à intervenir financièrement dans les pays en détresse financière (tel que la Grèce). Cette intervention fut à court terme, le temps de stabiliser financièrement les pays impactés par la crise et elle fut suivie d'un re-balancement du financement des créanciers officiels multilatéraux aux créanciers privés. Soulignons que cette détention de la dette souveraine par les créanciers privés est également associée à un risque de défaut élevé. Le tableau 1.2 suivant nous donne un aperçu de la détention de la dette souveraine par type de créancier. Notons au passage que les *créanciers bilatéraux* sont les gouvernements ou leurs institutions compétentes (comme les agences de crédit à l'exportation) accordant la dette bilatérale. Ces créanciers sont principalement représentés sous l'organe du Club de Paris<sup>18</sup>.

**Tableau 1.2 : Endettement souverain par type de créancier**

Dette souveraine par type de créancier					
<i>Créancier</i>	<i>Publics (ou Officiels)</i>		<i>Privés</i>		
	Bilatéraux (Gouvernements, Club de Paris, agences de crédit à l'exportation)	Agences multilatérales (Banque Mondiale, FMI, AFD etc.)	Banques commerciales	Fournisseurs, créanciers commerciaux	Obligataires

<sup>16</sup> La Banque Mondiale nous apprend qu'en 2011, le financement des créanciers privés était essentiellement à court terme (à hauteur de 44% de l'ensemble de la dette).

<sup>17</sup> Les *créanciers publics* (ou *officiels*) sont regroupés en deux sous-catégories :

- *Créanciers bilatéraux* : une dette publique bilatérale contractée par un gouvernement auprès d'un autre gouvernement. Ce type de dette souveraine est souvent renégocié par l'intermédiaire du Club de Paris.
- *Créanciers multilatéraux* : une dette publique multilatérale est contractée par un gouvernement auprès d'une organisation internationale (FMI, Banque Mondiale, AFD, etc.).

<sup>18</sup> Le Club de Paris a été créé en 1956 à Paris. Il est un groupe informel de créanciers publics dont le rôle est de trouver des solutions coordonnées et durables aux difficultés de paiement de pays endettés. Il se compose essentiellement de 19 des plus grandes économies mondiales<sup>18</sup>, en plus quelques gouvernements créanciers, qui, selon les cas, sont invités afin de participer à des négociations.

Troisièmement, concernant les types d'instruments pouvant être utilisés par un souverain, nous pouvons citer :

- 1) l'accroissement du revenu fiscal (en augmentant les impôts versés par les particuliers et entreprises);
- 2) l'emprunt via la vente d'obligations souveraines;
- 3) l'augmentation de la masse monétaire par la monétisation (impression de monnaie via la Banque Centrale);
- 4) ou encore les prêts concessionnels (dans le cas des pays en voie de développement).

La longue et difficile résolution de la crise de la dette souveraine des années 80 a entraîné une baisse de l'attrait des prêts bancaires comme moyen de financement (Serbini, 2010). D'ailleurs, depuis les années 90, les pays emprunteurs ont maintenant plus tendance à se tourner vers le financement par titres obligataires plutôt que vers les prêts bancaires<sup>19</sup>. L'agence de notation S&P<sup>20</sup> nous apprend que 44% du stock d'émissions obligataires émis en 2011 proviennent des gouvernements. Cette nouvelle orientation a permis une meilleure diversification des marchés des capitaux internationaux. Das *et al* (2008) donnent trois avantages au financement par titres obligataires<sup>21</sup> :

---

<sup>19</sup> Ce revirement est dû aux contraintes mises en place sous forme de normes prudentielles internationales en matière de solvabilité (ratio Cooke, 1988) par les banques. Ces dernières ont ainsi graduellement réduit leur contribution au financement de la dette publique, surtout des pays émergents, par mesure de prudence. Ainsi, dorénavant, le marché obligataire mondial brasse des sommes plus élevées que le marché des actions (par exemple deux fois plus qu'en Europe).

<sup>20</sup> Pour plus de détails, se référer au volet « États : critères de notation » du site en ligne de S&P, disponible à l'adresse suivante : <http://www.standardandpoors.com/ratings/france/en/eu>.

<sup>21</sup> A noter que la Banque des Règlements Intérieurs (BRI) distingue trois types d'instruments obligataires: 1) Les euro-obligations ou titres libellés dans une monnaie différente de celle du marché d'émission. Celles-ci sont émises en devises (principalement en dollar US, mais également en euro ou en yen), généralement à taux fixe et présentant peu de clauses optionnelles; 2) les obligations étrangères ou titres émis par des non-résidents et libellés dans la monnaie du marché. 3) les titres libellés dans la monnaie du marché et émis par des résidents à l'intention des non-résidents.

1. il limite la dépendance vis-à-vis des prêts bancaires internationaux et officiels (multilatéraux et bilatéraux).
2. L'implication des investisseurs étrangers permet d'instaurer une plus grande discipline budgétaire et transparence des pays emprunteurs.
3. L'émission obligataire fait office de référence et permet d'établir une signature de crédit auprès des entreprises privées et semi-publiques et une réputation sur les marchés des capitaux.

Cependant, il apparaît également que le financement via les obligations est plus risqué<sup>22</sup>. Selon Eichengreen *et al* (2002), il existe trois facteurs réduisant l'incitation des investisseurs privés à détenir des titres peu risqués, à savoir : 1) l'existence de coûts de transaction transfrontalière, 2) l'asymétrie de taille entre les émetteurs et 3) la décroissance des gains tirés de la diversification du portefeuille<sup>23</sup>.

Enfin, en marge des instruments de dette précités, nous citons également les prêts concessionnels qui sont des instruments financiers souverains conçus par la Banque Mondiale, le FMI et les autres banques de développement afin de répondre aux besoins financiers et au soutien de la croissance économique des pays à faible revenu. De 2009 à 2013, on apprend que les engagements au titre de prêts concessionnels avoisinent les 10 milliards de dollars US. Plusieurs aménagements sont apportés à ces prêts notamment l'absence de paiements de taux d'intérêt jusqu'à la fin de 2014<sup>24</sup>.

---

<sup>22</sup> Notons qu'en Amérique latine et en Afrique, cinq facteurs expliquent le sous-développement des marchés obligataires domestiques (Serbini (2010)):

- a. La faiblesse des fondamentaux macroéconomiques (forte inflation, déficit budgétaire, solde négatif de la balance des paiements courants) et/ou microéconomiques, jusqu'à une période récente.
- b. L'absence quasi-totale d'une base locale d'investisseurs suffisamment large et diversifiée.
- c. Le faible recours aux agences de notation.
- d. L'existence de restrictions envers les investisseurs étrangers dans certains pays
- e. L'inefficience des marchés primaires, caractérisée par la faible prévisibilité et transparence des émissions.

<sup>23</sup> On retrouve par association le concept d'aléa moral qui se caractérise par l'orientation du comportement d'un acteur, qui assuré contre la réalisation d'un risque, adopte de ce fait un comportement plus risqué (Bastidon et al, 2010).

<sup>24</sup> Pour assouplir et adapter son soutien financier aux différentes caractéristiques des pays à faible revenu, le FMI a créé un Fonds fiduciaire pour la réduction de la pauvreté et pour la croissance qui alimente trois guichets de

Quatrièmement, nous notons que la devise de dénomination est importante à prendre en considération lors de la contraction d'emprunt souverain. En effet, il apparaît que les pays émergents peuvent difficilement emprunter dans leur propre monnaie, puisque souffrant du *péché originel* (Hausman et Panizza, 2003 ; Eichengreen *et al*, 2003). Selon la théorie du péché originel, l'emprunteur souverain ne peut s'endetter à long terme sur son marché et ne peut s'endetter dans sa propre monnaie sur les marchés internationaux. Dans le cas des pays émergents, ils ne peuvent donc que se financer à court terme et/ou en devises sur les marchés internationaux, ce qui augmente le risque de refinancement (à travers une prépondérance des obligations à court terme par exemple) et /ou le risque de change (avec une grande proportion de la dette étrangère libellée en devises).

### **1.5 Défis de soutenabilité de la dette souveraine**

Jusqu'où peut-on s'endetter? Qu'est-ce qui définit le niveau de soutenabilité de la dette souveraine? Dans le temps, Alexander Hamilton<sup>25</sup> affirmait qu'une dette publique pouvait être considérée comme une bénédiction nationale à condition qu'elle ne soit excessive. James Madison<sup>26</sup> prend la position adverse en soutenant qu'une dette publique est une malédiction publique.

Dans cette thèse, il est important de décliner le concept de soutenabilité de la dette souveraine, considérant le fait que le surendettement conduit à une situation de dépendance accrue des emprunteurs souverains vis-à-vis de ses créanciers, ce qui occasionne des situations d'illiquidité et d'insolvabilité. Ainsi, dès la fin des années 80, Sachs (1989) établissait la relation de causalité entre l'accumulation de la dette et

---

prêt concessionnel devenus opérationnels en janvier 2010. Source : Fiche technique, le soutien du FMI aux pays à faible revenu.

<sup>25</sup> Alexander Hamilton (1789-1795) était un éminent homme politique et financier américain qui fut Secrétaire au Trésor sous la présidence de Georges Washington.

<sup>26</sup> James Madison (1751-1836) fut le quatrième président des États-Unis de 1809 à 1817 (succédant au président Thomas Jefferson). Il est considéré comme l'un des principaux auteurs de la Constitution, et en particulier de l'équilibre entre les pouvoirs législatif, judiciaire et exécutif.

l'effet d'éviction qui se traduit par une baisse de l'investissement et de la consommation privée<sup>27</sup>.

Krugman (1988) s'inspire d'ailleurs de la *courbe de Laffer*<sup>28</sup> afin d'établir une relation entre la valeur nominale (ou faciale) de la dette et sa valeur marchande (en fonction des remboursements). L'auteur montre ainsi que :

- 1) lorsque le niveau d'endettement est bas, la valeur nominale équivaut à la valeur marchande, puisque la probabilité de remboursement est élevée (cas d'endettement soutenable);
- 2) plus la valeur nominale augmente, plus la valeur marchande augmente en parallèle et la dette devient de moins en moins soutenable. De ce fait on pourra s'attendre à une plus grande probabilité de défaut partiel;
- 3) enfin, arrivé à une certaine limite, la valeur marchande devient une fonction décroissante de la valeur nominale. On transite alors dans une phase de surendettement et de faibles incitations à la bonne gouvernance (forte probabilité de défaut).

Ainsi, la soutenabilité de la dette souveraine détermine la capacité d'un État à rembourser ses emprunts et à assurer sa solvabilité. Bachelier et Couillaut (2005) soutiennent que la dette publique d'un État est soutenable lorsque la politique budgétaire mise en place par le gouvernement, peut être prolongée sans pour autant exercer un ajustement excessif (des recettes ou dépenses budgétaires) dans le futur. Elle suppose donc que l'État soit solvable d'une part (*i.e.*, les créanciers sont ainsi optimistes quant à la capacité de l'État à honorer sa dette à moyen et long terme), et liquide d'autre part (*i.e.*, les ressources nécessaires au remboursement de la dette arrivant à échéance sont disponibles auprès de l'emprunteur souverain). Agenor et Montiel (1996) et Roubini (2001) soutiennent qu'un débiteur souverain est solvable

---

<sup>27</sup> L'effet d'éviction est d'une manière générale la conséquence d'une hausse des dépenses publics au détriment du secteur privé.

<sup>28</sup> La *courbe de Laffer* est une modélisation économique établissant une relation positive entre le taux d'imposition et les recettes de l'État lorsque le taux d'imposition est bas. Cette relation s'inverse lorsque le taux d'imposition est élevé (une augmentation de l'imposition conduit alors à une baisse des recettes étatiques). Ce dernier phénomène s'explique par la démotivation au travail des agents économiques sur-taxés.

si les excédents primaires actualisés sont au moins équivalents à la dette publique initiale.

Serbini (2010) dégage trois facteurs capables d'attester la soutenabilité d'une dette souveraine, à savoir :

- le statut de la balance budgétaire (excédent ou déficit).
- le taux de change : car une dépréciation de la monnaie locale implique une hausse de l'excédent budgétaire afin de stabiliser la dette.
- le taux d'intérêt : lorsque le coût de l'emprunt est peu élevé.

Durant les années 80, une série de restructurations de dette fut enclenchée à la suite du constat de l'endettement excessif des débiteurs souverains. Cette situation de surendettement fut contrôlée suite la mise en place du plan Brady et du lancement de divers programmes de privatisation. Les années 90 ont cependant été caractérisées, d'une part, par l'essor des financements sur les marchés obligataires, qui furent également des porteurs de risque et, d'autre part, par des crises de confiance des investisseurs. Ce qui entraîna de brusques fluctuations de capitaux, des bouleversements dans le marché des changes, ainsi qu'une amplification des phénomènes de contagion entre secteurs de l'économie ou entre différents pays. Les pays émergents étaient notamment fortement endettés en devises, et donc fortement exposés aux fluctuations des marchés.

Au début du millénaire, on parlait plus des défis de soutenabilité des pays à faible revenu (RNB<sup>29</sup> de 975\$ US et moins) qui ont également souvent eu du mal à rembourser leur dette extérieure. Dans le cadre des objectifs du Millénaire pour le développement (OMD), le FMI et la Banque Mondiale mirent sur place en avril 2005, un cadre de viabilité de la dette (CVD). Ce CVD permet entre autres d'évaluer la viabilité de la dette des pays à faible revenu en les classant par catégorie de risques

---

<sup>29</sup> Sur la base du RNB (revenu national brut) par habitant, la Banque Mondiale distingue les économies à faible revenu, à revenu moyen (subdivisées elles-mêmes en revenu moyen inférieur et revenu moyen supérieur) et revenu élevé. Parmi les pays à faible revenu, on liste : Afghanistan, Bénin, Burkina Faso, Burundi, Tchad, Gambie, Guinée, Haïti, Kenya, Libéria, Madagascar, Mali, Mauritanie, Mozambique, Népal, Niger, Rwanda, Sierra Léone, Somalie, Tanzanie, Togo, Uganda et Zimbabwe.

(faible, modéré, élevé et surendettement). Selon ce cadre, les pays performants (ayant de bonnes politiques) ont les seuils les plus élevés (l'accumulation de dette est moins risquée).

Dans le contexte actuel par contre, nous assistons à un complet retournement de la situation au détriment des pays développés. En effet, la question de la soutenabilité des dettes souveraines des pays émergents et pays à faible revenu se pose désormais beaucoup moins que celle des pays développés. A ce sujet, Artus (2012) nous montre qu'en 2012 les pays émergents tels que le Brésil (54,9%), l'Inde (51,9%), la Russie (12,2%) et la Chine (31,7%) affichaient des ratios de dette publique faibles comparés à ceux de la Grèce (161,3%), l'Italie (126,1%), le Portugal (119,7%) et l'Irlande (118%). La Grèce, en tête de file, aura pour objectif de baisser son ratio dette publique à 124% et d'atteindre un excédent primaire de 4,5% du PIB d'ici 2020.

Suite à ce problème récurrent de non soutenabilité de la dette, le FMI a récemment décidé d'appliquer de nouvelles mesures permettant de préciser la définition de non soutenabilité de la dette souveraine dans le contexte actuel. Le FMI restreint désormais l'octroi de financement additionnel aux débiteurs respectant les conditionnalités requises afin de restaurer la soutenabilité de sa dette souveraine.

## **1.6 Déficit (ou surplus) budgétaire et endettement souverain.**

Plusieurs facteurs déterminent le niveau d'endettement souverain, parmi lesquels nous pouvons citer la politique budgétaire de l'État qui est souvent inter reliée à sa politique fiscale.

Atteindre l'équilibre budgétaire (c'est-à-dire lorsque les recettes sont égales aux dépenses) est un des défis les plus difficiles à relever pour un État déficitaire. En cas de déficit, les dépenses (hors emprunt) sont supérieures aux recettes (hors remboursement) ce qui entraîne un financement du déficit par la dette, et donc une augmentation de l'endettement souverain<sup>30</sup>.

A ce sujet, Mankiw (2010) soutient que le maintien d'un surplus ou déficit budgétaire peut être bénéfique pour un État, tout en l'aidant à atteindre une politique fiscale optimale. L'auteur donne trois raisons :

- **La stabilité** : un déficit ou surplus budgétaire peut aider à stabiliser l'économie. Car l'atteinte d'un objectif d'équilibre budgétaire en temps de crise pourrait aggraver la situation économique du pays : lorsqu'une économie est en récession, les recettes fiscales baissent et les dépenses publiques augmentent; les règles de l'équilibre budgétaire préconiseraient une augmentation des impôts afin d'équilibrer les recettes fiscales aux dépenses publiques, or lors d'une récession, cette action pourrait aggraver la situation en affaiblissant le pouvoir d'achat et la demande des consommateurs. En 2009 par exemple, Barack Obama, 44<sup>ème</sup> président des États-Unis, fit voter un plan de relance autorisant une augmentation conséquente des dépenses publiques, ce qui augmenta le déficit budgétaire, mais permis aux États-Unis de sortir de la crise financière des subprimes.

---

<sup>30</sup> À son arrivée au pouvoir en 2012, François Hollande, président français, avait pour objectif d'honorer la promesse électorale qui consistait à atteindre l'équilibre budgétaire en 2017. En 2013, le déficit public était de 3,7% du PIB en France. Le programme de stabilité de la France pour 2013-2017 prévoit un déficit public de 0,7% du PIB en 2017. Cependant, cette prévision du programme ne prend pas en compte les changements d'orientations de cycles économiques ou l'inflation, éléments clés dans l'atteinte de l'équilibre budgétaire. L'équilibre structurel par contre, prend en compte ces facteurs et la France estime atteindre 0,5% du PIB d'ici fin 2017. *Source* : "Pierre Moscovici: « Notre objectif c'est de retrouver une croissance de 2% dès 2015 » », article paru sur Le Monde, 14 avril 2013.

- **Un lissage de la politique fiscale** : il serait néfaste pour une économie d'augmenter les impôts de manière incessante, car l'obligation de verser trop d'impôts décourage la société en inhibant la consommation (effet d'éviction). Par exemple, une augmentation de la taxe sur les revenus du travail est un facteur dissuasif pour le consommateur qui privilégiera dès lors une réduction de ses heures de travail. Afin de permettre un lissage de la politique fiscale, un déficit budgétaire est nécessaire durant les années de récession.
- **La redistribution intergénérationnelle** : un déficit budgétaire peut être utilisé afin de transférer un fardeau fiscal d'une génération à l'autre. Par exemple, lors d'une période d'augmentation exceptionnelle des dépenses publiques (en temps de guerre par exemple), la génération actuelle pourrait financer le déficit budgétaire permettant ainsi de dégager les ressources nécessaires. Le gouvernement pourrait par la suite rembourser cette dette à travers la perception d'impôts sur la prochaine génération.

Nous appuyons cette argumentation de Mankiw (2010) en soutenant qu'il est plus approprié de maintenir un déficit budgétaire en période de récession, ou avec l'occurrence d'évènements de crédit majeurs ou de conflit. L'atteinte d'un équilibre budgétaire serait à privilégier seulement dans le cas d'une reprise de l'activité économique ou d'accalmie.

### **1.7 Analyse de l'impact des crises sur la dette souveraine**

Le terme de crises de dette souveraine en général désigne les défauts sur la dette souveraine domestique ou étrangère, les crises bancaires, les crises de change, les restructurations, les périodes d'hyperinflation ou encore les crises boursières.

Selon Caprio et Kingebiel (2003), une crise bancaire est une crise affectant principalement le système bancaire par le manque de liquidité (baisse prolongée dans l'intermédiation des crédits accordés dans le secteur privé pouvant affecter l'efficacité économique). Tandis que Frankel et Rose (1986) désignent une crise de change lorsque le taux de change nominal domestique se déprécie par rapport à la devise de référence (souvent libellée en dollar) d'au moins 25% dans l'année. Plus précisément, les crises de change résultent d'une détérioration marquée du bilan du gouvernement ou des agents du secteur privé en termes de devise domestique, considérant que la majorité de la dette extérieure des pays émergents est libellée en devise étrangère.

Il existe une littérature abondante sur l'apparition simultanée de crise bancaire et de change (aussi appelée « crises jumelles »). Mais la littérature portant sur l'apparition simultanée de crise bancaire et crise de dette souveraine d'une part, et crise de change et crise souveraine d'autre part, est moins abondante. Reinhart (2002) montre que les défauts souverains sont souvent associés aux crises de change, tandis que les crises bancaires précèdent ou se déroulent simultanément avec les crises de dette souveraine (Reinhart et Rogoff (2011)). Borensztein et Panizza (2009) approfondissent la réflexion en établissant que les défauts souverains augmentent la probabilité de crise bancaire de 11%.

À ce sujet, sur le tableau 1.3 suivant, De Paoli *et al.* (2009) nous renseignent sur l'impact des différentes crises de dette souveraine sur la productivité des pays émergents. En observant le tableau, on remarque que les cas de défauts souverains se produisent rarement de manière isolée (seulement 5 crises observés sur l'ensemble des 43, soit 11,6% de probabilité). Les crises de défauts souverains sont donc très souvent accompagnées de crises de change (dans 32,5% des cas), de crises bancaires (dans 16,2% des cas) ou même des deux en même temps (cas de *triple crises* dans 39,5% des cas). Dans ces trois cas, les pertes en termes de productivité varient de 6,2 à 19,4% par an, alors que l'impact de ces crises interconnectées sur la durée peut atteindre 8 à 10 ans après leurs déclenchements. Il apparaît également que les pays choisissant de restructurer leurs dettes souveraines subissent des pertes en

productivité moins sévères (en termes de coût et de durée) et accèdent plus rapidement au financement extérieur par rapport à ceux s'abstenant d'enclencher un processus restructuration.

**Tableau 1.3 : Impact des crises de dette souveraine sur la productivité des pays émergents**

Type de crise de dette souveraine	Nombre de crises	Moyenne – durée des crises (en année)	Perte médiane, par an	Coût moyen par an
Défaut souverain	5	3,2	-3,0*	0,5
Défaut souverain et crise de change	14	8,1	2,3	6,2
Défaut souverain et crise bancaire	7	8,7	0,7	14,8
Triple crises	17	10,5	18,7	19,4
Restructuration	15	6,9	0,7	4,8
Absence de restructuration	28	9,5	11,5	16,1
Toutes les crises	43	8,6	4,4	12,2

\*Dans ce cas, la productivité est supérieure au temps  $t$  (après la crise) par rapport au temps  $t-1$  (avant la crise).

*Source : De Paoli et al. (2009)*

Dans la littérature, un lien est souvent établi entre les crises et les déterminants de la dette souveraine. Par exemple, la méthodologie générale consiste à établir un indicateur de crise de la dette souveraine comme variable endogène et des indicateurs macroéconomiques et institutionnels comme variables exogènes (comme dans l'étude de Kraay et Nerhu (2006)). Cependant, un problème de biais d'endogénéité se pose souvent avec cette méthodologie puisque les épisodes de défaut influencent les variables exogènes (et vice versa). Les auteurs tels que Kraay et Nerhu (2006) arrivent cependant à la conclusion que les crises sont plus probables lorsque :

- le niveau d'endettement est élevé (mesuré en fonction de l'endettement extérieure par rapport aux exportations ou le ratio du service de la dette par rapport aux exportations),
- le niveau de gouvernance est peu élevé ou
- la croissance du PIB réel est faible.

Par contre pour Manasse et al. (2006), le risque de crise pouvant entraîner le défaut souverain peut être mesuré selon la solvabilité (ratio de la dette extérieure par rapport au PIB), les problèmes de liquidité (portion à court terme de la dette extérieure), une faible croissance économique, le déséquilibre du compte courant et le risque politique. L'auteur approfondit sa réflexion avec Roubini (i.e Manasse et Roubini, 2009) en classant les pays selon deux critères : « *zone sure* » et « *zone en danger* ». Les auteurs appuient cette classification en se basant sur la dette extérieure par rapport au PIB, la croissance, et d'autres indicateurs macroéconomiques).

Afin d'approfondir la réflexion, De Bolle *et al.* (2006) analysent de manière pertinente le cycle des dettes domestique et extérieure de douze pays émergents avant, pendant et après une crise (ou un choc). Ils relèvent les différences suivantes :

1. ***avant la crise***, la dette domestique augmente plus fortement que la dette extérieure;
2. ***pendant la crise***, une augmentation de la dette extérieure s'observe du fait de la dépréciation du taux de change ainsi que les restrictions occasionnées par les accords conclus avec les institutions financières internationales;
3. ***après la crise***, la dette domestique augmente tandis que la dette extérieure baisse (suite à une hausse du taux de change, de l'initialisation des remboursements aux créanciers et aux contraintes liées à l'accès au marché international de capitaux).

Ainsi, suite à un choc, les auteurs citent les conséquences suivantes impactant sur la dette souveraine : une augmentation du ratio dette du secteur public/PIB, une

dépréciation persistante du taux de change, une structuration de dette souveraine plus rigide et l'exposition aux risques de refinancement et de change.

D'ailleurs, soulignons que la présente crise financière de 2007-2009, nous montre l'importance et la complexité de la gestion de la dette étrangère (ou extérieure).

## **1.8 Conclusion**

Ce premier chapitre nous a montré l'évolution des caractéristiques de la dette souveraine qui ont beaucoup évoluées dans le temps. Nous établissons cette évolution à travers trois constats majeurs:

- 1) Les pays à faible revenu sont moins endettés que les pays à revenu intermédiaire (tranche inférieure ou supérieure).
- 2) Aujourd'hui, ce sont les créanciers privés qui détiennent la majorité de la dette publique, notamment extérieure, des pays émergents et en voie de développement.
- 3) Depuis les années 90, le financement par titres obligataires est privilégié par rapport au financement par prêts bancaires, ce qui permet une meilleure diversification des marchés des capitaux.

Il apparait cependant que la non soutenabilité des dettes souveraines des États devient un problème récurrent aggravant le phénomène de contagion lors des différentes crises (bancaire, de change, défaut, restructuration, d'inflation ou encore boursière). Au constat de cette non soutenabilité, le débiteur souverain a tendance à faire défaut sur sa dette étrangère plutôt que sur sa dette domestique. Ce choix du débiteur est justifié par le fait que l'on constate une baisse plus importante de la croissance de l'économie domestique accompagnée d'un risque politique élevé en cas de défaut sur la dette domestique.

Ainsi, au vu des dernières crises, le FMI a récemment décidé d'appliquer de nouvelles mesures permettant de préciser la définition de non soutenabilité de la

dette souveraine dans le contexte actuel et n'accordera désormais aucun financement additionnel aux débiteurs ne respectant pas les conditionnalités requises afin de restaurer la soutenabilité de sa dette souveraine à la suite d'un évènement de crédit.

## Chapitre 2 : Du défaut souverain à la restructuration de dette

### **2.1 Introduction**

L'objectif principal de ce deuxième chapitre est de distinguer deux événements de crédit : le défaut souverain et la restructuration de dette souveraine. Dans la littérature, les définitions de ces deux termes se confondent de manière fréquente. Au cours de ce chapitre, nous procéderons ainsi à une distinction tridimensionnelle : théorique, historique et empirique.

Le second objectif de ce chapitre sera de dégager les récentes problématiques liées aux problèmes de non soutenabilité menant à une récurrence des défauts et épisodes de restructuration de dette souveraine. De nos jours, les débiteurs souverains ont de plus en plus tendance à vouloir éviter d'entrer en défaut de paiement ou d'entamer un processus de restructuration, puisque redoutant les conséquences économiques, financières et politiques de cette décision. De plus, l'enclenchement de ces événements de crédit occasionne de nombreuses difficultés liées à la négociation et à la détermination des pertes que subiront les créanciers dans le cadre d'un accord. Ces événements de crédit impactent également sur l'accès aux marchés des capitaux des débiteurs souverains en défaut et sur leur réputation.

Enfin, le troisième objectif de ce chapitre consistera à nous familiariser avec l'interventionnisme de deux créanciers officiels majeurs, à savoir le FMI et le Club de Paris, lors d'un événement de crédit. Ces créanciers jouent les rôles cruciaux de prêteurs et d'arbitres nécessaires au bon déroulement d'une sortie de crise. Ils sont également souvent la cible de critiques diverses lors des différentes interventions. Il est donc important de présenter les différents rôles tenus par ces créanciers officiels incontournables à l'apparition d'un événement de crédit.

## **2.2 Faits stylisés sur les récents cas de défauts et restructurations de dette souveraine**

Suite à la crise financière de 2007-2009, les récentes difficultés financières expérimentées par les pays comme la Grèce, l'Espagne, le Portugal ou la République de Chypre ont ravivé le débat sur l'interventionnisme de l'Union Européenne et du FMI, sur la viabilité des plans de sauvetage mis en œuvre et surtout sur les répercussions socio-économiques des mesures d'austérité adoptées<sup>31</sup>. Les interventions et tentatives de restructurations de dette de ces pays a connu des niveaux de complexités différentes.

La Grèce notamment, a bénéficié de deux premiers plans de sauvetage (au printemps 2010 totalisant un montant de 260 milliards d'euros depuis 2010). Suite à un défaut de paiement en date du 30 juin 2015, la Grèce a obtenu l'accord d'un troisième plan de sauvetage pour un montant estimé à 86 milliards d'euros<sup>32</sup>. Suite à cette dernière crise, le FMI<sup>33</sup> estime que la détérioration de la viabilité de la dette (qui avoisinait 200% du PIB national) ne pourra être solutionnée qu'à travers une restructuration significative (sous la forme d'un allègement) d'un montant supérieur au plan proposé par le mécanisme européen de stabilité (MES)<sup>34</sup>. En effet, le problème fondamental de la Grèce provient de la non soutenabilité de sa dette souveraine qui atteignait déjà 175% du PIB national en fin 2013. À ce sujet, Artus (2013) estimait à l'époque qu'un défaut était inévitable pour les pays les plus vulnérables de la zone euro considérant leur endettement excessif. Il était donc nécessaire selon l'auteur d'amorcer « une restructuration par un échange de titres à taux plus bas et avec une maturité plus longue ». Ainsi, en nous rapportant au cas de la Grèce, plusieurs experts estiment que la Grèce aurait dû entrer en défaut de paiement ou entamer une

---

<sup>31</sup> Parmi lesquelles nous nous inspirons du cas de la Grèce pour citer les imputations suivantes: la suppression des 13<sup>e</sup> et 14<sup>e</sup> mois de salaire dans la fonction publique, le gel des salaires des fonctionnaires pendant trois ans ou encore une nouvelle hausse de la TVA, etc.

<sup>32</sup> Boursorama, « Grèce: la troïka arrive en Grèce, dans un climat politique tendu », 29 juillet 2015.

<sup>33</sup> Le FMI (Fond Monétaire International) est chargé d'assister financièrement ses membres dans la résolution des déséquilibres de leurs balances de paiements.

<sup>34</sup> France 24, « Le FMI, allié inattendu de la Grèce face à l'Europe », 15 juillet 2015.

restructuration de sa dette plus tôt, et ne pas avoir recours au système d'aide par prêts via les différents plans de sauvetage.

Ces dernières années, on constate surtout le fait que les débiteurs souverains en difficulté tendent à éviter d'entrer en défaut jusqu'au moment ultime, ce qui aggrave la crise financière souveraine au point de nécessiter une assistance extérieure. Cette tendance favorise le phénomène de contagion et limite l'efficacité des mécanismes de résolution de crise. Ces interventions tardives occasionnent également des coûts au débiteur, aux créanciers et au système monétaire international. Pour le débiteur, une situation de non soutenabilité de la dette baisse les investissements et la croissance et crée de l'incertitude financière. Cette situation est susceptible d'accentuer le partage du fardeau de la dette ainsi que le hasard moral, favorisant ainsi une dépendance financière envers les créanciers officiels et le désengagement des créanciers privés. Les retards de paiement tendent également à réduire la valeur marchande des créances et à exacerber les tensions entre les différents comités de créanciers.

Ainsi donc, la question de l'aléa moral s'est donc beaucoup posée ces dernières années. Le risque d'aléa moral se manifeste lorsque le comportement du débiteur, qui assure contre la réalisation d'un risque, adopte par ce fait même un comportement plus risqué (d'où une hausse de la probabilité de réalisation du risque en question), (Bastidon et *al.*, 2010)). Dans le cas de la Grèce, l'accroissement de l'aléa moral s'est traduit par une restructuration de dette tardive (en 2012) due à l'adoption de deux plans de sauvetage, accentuant par la même occasion l'insolvabilité et la non soutenabilité de sa dette souveraine. Bulow (2002) estime que l'aléa moral accentue la non soutenabilité de l'endettement des souverains auprès des marchés des capitaux. Les interventions du FMI ou de la Troïka<sup>35</sup> furent donc vivement critiquées du fait du risque d'accroissement de l'aléa moral.

---

<sup>35</sup> La Troïka se compose de la Commission Européenne (CE), la Banque centrale européenne (BCE) et du Fonds monétaire international (FMI).

Le secteur bancaire fut également stabilisé à travers une recapitalisation par les gouvernements et organisations internationaux (communément défini sous le terme de *bail out*). Mais force est de constater l'inefficience de cette option puisque des trois pays ayant bénéficiés d'un *bail out* (la Grèce et l'Irlande en 2010, et le Portugal en mi-2011), seul l'Irlande (ayant bénéficié d'une assistance financière évaluée à 67,5 milliards d'euros), fut capable de sortir partiellement de la crise<sup>36</sup>.

Désormais, l'Eurogroupe et l'Ecofin se sont accordés sur les recapitalisations directes et la directive permettant d'uniformiser les pratiques de redressement et de résolution bancaires (BRRD)<sup>37</sup>. En effet, après un an de négociations, les ministres des Finances de la zone Euro se sont accordés le 20 juin 2013 sur le passage d'une logique de *bail out* à celle de *bail in* (recapitalisation par une mise à contribution des actionnaires et/ou des créanciers privés). Cette transition permettra désormais de stabiliser le renflouement financier du système bancaire lors d'une crise. Cet accord a pour but de limiter les recapitalisations directes et conditionne la mise à contribution préalable du secteur privé.

Il est donc désormais nécessaire de faire participer les créanciers privés dans la gestion de la dette à travers l'adoption du *bail in*, car une gestion optimale des crises implique une complémentarité entre le *bail in* et le *bail out*. L'interprétation du PSI (*private sector involvement*) s'articule ainsi autour du fait que les créanciers privés doivent être impliqués dans le processus de résolution des crises, permettant ainsi de contenir l'aléa moral et la baisse du flux des investissements privés lors des crises.

*La récente crise de l'euro a ainsi soulevé de nouvelles problématiques liées à la gestion des crises de dette souveraine, spécifiquement en cas de défaut et restructuration de dette. Il est donc nécessaire de bien distinguer les deux événements de crédit ainsi que leurs caractéristiques propres afin de mieux appréhender les problématiques actuelles.*

---

<sup>36</sup> Malgré un niveau d'endettement encore élevé de 125% du PIB et un déficit budgétaire évalué à 7,5% du PIB, selon le journal The Economist en date d'août 2013.

<sup>37</sup> « Du bail-out au bail in : le changement de paradigme officialisé », Alan Lemangnen, Recherche Économique, Natixis, 1<sup>er</sup> juillet 2013, numéro 121

## 2.3 Distinction entre défaut souverain et restructuration de dette souveraine

### 2.3.1 Définitions

Il est important de souligner qu'il existe plusieurs définitions du défaut souverain. L'agence de notation Standard and Poor's (S&P) définit le défaut souverain en cas de (1) un manquement au versement du principal ou des intérêts dû par le débiteur souverain à l'échéance ou durant la période de grâce ou (2) une restructuration de dette définie comme un échange d'instruments de dette (prêts ou obligations) en des termes moins favorables que ceux précédemment stipulés sur l'accord de prêt. Eaton *et al.* (2001) vont dans le même sens en précisant que le défaut est lié au manque de volonté ou à l'incapacité du débiteur de recouvrir le montant de la dette (ou le paiement des intérêts) tel qu'initialement stipulé.

Selon Reinhart *et al.* (2003), certains pays (par exemple ceux d'Amérique latine) sont plus enclins au défaut que d'autres (tels que les pays industrialisés ou émergents). Le terme désigné par les auteurs est celui de *défaillants en série* (*serial defaulters* en anglais). La fréquence de défauts de ces pays s'explique selon les auteurs à travers des facteurs structurels (avec une tendance au surendettement et une gestion peu adéquate de la dette souveraine) et non pour cause de facteurs exogènes.

Au sens large, le terme de « restructuration » signifie « donner une nouvelle structure ». Das, Papaioannou et Trebesch (2012) définissent une restructuration de dette souveraine comme étant un événement de crédit se traduisant par un échange d'instruments de dette souveraine, tels que les prêts bancaires ou obligations, pour de nouveaux instruments ou capitaux à travers une procédure formelle. Dans le cadre de notre thèse, une restructuration est synonyme d'une réforme structurelle de la dette permettant de trouver une solution de recouvrement (qui se traduit souvent par une baisse de la dette initialement due) pour les pays débiteurs encourageant la menace d'un défaut de paiement ou une augmentation du risque pays. Le but ultime étant de rétablir la solvabilité de l'État débiteur. Une restructuration souveraine peut

s'appliquer soit sur la dette extérieure, soit sur la dette domestique, soit sur les deux en même temps<sup>38</sup>.

L'Association Internationale des swaps et dérivés (ISDA ou *International Swaps and Derivatives Association*) assimile une restructuration de dette à un évènement de crédit lorsque : 1) il découle d'une détérioration de la solvabilité ou d'une situation financière précaire d'un gouvernement; et 2) a des conséquences sur les créances détenues par l'ensemble des investisseurs. Dans le même sens, l'agence de notation S&P assimile la restructuration comme étant une autre forme de défaut souverain puisque les termes contractés par cette « nouvelle » dette sont moins favorables que ceux originellement contractés (ex-ante). Par exemple, le rééchelonnement des obligations ou des prêts syndiqués ou l'échange de nouveaux instruments à des termes moins favorables envers les créanciers (comme dans le cadre d'accords multilatéraux tels que ceux négociés au Club de Paris ou du Club de Londres). Kraay et Nehru (2006) approfondissent ce point de vue en analysant le cas des pays à faible revenu bénéficiant des prêts concessionnels accordés par le FMI ou les autres institutions financières multilatérales. Ces prêts ont été accordés dans le but de soutenir la croissance économique et d'apporter un soutien financier à ces pays à faible revenu. Ce qui implique que sans le soutien financier en provenance des bailleurs étrangers, ces pays seraient dans l'incapacité de respecter les termes des accords de prêts, ce qui conduit à un évènement de crédit proche du défaut.

En se basant sur ces définitions, il est très difficile de distinguer les défauts des restructurations de dette souveraine. Dans cette thèse, nous distinguons pourtant systématiquement ces deux évènements de crédit en nous basant sur le type de créancier.

En effet, les créanciers officiels (tel que le Club de Paris) ont pour rôle primaire d'assister les pays lourdement endettés à travers des solutions coordonnées

---

<sup>38</sup> En Belize, 2007, le gouvernement ne restructura que la part de sa dette étrangère composée d'obligations. En Équateur (1998-2000), les autorités restructurèrent les obligations à court et moyen terme détenues par les non-résidents, mais épargnèrent la dette domestique à moyen et long terme. Par contre, en Jamaïque (2010), la restructuration s'appliqua à la dette domestique, sans impliquer la dette étrangère composée d'euro-obligations (afin de préserver l'accès aux marchés financiers).

permettant de résoudre les difficultés de paiement. Les considérations de ces créanciers sont ainsi essentiellement politiques. Les solutions préconisées par ces créanciers sont souvent orientées vers un rééchelonnement, une renégociation ou encore un allègement partiel ou total (annulation) de la dette souveraine. Ce groupe de créanciers considère donc les restructurations de dette souveraine comme étant une alternative aux événements de défaut.

Les créanciers privés par contre sont motivés par des considérations financières et tentent plutôt de minimiser les pertes susceptibles de réduire la VAN du principal initialement investi. Ainsi, la perception d'un débiteur souverain en situation d'insolvabilité aura pour impact la dégradation effective de la notation souveraine par les agences de notation qui ont tendance à anticiper un défaut de la dette souveraine. Dans ce cas, la restructuration de dette souveraine qui est considérée comme étant un échange d'instruments de dette en des termes différents de ceux initialement initiés sera négativement perçue négativement comme la variante d'un défaut de dette souveraine. Notons que les créanciers privés sont réfractaires à l'enclenchement d'un processus de restructuration de dette souveraine considérant l'ensemble des difficultés encourues (coordination avec de multiples créanciers dispersés géographiquement, les recours en justice, les risques de décote significative par annulation de la dette etc.)

Dans cette thèse, nous adopterons ainsi le point de vue des créanciers officiels qui distinguent les restructurations de dette souveraine (à travers l'identification d'un échange d'instruments de dette et du type de restructuration de dette à opérer en fonction de la situation du débiteur, ainsi qu'à travers la mise en place d'un processus) des événements de défaut. Ainsi, afin de distinguer les deux événements de crédit, nous nous baserons sur des sources telles que celle de la *Global Development Finance* (de la Banque Mondiale) qui distingue les défauts en fonctions des créanciers privés et officiels. Enfin, pour mieux distinguer les restructurations de dette souveraine des événements de défaut, nous codifierons ces derniers en fonction de facteurs clés présentés dans la section suivante.

### 2.3.2 Codification d'un épisode de défaut souverain

*Nous codifions un défaut de dette souveraine dès lors que:*

*1) un débiteur souverain ne s'acquitte pas des premiers paiements (versements d'intérêts ou principal) dus au-delà de la période de grâce (durant le mois où le défaut est constaté) ou,*

*2) une sévère dégradation de la solvabilité d'un débiteur souverain débouche sur la dégradation de sa notation souveraine par Standard & Poor's au grade de SD ou selective default;*

*3) une annonce publique du défaut souverain (volontaire ou involontaire) des paiements dus par le débiteur souverain.*

La constatation de l'épisode de défaut peut donc être très courte ou relativement longue sur l'échelle temporelle, dépendamment des pays et du montant de la créance due. La durée de cette période sera principalement déterminée par la volonté du débiteur souverain basée sur l'acceptation ou le déni de sa précarité financière (auquel cas l'épisode de défaut sera retardé). La constatation du défaut souverain nous donnera ainsi deux principales résultantes à savoir : (1) l'enclenchement d'un épisode de restructuration de dette souveraine ou (2) le refus du débiteur souverain de s'engager à un remboursement (même partiel) de la créance, ce qui annulant ainsi toute procédure de renégociation ou restructuration de la dette. Notons que dans ce dernier cas, le débiteur s'expose à des pénalités et sanctions vis-à-vis de ses créanciers et limite ses futurs accès aux financements par le truchement des capitaux étrangers.

### 2.3.3 Codification d'un épisode de restructuration de dette souveraine

*Nous codifions un épisode de restructuration de dette souveraine si :*

- 1) le débiteur souverain et les créanciers acceptent de renégocier les termes initialement stipulés sur l'accord de prêt;*
- 2) la renégociation se formalise à travers un échange d'instruments de dette reconnus (prêts bancaires, obligations, contrats commerciaux, espèces, autres instruments de dette, etc.).*
- 3) le processus de restructuration suit les trois phases suivantes : une phase initiale, une phase de négociation et une phase d'implantation.*

Dans les normes, l'épisode se conclut avec un accord de restructuration finale ou lorsqu'il y a entente d'échange d'instruments de dette. Dans ce cas, une autre différence avec la définition de S&P réside dans le fait que, à l'instar de Trebesch (2008), nous *codifions, individuellement les processus de restructuration de dette souveraine selon l'instrument de dette spécifiquement renégocié (prêts ou obligations), ce qui évite une généralisation des épisodes de défaut.* La renégociation peut porter sur différents types d'instruments de dette tels que les prêts bancaires, les obligations ou encore sur les crédits commerciaux. Ils seront donc codifiés comme étant des processus de restructurations distincts et ce, même si les négociations sont conduites en parallèle.

Afin d'illustrer la distinction faite entre les épisodes de restructurations de dette souveraine et les défauts souverains, nous allons nous baser sur les études de cas recueillies par Trebesch (2008) et Cruces et Trebesch (2013).

*Exemple 1 : cas du Brésil dans le courant des années 80 et 90*

Entre 1983 et 1994, le Brésil connut une crise de dette souveraine classifiée comme étant un seul évènement de défaut sur la dette bancaire (en devise étrangère) et s'étendant sur toute la période. Cependant, nous distinguons six épisodes de restructurations de dette distincts durant cette période. Ces dernières se sont présentées comme suit : trois accords de restructurations à court terme en 1983, 1984 et 1986 (pour un montant inférieur à 10 milliards de \$ US pour chacun des accords distincts), une entente de restructuration portant sur un montant significatif de 62 milliards de \$ US en 1988, ainsi qu'un accord intermédiaire de restructuration sur un montant d'arriérés de paiement de 7,2 milliards de \$ US en novembre 1992, et enfin, un accord sous couvert du plan Brady sur un montant de 42 milliards de \$ US en avril 1994.

\*Source : Trebesch (2008), Cruces et Trebesch (2013).

---

*Exemple 2 : Cas du défaut de paiement en Russie (1998)*

Lorsque la Russie entre en défaut de paiement en 1998, S&P classifie cet évènement de crédit comme étant un seul épisode de défaut sur sa dette souveraine (libellée en devise étrangère) allant de 1998 à 2000. Cependant, à la suite de l'annonce du défaut de paiement en 1998, nous distinguons trois processus de restructurations distincts. Le premier processus de restructuration se distingue lors de la renégociation de la dette russe à court terme (notamment les GKO<sup>39</sup>) libellée en devise domestique et détenue par les non-résidents, de juillet 1998 à mars 1999 (échange de dette pour un équivalent de 49 milliards de \$ US). Le deuxième processus de restructuration se déroula de mai 1999 à février 2000 sur des obligations souveraines et pour un montant de 1,3 milliards de \$ US. Enfin, le troisième processus de restructuration se déroula sous l'égide du Club de Londres pour des obligations souveraines précédemment restructurées (obligations PRIN<sup>40</sup> et arriérés d'intérêts IAN<sup>41</sup>) allant de septembre 1998 à août 2000 pour un montant de 32 milliards de \$US.

\*Source : Trebesch (2008), Cruces et Trebesch (2013).

---

<sup>39</sup> Les GKO, abréviation de *Gosudarstvennoe Kratkosrochnoe Obyazatelstvo*, étaient des titres de créances négociables à court terme émis par l'État russe à partir de février 1993.

<sup>40</sup> Obligations d'intérêt sans papier émises par Vnesheconombank.

<sup>41</sup> Obligations papier promo émises par Vnesheconombank.

Lors d'un processus de restructuration de dette souveraine, les créanciers publics sont souvent plus disposés à assouplir les conditions de remboursement de la créance à travers des allègements ou des rééchelonnements de dette. Par contre, les négociations peuvent s'éterniser avec les créanciers privés qui sont beaucoup moins disposés à annuler une partie de la dette souveraine qui leur est due et tiennent à minimiser les pertes. De plus, des problèmes de coordination surgissent souvent entre créanciers privés (dus à leur multiplicité et à la diversité de leur répartition géographique). Le problème devient encore plus complexe si on prend en compte la diversité des instruments de la dette et la multiplicité des juridictions où la dette est émise. Dans ce cas, il est donc plus complexe de mettre en place un processus de restructuration.

Rajoutons que *ces évènements de crédit peuvent être liés mais distincts sur un horizon temporel défini* : une restructuration de dette intervient, dans la plupart des cas, après un défaut. Cependant, il n'est pas exclu qu'un gouvernement enclenche un processus de restructuration de dette avant de faire défaut sur ses engagements de paiement. À ce sujet, Das, Papaioannou et Trebesch (2012) estiment que sur les 186 cas de restructurations de dette constatées entre 1950 et 2010, 109 cas de restructurations se sont déroulées après le défaut et 77 cas avant le défaut.

Enfin, précisons qu'il est fréquent que ces évènements de crédit se produisent individuellement l'un par rapport à l'autre. En effet, certains pays n'ont connu que des épisodes de restructurations isolés, comme par exemple l'Albanie (1998, 2005, 2009), l'Angola (1995, 2000, 2005, 2009), le Bénin (1995, 2000, 2003, 2011), la Bosnie Herzégovine (1998, 2009), l'Égypte (2000), le Ghana (1996, 2001, 2005, 2011) ou en encore l'Ouganda (1995, 2000, 2005, 2010). De la même manière, d'autres pays ont fait défaut sur leurs dettes souveraines sans pour autant avoir recours à un processus de restructuration de dette avant ou après le défaut. Nous pouvons citer comme exemple la Slovénie (1992-1996) et le Vietnam (1985-1998) (qui ont fait défaut sur leur dette bancaire libellée en devise étrangère), le Paraguay (2003) ou encore la Jamaïque (2010). Bien évidemment ces cas de défauts souverains sans un recours à une quelconque restructuration sont plus rares car la

restructuration constitue une solution de sauvetage pour l'économie et le système bancaire du débiteur souverain expérimentant des problèmes de liquidité.

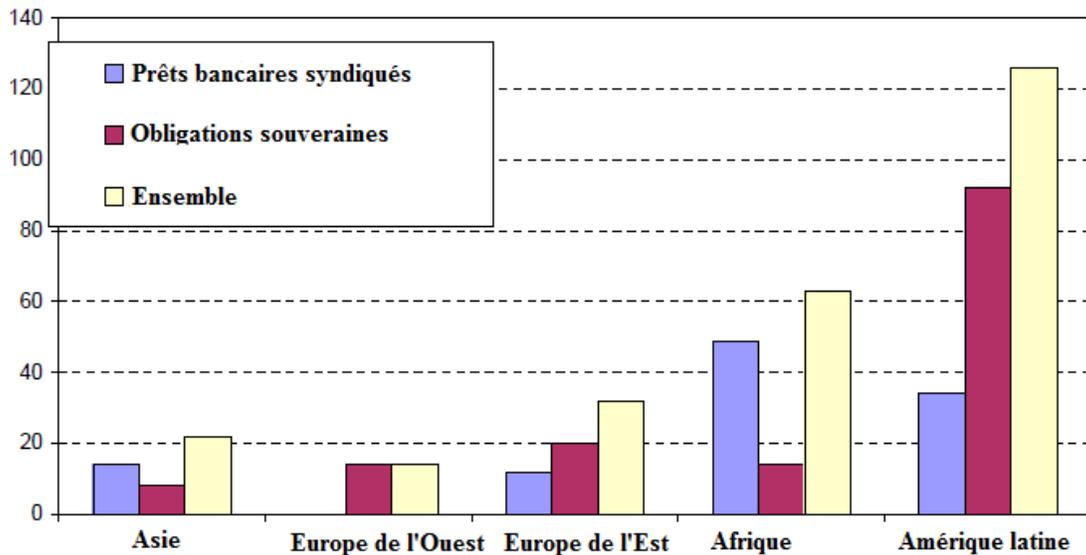
#### **2.4 Historique et répartition des épisodes de défauts souverains dans le temps**

Tomz et Wright (2007) nous apprennent que, sur la période allant 1820 à 2004, 106 pays ont déclarés un défaut de paiement souverain à différents moments, pour un total de 250 épisodes de défaut. Kraay et Nehru (2006) arrivent à 94 épisodes de défaut souverain sur une période allant de 1970 à 2001.

En se référant à la classification de Standard & Poor's, Borensztein et Panizza (2009) dressent un récapitulatif des défauts souverains sur la période allant de 1824 à 2004. Selon ces auteurs, l'Amérique latine enregistre le nombre le plus significatif de défauts souverains avec 126 épisodes, suivi du continent africain avec 63 épisodes. D'une part, la prédominance des défauts souverains en Amérique latine s'explique avec l'accession à l'indépendance de ses pays, ainsi qu'à l'accès aux marchés des capitaux au début du 19<sup>ème</sup> siècle. D'autre part, les pays africains n'ont pu accéder à l'indépendance qu'à partir des années 1950. Ainsi, l'accession aux indépendances crée une période de transition politique et économique impactant négativement sur la gestion de la dette souveraine.

Sturzenegger et Zettelmeyer (2006) nous apprennent en outre que les épisodes de défauts souverains ont tendance à se produire en série, provoquant par la suite un boom du marché du crédit. La première série de défauts souverains s'est produite sur la période allant de 1824 à 1840 et eut pour conséquence un boom du marché du crédit, principalement entraîné par l'indépendance nouvellement acquise des pays de l'Amérique latine (outre ces pays, les autres épisodes de défauts concernent la Grèce, le Portugal et l'Espagne). La longueur de ces épisodes de défauts (plus de vingt ans) suggère de longs processus de restructuration de dette souveraine.

**Figure 2.1: Défauts souverains par région de 1824 à 2004**



Source : Borensztein et Panizza (2009)

La période allant de 1841 à 1860 ne comprend que six épisodes de défauts comparé aux années 1861-1920 qui furent caractérisées par 58 épisodes défauts dont 41 en Amérique latine, 8 en Afrique et 1 en Russie. Les durées des processus de restructurations de dette baissèrent drastiquement durant cette période à moins de 5 ans entre 1881 et 1920.

La vague suivante de défauts fut associée à la crise de 1929 et à la seconde guerre mondiale. Ainsi, 39 épisodes de défauts (notamment en Amérique latine et 16 en Europe) furent enregistrés entre 1921 et 1940. À la fin de la guerre, la plupart des pays en voie de développement étaient exclus des marchés internationaux des capitaux. C'est la raison pour laquelle le nombre de défauts souverains baissa jusqu'au nombre de six (6) de 1941 à 1970.

Le financement des pays en voie de développement reprit lentement dans le courant des années 60 et explosa après le choc pétrolier de 1973 (financés sous la forme de prêts bancaires syndiqués). Une nouvelle série de défauts fut enregistrés par la suite (15 épisodes de défauts souverains dans le courant des années 70). Cette série prit une ampleur additionnelle lorsque le Mexique déclara une cessation de ses

paiements sur sa dette souveraine en 1982. La résultante fut une série de 70 épisodes de défauts dont 34 en Afrique et 29 en Amérique latine.

Enfin, entre 1991 et 2004, les auteurs nous apprennent que 40 épisodes de défauts furent enregistrés dont 26 furent procédés via prêts bancaires syndiqués (majoritairement en Afrique) et 14 via les obligations souveraines (principalement en Amérique latine).

## 2.5 Évolution des restructurations de dette souveraine

Le débat portant sur la restructuration de la dette souveraine se retrouva ravivé à partir des années 70 avec l'endettement des pays en voie de développement, et s'accrut dans les années 80 et 90 avec les crises financières internationales initiées dans les nouveaux pays industrialisés tels que le Mexique, l'Asie, la Russie, la Turquie, et le Brésil vers les années 2000.

L'évolution des restructurations de dette dans les pays émergents depuis 1998 peut être résumée en cinq points (Das, Papaioannou et Trebesch, 2012):

1. *Les restructurations de dette obligataires souveraines ont été implantées sur un délai relativement court*: trois à quatre mois pour la Jamaïque (2010), l'Uruguay (2003) et le Pakistan (1999). Le cas de l'Argentine (2001-2005) fait figure d'exception.
2. *Les auteurs constatent une grande variation des pertes subies par les investisseurs*: allant de 5% de perte de la VAN en République Dominicaine à 90% de perte en Irak (2006).
3. *Le nombre de restructurations de dette impliquant une perte de la valeur nominale a notablement augmenté depuis la fin des années 80*: cette tendance vient du fait que les échanges entre dette bancaire et titres obligataires impliquent désormais une plus large gamme d'options offertes aux investisseurs, incluant explicitement une option de la réduction de la valeur nominale.

4. Asonuma et Trebesch (2012) constatent, en moyenne, *une perte de la VAN plus importante lorsque la restructuration de dette est procédée après le défaut* (ce qui suppose que la perte en VAN est moins importante lorsqu'une restructuration de dette est enclenchée de manière préventive).
5. *Les procédures de restructurations de dette varient en termes de complexité* : le nombre d'instruments de dette impliqué est essentiel. Une procédure impliquant l'échange d'un ou deux instruments de dette est plus facile à résoudre qu'une autre impliquant des douzaines d'instruments différents (comme ce fut le cas en Argentine, 2005) et en Uruguay (2003).

A ce sujet, Trebesch (2011) a constitué une base de données des épisodes de restructurations de dette portant sur une période allant de 1950 à 2010. De cette étude, l'auteur répertorie 600 cas de restructurations de dette dans 95 pays dont :

- 186 cas de restructurations de dette impliquant des créanciers privés étrangers (banques étrangères et obligataires).
- Plusieurs cas de restructurations impliquant les créanciers domestiques et sous forme d'obligations souveraines, à savoir : l'Ukraine (1998), la Russie (1998), l'Argentine (2001), l'Uruguay (2003), la République Dominicaine (2005), et la Jamaïque (2010).
- 450 cas de restructurations de dette souveraine bilatérale (de gouvernement à gouvernement) à travers le Club de Paris<sup>42</sup>.

Das, Papaioannou et Trebesch (2012) vont plus loin dans la classification en décomposant les 186 cas de restructurations de dette de la manière suivante :

- 18 cas de restructurations par obligations souveraines et 168 cas de prêts bancaires.
- 57 cas d'allègements de dette et 129 cas de rééchelonnements.

---

<sup>42</sup> Depuis les années 80, le Club de Paris privilégie l'assistance aux pays à revenu faible et adopta à partir de 1996, une claire tendance vers les pays membres de l'initiative des pays pauvres très endettés (IPTE). L'octroi de prêts concessionnels devient alors une pratique standard via annulations de dette. Les accords d'Évian en 2003 permirent d'étendre l'assistance du Club de Paris aux pays non membres de l'IPTE ayant des problèmes de solvabilité. La nouvelle approche consiste dorénavant à mettre l'accent sur la soutenabilité de la dette à long terme plutôt que sur les allègements de dette à court terme.

- 109 cas de restructurations après défaut et 77 cas avant défaut.
- 26 opérations de rachat en espèces dont la plupart ont été mises en place à travers l'Initiative des pays pauvres très endettés (IPPTE).

Malgré les différences de perception quant à l'impact d'une restructuration de dette souveraine, le FMI estime qu'en cas de crise, elle constitue une solution viable permettant d'assurer une soutenabilité à moyen terme de la dette souveraine. En guise d'illustration, nous pouvons nous baser sur le cas de la Grèce dont le FMI propose trois solutions aux créanciers préalable à l'adoption du troisième plan de sauvetage<sup>43</sup>. Premièrement, l'institution internationale propose un rallongement du délai de grâce (de 10 à 30 ans) durant laquelle la Grèce pourrait s'abstenir de rembourser ses nouveaux engagements financiers. Deuxièmement, les États européens devront réaliser des transferts annuels significatifs au budget de l'État grec. Et enfin, troisièmement, les créanciers devraient accepter de concéder des décotes significatives appliquées aux créances. L'adoption de ces trois pistes par les créanciers serait selon Christine Lagarde, directrice du FMI, essentiel afin d'assurer la viabilité de la dette souveraine grecque.

## **2.6 Facteurs à la source et caractéristiques des défauts et restructurations de dette**

La revue de littérature s'étend sur de nombreuses causes comme étant à l'origine des défauts et restructurations de dette. Historiquement, Reinhart, Rogoff, et Savastano (2003) soutiennent que les événements de restructurations d'un pays et l'absence de paiements dépendent en grande partie de la fréquence de ses défauts dans le passé. Sturzenegger et Zettelmeyer (2006) et Manasse et Roubini (2009) citent les causes suivantes comme plus courantes de nos jours :

1. Une détérioration des termes de commerce.

---

<sup>43</sup> Le Figaro, « Le FMI réclame un allègement drastique de la dette grecque », le 15 juillet 2015.

2. Une récession dans les pays développés ou pays pourvoyeurs de fonds.
3. Une augmentation des coûts d'emprunt à l'international (en raison, par exemple, du resserrement de la politique monétaire des pays créanciers).
4. L'adoption de politiques macroéconomiques peu judicieuses ou inadaptées occasionnant des vulnérabilités.
5. Une crise systémique entraînant un phénomène de contagion.

Catao et Kapur (2006) évoquent également la volatilité macroéconomique. Reinhart et Rogoff (2011) incluent les crises bancaires et autres passifs éventuels. Kohlscheen (2007), van Rikieghem et Weder (2009) évoquent aussi les facteurs politiques et institutionnels.

Das, Papaioannou et Trebesch (2012) ajoutent que la perception du marché peut également influencer le moment et la fréquence des restructurations de dette. Lorsque le marché perçoit une future baisse de la solvabilité d'un gouvernement à travers des indicateurs, cela peut facilement entraîner une hausse des taux d'intérêt et ainsi augmenter la probabilité de défaut (Cole et Kehoe (2000)). Également, en cas d'exclusion effective des marchés, les pays n'ont pas d'autres choix que d'arrêter les paiements d'intérêts. Ce risque s'amplifie lorsque les gouvernements encourent des risques de refinancement importants (Detragiache et Spillimbergo (2001)).

La structure du portefeuille de la dette contractée impacte également sur la probabilité et la fréquence des événements de crédit. Das, Papaioannou et Trebesch (2012) ciblent quatre facteurs pouvant impacter sur la liquidité, les conditions de solvabilité et la décision de restructuration :

1. *la composition de devises* : une dette issue en devise étrangère peut générer des vulnérabilités (en augmentant le risque de change) puisqu'un gouvernement détient majoritairement des devises domestiques.

2. *dette à taux variable* : un pourcentage élevé d'une dette à taux variable pourrait augmenter la probabilité d'un surendettement en raison de l'impact des chocs de taux d'intérêts sur les coûts d'emprunt moyen des pays.
3. *l'échéance* : une plus longue échéance diminue les risques de refinancement et une plus faible probabilité de surendettement.
4. *la composition des créanciers* : la décision de restructurer peut aussi dépendre de la part de dette détenue par les créanciers officiels (bilatéraux) et/ou les créanciers multilatéraux considérant que ces derniers peuvent être approchés de façon différente (plus souples) par rapport aux banques ou détenteurs d'obligations du secteur privé.

Le tableau 2.1 suivant nous donne une liste des principales restructurations de dette, ainsi que leurs caractéristiques, de 1998 à 2010. Parmi ces différents cas, nous observons notamment le processus de transformation de la dette initialement négociée à celle nouvellement émise suite à l'impact d'une restructuration de dette souveraine. En effet, suite à un évènement de crédit, la dette initialement contractée est annulée et remplacée par une dette négociée sur la base de nouveaux termes incluant de nouveaux instruments. Tel que démontré au chapitre 3, cet échange de dette nouvellement émise peut aboutir sur des termes moins favorables aux créanciers comparés à ceux initialement négociés.

Ce tableau nous montre la diversité des nouveaux instruments de dette pouvant être échangés suite à l'émission d'une nouvelle dette. Entre autres, nous pouvons distinguer les quatre principales options d'instruments suivantes :

1. *les obligations (celles libellées en devise extérieure ou domestique, les euro-obligations, les obligations Brady),*
2. *les prêts bancaires (comprenant les prêts en général et arriérés de dette),*
3. *les crédits commerciaux (comme les crédits fournisseurs).*
4. *Le règlement en espèces.*

Mais cette dernière option n'est pas forcément la meilleure puisqu'étant est procédé en prenant compte la situation financière du débiteur souverain qui est généralement précaire au moment d'un défaut (ou d'une restructuration). Dans ces cas, les pertes subies par les investisseurs peuvent être plus importantes qu'en cas d'échange d'instruments en circulation. Ce fut le cas de l'Équateur, en 2008, où les pertes subies par les investisseurs furent estimées à 67,7 % (avec perte de la valeur nominale estimée à 68,6%) (Cruces et Trebesch (2013)).

**Tableau 2.1: Caractéristiques des restructurations de dette souveraine de 1998 à 2010**

Cas	Restructuration post-défaut - Préventive	Date du défaut	Annonce de la restructuration	Début des Négociations	Offre d'échange final	Date de l'échange	Durée totale (mois)	Montant de dette échangé (en M \$US)	Perte de la valeur nominale	Estimé de la décote	Instruments en circulation échangés	Nouveaux instruments
Pakistan ( <i>prêts bancaires</i> )	Post-défaut	août-98	août-98	mars-99	mai-99	juil-99	11	777	0,00%	11,60%	Crédits commerciaux et arriérés de dette	1 prêt
Pakistan ( <i>oblig. Ext</i> )	Post défaut		août-99	sept-99	nov-99	déc-99	4	610	0,00%	15,00%	3 Euro-oblig.	1 Euro-oblig.
Ukraine ( <i>oblig. Ext</i> )	Préventive		déc-99	janv-00	févr-00	avr-00	4	1598	0,90%	18,00%	3 oblig- 1 prêt	1 Euro-oblig.
Équateur ( <i>oblig. Ext</i> )	Post-défaut	août-99	juil-98	sept-99	oct-99	nov-99	25	6700	33,90%	38,30%	4 Oblig Brady, 2 euro-oblig	2 Euro-oblig.
Russie ( <i>prêts bancaires</i> )	Post-défaut	déc-98	sept-98	mai-99	juil-00	août-00	23	31943	36,40%	50,80%	arriérés de dette	1 Euro-oblig.
Moldovie ( <i>oblig. Ext</i> )	Préventive		juin-02	juin-02	août-02	oct-02	4	40	0,00%	36,90%	1 Euro-oblig.	1 Euro-oblig.
Uruguay ( <i>oblig. Ext</i> )	Préventive		mars-03	mars-03	avr-03	mai-03	2	3127	0,00%	9,80%	18 Oblig. Ext	18+ 3 nouvelles oblig. de réf
Serbie et Monten. ( <i>prêts</i> )	Post-défaut	années 90	déc-00	sept-01	juin-04	juin-04	44	2700	59,30%	70,90%	prêts bancaires, arriérés	1 Euro-oblig.
Dominique ( <i>oblig. Prêts</i> )	Post-défaut	juil-03	juin-03	déc-03	avr-04	sept-04	15	144	15,00%	54,00%	2 Oblig, prêts à court et moyen terme	3 Oblig.
Argentine ( <i>oblig ext-dom</i> )	Post-défaut	janv-02	sept-03	janv-04	janv-05	juin-05	21	8 180	43,40%	76,80%	152 US\$, EUR, Yen et ARG\$ (Obligations)	11 US\$, EUR, Yen et ARG\$ (obligations)
Rep. Dom. ( <i>oblig ext</i> )	Préventive		avr-04	janv-05	avr-05	mai-05	13	1100	0,00%	4,70%	2 Oblig.	2 Oblig.
Rep. Dom. ( <i>prêts bancaires</i> )	Post-défaut	févr-05	avr-04	déc-04	juin-05	oct-05	18	180	0,00%	11,30%	prêts bancaires, arriérés	1 prêt
Grenade ( <i>Oblig / prêts</i> )	Préventive		oct-04	déc-04	sept-05	nov-05	13	210	0,00%	33,90%	5 oblig. Ext, 8 oblig. dom., 2 prêts ext, prêts	1 oblig. \$US, 1 Oblig. \$EC
Irak ( <i>prêts bancaires</i> )	Post-défaut	depuis 2003	en 2004	juil-05	juil-05	janv-06	20	17710	81,50%	89,40%	prêts, crédit fournisseur, arriérés	Comptant, 1 oblig. \$US, 1 prêt

Cas	Restructuration post-défaut - Préventive	Date du défaut	Annonce de la restructuration	Début des Négociations	Offre d'échange final	Date de l'échange	Durée totale (mois)	Montant de dette échangé (en M \$US)	Perte de la valeur nominale	Estimé de la décote	Instruments en circulation échangés	Nouveaux instruments
Belize ( <i>Oblig/prêts</i> )	Préventive		août-06	août-06	déc-06	févr-07	6	516	0,00%	23,70%	7 oblig., 8 prêts	1 oblig.
Équateur ( <i>rachat d'oblig</i> )	Post-défaut	déc-08	janv-09	pas de nég.	avr-09	jui/nov-09	12	3190	68,60%	67,70%	2 Euro-oblig.	règlement en espèces
Seychelles ( <i>oblig. Ext</i> )	Post-défaut	juil-08	mars-09	mars-09	déc-09	févr-10	19	320	50,00%	56,20%	1 oblig. Ext, 2 prêts ext., notes	1 oblig.
Côte d'Ivoire ( <i>oblig. Ext</i> )	Post-défaut	mars-00	août-09	août-08	mars-10	avr-10	21	2940	20,00%	55,20%	2 oblig. Brady, arriérés	1 oblig.
Jamaïque ( <i>oblig domestiques</i> )	Préventive		janv-10	janv-10	janv-10	févr-10	1	780	0%	N/A	350\$ US , Oblig dom denom J\$	25 US\$ Obligations dom denom J\$
Argentine ( <i>Oblig dom et ext, reouverture</i> )	Post-défaut	janv-02	avr-10	NA	avr-10	sept-10	5	1830	43,40%	N/A	160 US\$, oblig dénomminées en EUR, YEN, ARG\$	11US\$, oblig dénomminés en EUR, YEN et ARG\$
Saint-Christophe et Nièvés ( <i>oblig-prêts</i> )	Préventive		juin-11	Aout-11	févr-12	avr-12	10	140	31,80%	N/A	11 oblig ext, 2 oblig dom et 4 prêts	1 Obligation US\$ et 1 obligation EC\$
Grèce ( <i>oblig dom et ext</i> )	Préventive		juil-11	juil-11	févr-12	mars-12	8	27 122	53,50%	N/A	Oblig dom et ext	20 obligations, 2 Notes, instrument lié au PIB
Bélieze ( <i>oblig ext</i> )	Préventive		Aout-12	Aout-12	févr-13	mars-13	7	55	10%	N/A	1 obligation	1 Obligation
Jamaïque ( <i>oblig domestiques</i> )	Préventive		févr-13	févr-13	févr-13	févr-13	1	890	0%	N/A	28 US\$ et oblig domestiques denom J\$	26 US\$ et oblig domestiques denom J\$

Sources : Das et al (2012), Sturzenegger et Zettelmeyer (2006), Asonuma et Trebesch (2012)

## **2.7 Interventions des organisations internationales lors des processus de restructuration de dette**

### **2.7.1 Rôles et critiques d'intervention du FMI**

Ces dernières années, l'intervention du FMI fut omniprésente dans tous les épisodes de défauts et restructurations de dette souveraine impliquant les pays comme la Grèce (2011, 2012, 2015), le Belize (2007, 2013), la Jamaïque (2010 et 2013), Saint-Christophe-et-Niévès (2012), ou encore en Grenade (2013). Mais dans sa gestion des crises de dette souveraine, la nature de l'intervention du FMI continue d'être vivement débattue dans l'actualité comme dans la littérature.

Le débat s'oriente essentiellement sur le triple rôle du Fonds lors des restructurations de dette, à savoir ceux : d'expert, de moniteur et de prêteur. À travers son rôle d'expert, le FMI fournit des rapports d'information économique et financière permettant d'évaluer la soutenabilité de la dette souveraine et élaborer des solutions de sortie de crise. Son rôle de moniteur engage le Fonds à veiller au bon déroulement du processus de restructuration afin de permettre une renégociation ordonnée et à crédibiliser les nouveaux engagements du débiteur souverain. Enfin, son rôle de prêteur provient du fait que le FMI est souvent engagé financièrement lors des renégociations de dette comme fournisseur de capitaux. À noter que l'aide financière fournie est souvent déboursée par tranches et conditionnée à la réalisation d'objectifs prédéfinis lors du processus de renégociation. L'accord d'un financement du Fonds est également conditionné selon les critères de soutenabilité de la dette souveraine et de perspectives de ré-accession aux marchés des capitaux.

*De facto*, le FMI est impliqué dans la plupart des restructurations de dette ayant eu lieu depuis la crise des années 80. Cependant, il faut préciser que jusqu'à cette période, le Fonds n'accordait pas de prêts aux débiteurs souverains enregistrant des arriérés avec les créanciers privés. Mais plusieurs facteurs évoluèrent durant la crise des années 80, tels que la recomposition des bilans des banques, et le développement d'un marché secondaire d'instruments de dette souveraine risqués, ainsi qu'une

réticence croissante des banques commerciales à trouver un consensus lors des négociations (réticence se traduisant par l'apposition d'un veto de ces créanciers bloquant les processus de restructurations). Afin de résoudre ces différents problèmes, les débiteurs souverains en situation d'arriérés de paiement avec leurs créanciers privés furent exceptionnellement autorisés à emprunter auprès du FMI. Cette autorisation fut officialisée par une nouvelle réglementation appelée LIA (*Lending into arrears policy* traduction anglaise signifiant politique des prêts en arriéré) qui permit par la suite une implication plus significative du FMI dans la résolution des crises de dette souveraine et les défauts souverains. Selon la formulation de la réglementation LIA, cette dernière doit être activée seulement en cas d'endettement du débiteur souverain envers les créanciers privés. Elle ne peut être appliquée de manière préventive comme dans le cas de l'Uruguay (2003), ou encore en cas d'endettement envers les créanciers officiels ou domestiques (cas du Pakistan en 1999).

Par la suite, la formalisation de l'interventionnisme du FMI lors des crises se prononça au fil de la crise des pays émergents, la crise mexicaine de 1995, et la crise asiatique. Vers la fin des années 90, le Fonds décide de s'atteler à la résolution d'un problème majeur : l'implication limitée des créanciers privés en cas de crise de dette. Le «*private-sector involment*» (ou PSI) fut donc introduit afin de rationaliser les recapitalisations directes des créanciers officiels et conditionner la mise à contribution préalable du secteur privé en cas de crise de dette souveraine.

Erce et Diaz-Cassou (2010) se sont proposés d'observer l'impact de l'intervention du FMI lors de 10 épisodes récents de restructurations de dette. Ainsi, les observations ont portées sur la Russie (1998), l'Ukraine (1998), le Pakistan (1999), l'Équateur (1999), l'Argentine (2001), l'Uruguay (2003), la Dominique (2004), la République dominicaine (2004), Grenade (2004) et le Belize (2006). Les auteurs arrivent ainsi aux conclusions suivantes :

- Les débiteurs souverains restructurant leur dette de façon préventive re-accèdent plus rapidement aux marchés des capitaux et les pertes des

créanciers sont moins significatives comparés aux cas où la restructuration de dette est procédée tardivement.

- Une répartition non homogène des créanciers domestiques tout au long de la crise de dette. Cette absence d'homogénéité prouve le fait que la discrimination entre les créanciers domestiques par rapport aux créanciers étrangers repose sur plusieurs facteurs tels que : la relation entretenue entre le secteur privé domestique et les marchés internationaux des capitaux, ou encore, sur la santé du secteur bancaire domestique antérieurement à la crise de dette souveraine.

Ainsi, les auteurs arrivent aux conclusions selon lesquelles les interventions du Fonds auraient une influence positive sur les processus de restructurations en : 1) incitant les débiteurs souverains à restructurer de manière préventive leur stock de dettes non soutenables; 2) donnant accès à un financement public, compensant ainsi l'exclusion des marchés des capitaux internationaux; 3) en revigorant les efforts d'ajustements économiques des perspectives domestiques à moyen terme par l'octroi de prêts conditionnels; 4) en fournissant une base informative des perspectives domestiques au moment d'une grande incertitude; et enfin 5) en fournissant des incitatifs du côté des débiteurs comme du côté des créanciers.

Cependant, nous pensons que l'intervention et la gestion des crises du FMI comportent beaucoup de failles mises en évidence ces cinq dernières années. D'ailleurs, à la lumière de son implication lors des derniers épisodes de restructuration de dette souveraine, le FMI (2013) est actuellement dans une réflexion ayant pour but de tirer les leçons du passé récent, notamment de sa gestion de la crise grecque et face à la récente victoire judiciaire de créanciers privés réfractaires face au gouvernement argentin (en 2014)<sup>44</sup>. Un rapport paru le 26 avril 2013 nous renseigne sur les nouvelles orientations du FMI. Le contenu de ce rapport

---

<sup>44</sup>Ce cas spécifique sera élaboré plus en détails dans le 3<sup>e</sup> chapitre traitant des difficultés liées à la participation des créanciers aux processus de restructuration de dette souveraine.

donne résolument les nouvelles orientations du Fonds en matière de gestion des crises :

- 1) Le premier constat vient du fait que les interventions du Fonds se font souvent de façon *tardive*. Ce retard se répercute souvent sur le rétablissement de la soutenabilité de la dette et la ré-accession aux marchés financiers. Le Fonds compte désormais intervenir plus rapidement notamment en évitant de financer le *bail out* des banques commerciales lors des crises et en limitant les coûts associés au processus de restructurations.
- 2) La participation de l'ensemble des créanciers aux processus de renégociation de dette constitue également un problème, considérant le fait qu'ils subsistent souvent des créanciers privilégiant le recours judiciaire excluant ainsi toutes négociations. Ainsi, l'approche « contractuelle » des clauses d'actions collectives (CAC) basée sur une approche de marché est plus efficace lorsqu'elle est appliquée de manière *préventive*, c'est-à-dire lorsque la restructuration de dette précède le défaut, que dans le cas contraire. Afin de renforcer la participation des créanciers, le Fonds s'interroge sur la mise en place de clauses d'agrégation ou de seuils de participation élevés lors de l'établissement des contrats d'obligations, avec l'imposition d'une annulation totale de la créance souveraine lorsque le seuil de participation des créanciers au processus de négociation n'est pas atteint.
- 3) Un renforcement du rôle de support du secteur officiel (créanciers publics et prêteurs bilatéraux tels que le Club de Paris) lors des processus de restructuration de dette est également envisagé. Les conditions d'accès au financement du Fonds excluent systématiquement les débiteurs ayant des arriérés de paiement envers le Club de Paris ou les autres créanciers officiels.
- 4) Une révision de la réglementation LIA (*Lending into arrears*) permettant au Fonds d'accorder un financement aux membres ayant des arriérés des

paiements envers les créanciers privés à condition que ces débiteurs fassent preuve de bonne foi lors de la négociation, la collaboration et de la finalisation d'un accord avec ses créanciers. L'introduction de cette réglementation aida à la finalisation des différents accords entre les créanciers privés et les gouvernements de la République Dominicaine, de Grenade, de la République des Seychelles ou de Saint-Christophe-et-Niévès<sup>45</sup>.

Enfin, soulignons que la création d'un concept permettant de formaliser la gestion des crises d'insolvabilité revêt d'une grande importance pour le Fonds. Mais force est de constater que jusqu'à présent, le FMI éprouve des difficultés à créer un cadre de restructuration unique, équitable et apte à restaurer la viabilité et la croissance, et limitant les risques de défaut de paiement.

### 2.7.2 Rôle et interventions du Club de Paris

Comme expliqué dans le premier chapitre, le rôle principal du Club de Paris est de chercher à conclure des accords conduisant à des niveaux de paiements soutenables pour les débiteurs souverains. Ces derniers éprouvant des difficultés à rembourser leur dette peuvent recourir à l'assistance du Club de Paris qui intervient en tant que négociateur auprès des créanciers.

L'intervention du Club de Paris lors des restructurations de dette se fait essentiellement sous forme de rééchelonnement et annulations de dette souveraine<sup>46</sup>. À noter que les types de traitements accordés ont évolué dans le temps.

Les premiers accords conclus par le Club de Paris étaient sous forme de rééchelonnement de dette dont les termes de remboursement n'excédaient pas 10

---

<sup>45</sup> On constate un échec dans le cas de l'Argentine (2003) du fait 1) d'une quantification incomplète du cadre budgétaire à moyen terme nécessaire au guidage des décisions de prêt (cet aspect ne fut pas négocié entre le gouvernement et les créanciers privés) et 2) l'apparition d'une multiplicité de comités de créanciers (une trentaine) ce qui mit un frein aux négociations.

<sup>46</sup> Le Mali fut le premier pays à bénéficier d'un accord concessionnel en 1988 (33,33% d'annulation) selon les termes de Toronto. Ce taux d'annulation a augmenté de façon constante jusqu'à atteindre 90% ou plus dépendamment du niveau de soutenabilité de la dette dans le cadre de l'IPPTE.

ans incluant un délai de grâce<sup>47</sup>. Mais de nos jours, dans le cas d'un rééchelonnement de dette, la période maximale de remboursement est de 23 ans (avec 6 ans de grâce) pour les prêts commerciaux et 40 ans (avec 16 ans de grâce) pour les prêts d'aide publique au développement<sup>48</sup>. Les termes de traitements entrent désormais dans deux cadres : celui de l'IPPTE et l'approche d'Évian<sup>49</sup>.

Les négociations prennent place sur la base des cinq principes suivants :

- 1. Décisions au cas par cas** : la situation de chaque débiteur souverain étant particulière, le Club de Paris s'engage à prendre des décisions adaptées de manière spécifique à chacun.
- 2. Consensus** : tous les pays créanciers participants se doivent de trouver un consensus afin de s'accorder sur le plan d'allègement de dette proposé au débiteur souverain en difficulté.
- 3. Conditionnalité conformément au programme du FMI** : le Club de Paris n'accepte de traiter la demande d'assistance du débiteur souverain, si et seulement si ce dernier :
  - soumet une description détaillée de sa situation économique et financière faisant état d'une situation de défaut imminent ou d'une situation de précarité financière<sup>50</sup>;
  - s'engage à mettre en œuvre les réformes nécessaires afin de restaurer sa situation économique et financière. Pour ce faire, il doit obligatoirement accepter d'adhérer au plan de conditionnalité du FMI<sup>51</sup>.

---

<sup>47</sup> Délai durant lequel seuls les paiements d'intérêt sur la consolidation sont dus.

<sup>48</sup> Source : site web du Club de Paris ([www.clubdeparis.org](http://www.clubdeparis.org)).

<sup>49</sup> L'approche d'Évian a été approuvée à Paris le 8 octobre 2003 et vise à porter assistance aux pays non éligibles à l'IPPTE.

<sup>50</sup> En pratique, il est constaté que les pays se trouvent déjà dans une situation de défaut de paiement au moment où ils font appel à l'assistance du Club de Paris. Ce fut notamment le cas lors de la crise des années 80 selon Somerville (1990).

<sup>51</sup> Sur ce point, le Club de Paris ajoute les précisions suivantes dépendamment des cas : « Le niveau du traitement de dette est fondé sur le besoin de financement identifié dans le programme du FMI. Dans le cas d'un traitement

4. **Solidarité** : lors des négociations avec un pays endetté, tous les membres du Club de Paris doivent faire preuve de solidarité et agir dans l'unité. Ce mouvement de solidarité est important du fait que les pays membres sont sensibles aux répercussions de la gestion de leurs propres créances sur celles d'autres membres du même groupe.
  
5. **Comparabilité de traitement (*equitable burden sharing*)** : tous les pays créanciers concernés doivent participer aux négociations devant aboutir à un accord d'allègement de dette<sup>52</sup>. Par ailleurs, le débiteur doit s'engager à refuser les accords d'allègements de dette proposés par d'autres créanciers (en dehors du cadre du Club de Paris) en des termes moins avantageux que ceux accordés dans le cadre du Club de Paris.

Le Club de Paris nous donne tous les renseignements concernant les différentes restructurations de dette souveraine entreprises depuis sa création en 1956 (voir tableau 2.2), y compris :

- Les débiteurs souverains ayant participé à tous les processus de restructurations, ainsi qu'une identification de tous les créanciers impliqués.
- Les montants de dette souveraine restructurés.

---

de flux, la période de consolidation est celle pendant laquelle l'accord du FMI fait apparaître un besoin de financement. Lorsque ce traitement de flux s'étend sur une période de temps longue (généralement plus d'un an), l'accord du Club de Paris est divisé en phases. Les montants venant à échéance au cours de la première phase sont traités dès que l'accord du Club de Paris entre en vigueur. Les phases suivantes sont mises en œuvre en fonction des conditions indiquées dans le Procès-Verbal agréé, entre autres l'absence d'accumulation d'arriérés et l'approbation de la revue du programme du FMI. ». Pour plus de renseignements, se référer au site web du Club de Paris : [www.clubdeparis.org](http://www.clubdeparis.org).

<sup>52</sup> À l'exception des cas où l'ensemble de la dette souveraine est dû au FMI qui souvent refinance les débiteurs souverains en difficulté.

- Les détails particuliers propres à chaque restructuration de dette, ainsi que les échéances de remboursement.

**Tableau 2.2: Chiffres clés du Club de Paris**

<b>Caractéristiques</b>	<b>Chiffres clé</b>
Nombre total des traitements	429
Nombre total des pays ayant signé un accord avec le Club de Paris	90
Montant total de la dette traitée	573 milliards de \$
Nombre de pays ayant bénéficié des "Termes Classiques"	60
Nombre de pays ayant bénéficié des "Termes de Houston"	21
Nombre de pays ayant bénéficié des "Termes de Naples"	36
Nombre de pays ayant bénéficié des "Termes de Cologne"	33

Source : [www.clubdeparis.org](http://www.clubdeparis.org)

Les accords scellés sous l'organe du Club de Paris peuvent être classifiés en quatre catégories et présentés par ordre de concessionnalité : « termes classiques » (traitement standard), « termes de Houston » (pour les pays fortement endettés à revenu intermédiaire de la tranche inférieure), « termes de Naples » (pour les pays à revenus faibles fortement endettés) et « termes Cologne » (pour les pays éligibles à l'IPPTE). En règle générale, les trois derniers accords sont réservés aux pays ayant bénéficiés de l'IPPTE.

## **2.8 Conclusion**

Le présent chapitre nous a permis de clairement distinguer les événements de défaut souverain des processus de restructuration de dette. Il nous a également renseigné sur l'évolution de ces deux événements de crédit dans le temps. Ainsi, les restructurations de dette interviennent dans la majorité des cas à la suite d'un défaut souverain. Das, Papaioannou et Trebesch (2012) estiment ainsi que sur les 186 cas de restructurations de dette constatées entre 1950 et 2010, 109 cas de restructurations se sont déroulées après le défaut et 77 cas avant le défaut.

Les causes de ces évènements de crédit sont diverses et peuvent être stimulées par la non soutenabilité de la dette souveraine, un déficit budgétaire et/ou commercial, différentes crises systémiques (bancaire, de change, économique etc.) entraînant un phénomène de contagion, une augmentation des coûts d'emprunt à l'international, ou encore l'adoption de politiques inadaptées par le gouvernement.

Il existe un grand nombre de conséquences naissant de ces évènements de crédit, parmi lesquelles nous pouvons citer : l'impact négatif sur la croissance économique, les stratégies dissidentes entre groupes de créanciers, les retards occasionnés par les négociations, les risques de dégradation de la note souveraine par les agences de notation et la difficulté de ré-accéder aux marchés des capitaux. Au vue de toutes ces difficultés, les débiteurs souverains en situation de non soutenabilité, ont maintenant tendance à vouloir repousser le moment de l'annonce du défaut, ou encore l'enclenchement d'un processus de restructuration par anticipation du défaut.

La résultante se traduit souvent par une aggravation de la non soutenabilité de la dette souveraine, le risque d'une exclusion du marché des capitaux, ainsi qu'une baisse des investissements due à une recrudescence du risque pays (risque économique, risque souverain et risque politique). Cette approche est donc loin d'être la panacée comme l'illustre le cas de la Grèce dont l'intervention financière fut extrêmement critiquée à la suite de trois plans de relance.

Quelle que soit l'étendue des critiques, les créanciers officiels deviennent de plus en plus des prêteurs et arbitres incontournables sur la scène financière internationale. Mais malgré tout, ces deux organisations internationales peinent toujours à créer un cadre de restructuration unique, équitable et apte à restaurer la viabilité et la croissance, et limitant les risques de défaut de paiement.

## Chapitre 3 : Cadre de gestion des crises de dette souveraine

### **3.1 Introduction**

Les processus de restructuration sont extrêmement complexes. Cette complexité est pourtant un élément de distinction additionnel permettant de séparer le défaut de la restructuration de dette. Dans un premier temps, le but de ce chapitre est donc de nous familiariser avec la complexité entourant les processus de restructuration de dette, qui deviennent, d'années en années, des solutions à la résolution des crises de dette souveraine.

Ce chapitre se concentrera dans un deuxième temps sur les créanciers (officiels mais surtout privés) qui défendent leurs intérêts lors des négociations de restructuration de dette. En rappel, lors des récents échanges de dette en Argentine, en Équateur, en Grèce, aux Seychelles ou encore à Saint-Christophe-et-Niévès, les pertes en valeur actuelle pour les créanciers variaient entre 30 et 70%)<sup>53</sup>. En effet, de l'évolution de la composition des instruments utilisés lors des échanges de dette (en passant des prêts aux obligations, notamment après l'adoption du plan Brady), est né un débat portant sur les restructurations d'obligations souveraines, ainsi que les potentielles difficultés pouvant être imposées par les créanciers réfractaires. En cas d'échec lors des négociations, ces derniers choisissent systématiquement de recourir à la justice. C'est notamment le cas de l'Argentine(2014)<sup>54</sup> qui, suite à une décision de justice impliquant le paiement de créanciers réfractaires, initia un processus de négociation afin d'éviter l'application d'une clause *pari passu*.

C'est justement avec l'objectif de résoudre ces difficultés opposant les créanciers aux débiteurs souverains que des approches telles que les MRDS (mécanismes de restructuration de dette souveraine), les CAC (les clauses d'actions

---

<sup>53</sup> Source : FMI (2013). Pour plus de détails, se référer au tableau 2.1 portant sur les « Caractéristiques des défauts et restructuration de dette de 1998 à 2013 » du deuxième chapitre de cette thèse.

<sup>54</sup> Cas qui sera relaté plus en détails dans le courant de ce chapitre.

collectives) ou le Code de Conduite ont été créés. Nous évoquerons donc les caractéristiques de ces approches dans un troisième temps.

### 3.2 Distinction entre les différentes formes de restructurations de dette.

Il existe plusieurs formes de restructurations de dette. Il est donc important de les distinguer les unes des autres. Le tableau 3.1 présente et définit ces différentes formes. Notons que les modes de restructuration sont en fonction du degré d'insolvabilité ou d'illiquidité de l'État débiteur au moment du défaut.

**Tableau 3.1: Les différentes formes de restructurations de dette souveraine**

<b>Alternative</b>	<b>Définition</b>
<b>Échange de dette souveraine</b> <sup>(a)</sup>	Échange des instruments de dette souveraine en cours, tels qu'un prêt ou des obligations, afin d'obtenir de nouveaux instruments de dette ou un remboursement, à travers un processus formel.
<b>Renégociation</b>	Modification des termes du contrat initial et diminution des taux d'intérêt.
<b>Rééchelonnement</b> <sup>(b)</sup>	Allongement des échéances afin d'accommoder le remboursement de la dette initiale, incluant une baisse probable des taux d'intérêts.
<b>Allègement ou annulation partielle</b>	Annulation d'une partie de la valeur de dette nominale, ce qui implique une perte pour le créancier.
<b>Annulation totale</b>	La perte totale est enregistrée par les créanciers qui ont l'option de procéder à des recours judiciaires.

Sources : <sup>(a)(b)</sup>Das, Papaioannou et Trebesch (2012)

Le tableau 3.1 ci-dessus nous donne une distinction claire des alternatives du défaut de dette souveraine en termes de restructuration. Dans le cas du rééchelonnement, le montant de la créance reste inchangé, tandis que la durée accordée au remboursement de la dette est allongée ou modifiée. Ainsi, la perte enregistrée par les investisseurs est donc moins sévère que dans le cas d'une renégociation de dette impliquant une réduction des taux d'intérêts. Lors d'une annulation partielle, les pertes enregistrées sont encore plus importantes puisqu'impliquant l'annulation d'une partie du principal. Enfin, le cas extrême est

atteint lors d'une annulation totale de la dette où les investisseurs enregistrent une perte totale de la créance initialement due.

En guise d'exemple, nous pouvons évoquer le cas récent de Chypre qui a bénéficié, en date de 25 mars 2013, d'un rééchelonnement de dette. Le gouvernement chypriote et la Troïka (Union européenne, Banque centrale européenne et Fonds monétaire international) sont parvenus à un accord permettant un allongement de l'échéance jusqu'à 2018, afin d'atteindre les objectifs exigés en contrepartie du prêt. Ce rééchelonnement de deux années supplémentaires donne désormais cinq ans au pays afin d'atteindre un excédent primaire (hors service de la dette) de 4% du PIB.

Toutes ces alternatives au défaut impliquent dans la plupart des cas une décote ou perte de la valeur actualisée nette (VAN) de la dette (« *haircut* » en anglais) pour le créancier privé, comme le montrent la figure 3.1 suivante :

**Figure 3.1 : Variation des décotes subies par le créancier en fonction des stades de restructuration de dette**



Conséquences	Rééchelonnement	Renégociation	Annulation partielle	Annulation totale
<b>Intérêt Annuel</b>	Inchangé mais reporté	Diminué	Entente lors des négociations	Entente lors des négociations
<b>Principal</b>	Inchangé	Inchangé	Diminution du principal	Perte totale

En guise d'exemple, nous pouvons évoquer la significative décote appliquée en 2012 par la Grèce à ses créanciers privés à travers un « *private-sector involvement* » (ou PSI). En effet, l'adoption du second plan de sauvetage grecque qui portait sur un financement additionnel de 130 milliards d'euros, incluait une certaine participation des créanciers privés. Cette participation à l'effort de réduction de la dette souveraine

grecque se matérialisa à travers l'échange d'obligations souveraines grecques avec des titres à court terme du Fonds européen de stabilité financière (FESF) et de nouvelles obligations à long terme du gouvernement grec. De cet échange résulte une perte pour les créanciers privés de 53,5% en termes nominal et 75% en termes de valeur actuelle<sup>55</sup>. Cet échange de dette permis de réduire drastiquement la part des créanciers privés de la dette souveraine grecque (qui détiennent désormais 25% de la dette, ce qui équivaut à un part de détention de 105% du PIB en 2011 à 45% du PIB en 2012). L'annexe A1 illustre l'évolution de la détention des parts de la dette souveraine grecque des créanciers privés par rapport aux créanciers publics.

Lim, Medeiros et Xiao (2005) nous apprennent que les créanciers privés préfèrent l'option de rééchelonnement de dette, puisqu'il n'implique aucune perte du principal. Ils sont donc prêts à accepter une plus longue échéance et des coupons d'intérêts plus bas. Par contre, il apparaît que les investisseurs institutionnels ont une préférence pour les ententes aboutissant sur une perte de principal mais ayant une échéance à court terme et des taux d'intérêts plus élevés.

En parallèle à ce point, il est également nécessaire de noter qu'en cas d'illiquidité de l'État<sup>56</sup>, si les perspectives tendent vers une ré-accessibilité des marchés des capitaux, la restructuration consistera au rééchelonnement des obligations arrivant à maturité. Par contre en cas d'insolvabilité<sup>57</sup>, alors la restructuration impliquera une perte en valeur du principal. Dans les deux cas, on s'accorde sur le point que la contraction d'un endettement additionnel tend plutôt à exacerber les problèmes de solvabilité du débiteur souverain.

Notons en outre qu'il existe une différence entre une restructuration de dette bancaire et celle impliquant les obligations souveraines. En effet, les créanciers sont plus dispersés dans le cas d'une restructuration d'obligations souveraines, ce qui rend l'identification et la communication très difficile. En guise d'exemple, nous pouvons

---

<sup>55</sup> Source : Banque Centrale d'Australie

<sup>56</sup> i.e : Lorsque les actifs liquides ou les montants accordés dans le cadre d'un financement sont insuffisants ou lorsque le refinancement des obligations arrivant à maturité n'est pas une option.

<sup>57</sup>i.e : Lorsqu'un débiteur souverain n'est plus en mesure d'honorer les obligations de dette souveraine antérieurement contractées sans pour autant accumuler de l'endettement additionnel.

citer les cas de l'Argentine (2005) et de l'Ukraine (2000) dont le nombre de créanciers enregistrés s'élevait à 600 000 et 100 000 respectivement. Il y avait également des milliers de porteurs mineurs d'obligations impliqués lors des restructurations des pays tels qu'en République dominicaine (2005), au Pakistan (1999), Uruguay (2003) et aux Seychelles (2009) (Das, Papaioannou et Trebesch, 2012).

Enfin, lorsqu'on compare une restructuration de dette domestique à celle étrangère, on note que les procédures de négociation et autres mécanismes sont similaires sur certains points (Erce et Diaz-Cassou (2010) et Sturzenegger et Zettelmeyer (2006)). Il subsiste pourtant des différences à plusieurs niveaux : 1) les créanciers domestiques n'ont de recours qu'auprès des instances locales; 2) les créanciers domestiques sont plus sensibles aux effets d'une restructuration de la dette domestique qui aurait des conséquences sur leur bilan et sur la stabilité financière du pays; 3) les fluctuations du taux de change rendent la dette domestique libellée en monnaie locale moins exposée aux risques de restructurations; 4) les restructurations de dette domestique prennent moins de temps à être implantées; 5) enfin, une différence de traitement est parfois constatée lorsque les États choisissent entre la restructuration exclusive de leur dette extérieure (Belize (2007), Équateur (2008-2009)), ou celle de leur dette domestique (Jamaïque (2010)).

### **3.3 Déroulement et durée des restructurations de dette**

Plusieurs caractéristiques sont à prendre en compte avant l'initialisation d'une restructuration de dette. Lim, Medeiros et Xiao (2005) listent les suivantes :

- la valeur nominale et marchande des obligations ou des prêts;
- le calendrier d'amortissement;
- le taux d'intérêt et les coupons;
- la devise de dénomination des instruments;
- L'inclusion d'options intégrées (« *embedded options* » en anglais) ou collatérales;
- les clauses légales incluant les clauses d'actions collectives (CAC) et les clauses de sortie.

Levasseur et Riffart (2003) nous informent d'une évolution des problèmes rencontrés lors des processus de restructuration de dette depuis les années 80 aux années 90. Avec le temps, les instruments de dettes sont devenus de plus en plus sophistiqués, ce qui, selon les auteurs, ont rendus les restructurations plus « longues, imprévisibles et coûteuses pour le débiteur souverain et ses créanciers ».

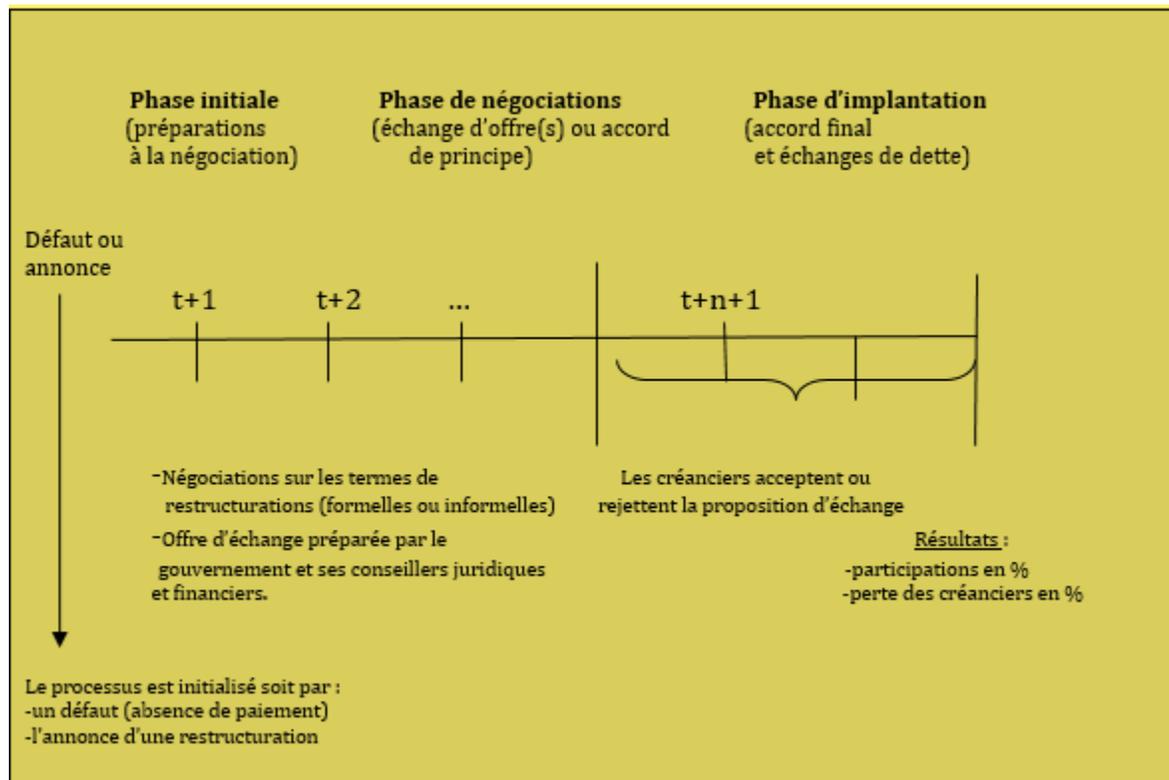
En opposition avec Levasseur et Riffart (2003), et en nous basant sur les travaux de Trebesch (2008) et Cruces et Trebesch (2013), nous observons cependant un raccourcissement de la durée des processus de restructurations à partir de la période postérieure au plan Brady. Ces auteurs subdivisent le processus de restructuration en trois phases :

- *Premièrement : la phase initiale* correspondant au moment où la problématique de la gestion de la dette souveraine est introduite (en cas de défaut ou annonce d'une restructuration de dette d'urgence). Cette phase marque le début des négociations formelles ou discussions informelles avec les créanciers (ou leurs représentants).
- *Deuxièmement : la phase de négociations* qui débouchera sur une proposition provisoire à soumettre aux créanciers.
- *Troisièmement : la phase d'implantation* qui débouchera sur un accord final entre les parties et l'implantation des nouvelles conditions.

Un retard dans le processus peut être constaté dès la *phase initiale*. Le FMI souligne qu'un retard est souvent constaté lors de la phase initiale, entre le constat de la non soutenabilité de la dette du souverain et le défaut (ou l'annonce d'une restructuration). Par exemple, citons le cas de Belize qui a connu une restructuration de dette en 2007 alors que la non soutenabilité de la dette fut établie depuis 2005. Même cas de figure pour la République des Seychelles qui entra en défaut de paiement en 2008 et demanda une assistance du FMI dans le cadre d'une restructuration de sa dette, alors que la non soutenabilité de cette dernière a été établie depuis 2003 par le Fonds. Enfin, dans le cas de Saint-Christophe-et-Niévès, malgré le fait qu'un rapport portant sur une étude du cadre de viabilité de la dette (CVD) donnait des indications

sur le surendettement de la dette souveraine dès 2006, la restructuration de dette ne fut enclenchée qu'en 2011 par le gouvernement.

**Figure 3.2 : Stades d'évolution d'un processus de restructuration de dette souveraine**



Source : Das, Papaioannou et Trebesch (2012)

Notons donc que la phase initiale et la phase de négociations peuvent durer des mois, voire des années et s'accompagnent souvent d'un programme macroéconomique d'ajustement et d'une évaluation financière du pays.

La coopération de l'ensemble des créanciers est un élément crucial dans l'aboutissement du processus de restructuration. Comme souligné précédemment, cette coopération peut s'avérer être un défi lorsque le comité des créanciers est formé en très grand nombre (rendant l'identification et la circulation de l'information difficile). À cette étape du processus, Andritzky (2006) préconise l'emploi de la stratégie d'équilibre entre la « carotte » et le « bâton »<sup>58</sup>. Le tableau 3.2 suivant nous

<sup>58</sup> Andritzky (2006) et Rieffel (2003) préconisent un équilibre entre « la carotte » et « le bâton » lors des négociations. D'une part, il serait bénéfique d'utiliser une stratégie attractive (« la carotte ») en proposant

présente les principaux intervenants lors d'une restructuration de dette par type de créanciers :

**Tableau 3.2 : Restructuration de dette souveraine par type de créancier**

<i>Créancier</i>	<i>Publics</i>		<i>Privés</i>		
	Bilatéral (Gouvernements)	Agences multilatérales (Banque Mondiale, FMI, AFD etc.)	Banques commerciales	Fournisseurs, créanciers commerciaux	Obligataires
<i>Organe de restructuration</i>	Le Club de Paris	Traitement préférentiel, option d'allègement de dette pour les pays pauvres	Le Club de Londres (comités de créanciers)	Ad hoc	Offres d'échange de titres obligataires sur le marché

Source : Das, Papaioannou et Trebesch (2012)

Quatre dates seront prises en compte dans l'étude de Cruces et Trebesch (2013), à savoir : le mois marquant le début du processus de restructuration par son annonce (ou celui du défaut), le mois pendant lequel les négociations sont amorcées, le mois durant lequel la proposition finale est soumise aux créanciers privés et enfin, le mois marquant la finalisation du processus de restructuration.

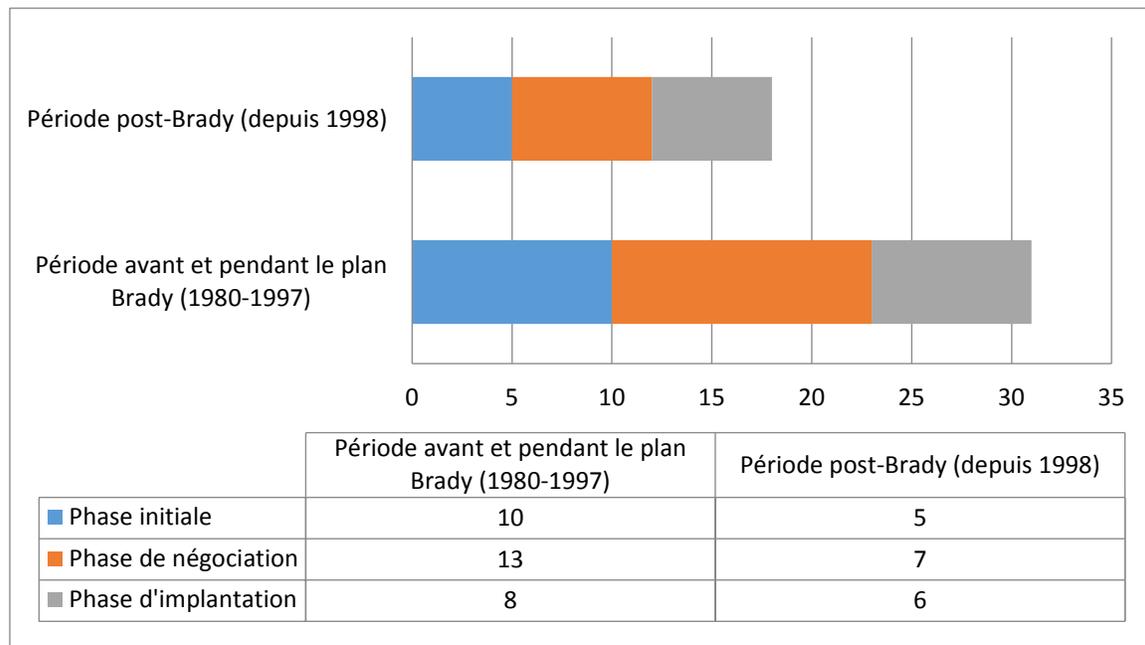
La figure 3.3 démontre un raccourcissement des processus de restructurations qui duraient en moyenne 30,9 mois entre 1980 et 1997, avant de résumer en 17,3 mois en moyenne à partir de 1998.

---

aux créanciers un plus grand nombre d'options, afin de motiver leur participation au processus. Ces options peuvent prendre plusieurs formes : avances de paiements, l'insertion d'avantages juridiques plus profitables à l'égard des créanciers, des options supplémentaires liées aux nouveaux instruments (comme dans le cas Argentin en 2005 où des garanties liées au PIB étaient disponibles) ou encore le remplacement des nombreux instruments pré-restructuration de dette par de nouveaux moins nombreux mais plus liquides (comme pour la Jamaïque (2010) qui remplaça 356 titres par 25 nouveaux).

D'autre part, l'emploi de la manière forte (« le bâton ») est préconisé afin de rendre les titres échangés moins attractifs, avec par exemple, la suppression de certaines clauses juridiques avantageuses liés aux titres pré-restructuration. Ces options auront pour but de réduire la valeur post-restructuration des obligations et son éligibilité comme garantie auprès des banques. Cela permettra de faciliter les négociations de sortie pour les créanciers et de réduire la durée des négociations.

**Figure 3.3 : Durée moyenne des processus de restructuration de dette en mois**



Source : Trebesch (2008), Cruces et Trebesch (2013)

Enfin, soulignons que ces dernières années (selon la même étude) les processus de restructuration des obligations souveraines prennent moins de temps à implanter (en moyenne 13 mois) que les restructurations de dette via les titres bancaires qui prennent en moyenne plus de 30 mois.

Das, Papaioannou et Trebesch (2012) dégagent les conclusions suivantes :

- Premièrement, la multiplicité des créanciers lors des restructurations de dette sous forme d'obligations souveraines est difficile du fait de la dispersion des créanciers, et des difficultés liées à leur identification et à leur coordination.
- Deuxièmement, selon Das *et al.* (2012), il apparaît que l'implantation des restructurations de dette sous forme d'obligations est précédée de façon plus rapide que dans les cas d'échange de prêts bancaires (avec un taux de participation de plus de 90% même en cas de dispersion). Cette différence peut être due au fait que les banques sont plus exigeantes par rapport à la procédure et à la maximisation de leurs intérêts. Elles s'entourent

généralement d'un comité d'experts légaux et financiers et s'organisent en comités<sup>59</sup> lors des négociations.

- Troisièmement, les auteurs constatent que les restructurations de dette domestique prennent moins de temps à être implantées (comparés à celles de la dette extérieure). Dans le cas de l'Argentine par exemple, la dette domestique fut restructurée en novembre 2001, alors que la restructuration des obligations étrangères pris quatre années supplémentaires. Même cas pour la Russie dont la dette domestique fut restructuré en six mois (d'août 1998 à mars 1999) alors que celle étrangère composée de prêts bancaires ne fut pas restructurée avant l'année 2000. En Ukraine, l'échange de dette domestique fut implanté en moins de deux mois, avec des offres séparées pour les résidents et les non-résidents (Struzenegger et Zettelmeyer (2006)).

De nos jours, la mise en place d'une procédure de restructuration nécessite un équilibre et un suivi entre l'efficacité ex-ante et ex-post.

### **3.4 Difficultés liées à la participation des créanciers aux processus de restructurations de dette souveraine**

De nombreuses difficultés sont rencontrées lors du déroulement des processus de restructurations, à savoir : 1) la coordination des actions entre les créanciers, 2) le réajustement des politiques parfois inadéquates adoptées par les pays en défaut (accentuant les coûts économiques et sociaux), 3) l'incertitude du dénouement de la situation ce qui affecte la valeur de marché de la dette ou des actifs détenus par d'autres pays émergent ou en développement (Levasseur et Riffart (2003)).

---

<sup>59</sup> Experts légaux et sous-comités analysent souvent tous les aspects du processus de négociation. Également, selon Trebesch (2010), 30% des restructurations de dette sous la coupole du Club de Londres connurent des retards occasionnés par des divergences entre les différents créanciers (banques). Il arrive également qu'un sous-groupe de banques refuse de se faire représenter par la majorité lors des négociations de dette pour cause de divergence d'intérêts (cas des Bankers Trust en Algérie en 1994, en République Dominicaine en 1983 et en Afrique du Sud en 1985).

Il est très complexe de coordonner les créanciers dans le but d'une action collective considérant qu'ils ont des intérêts économiques différents, évoluent dans des juridictions différentes et utilisent des instruments différents. Dans ce cas la véritable difficulté apparaît lorsqu'il s'agit de réunir tous les créanciers et d'arriver à un consensus acceptable pour l'ensemble du groupe.

Ainsi, des blocages ou problèmes avec les créanciers peuvent surgir lors d'un processus de restructuration. Roubini (2002) en détermine trois principaux. Le premier problème peut provenir de l'urgence de sortie (ou problème de « *rush to the exit* ») qui désigne l'urgence des créanciers à se défaire au plus tôt des titres de créance lorsqu'un défaut du débiteur souverain est pressenti. L'auteur identifie dans un deuxième temps la stratégie de confrontation judiciaire (ou « *rush to the courthouse problem* ») dans le cas où les créanciers optent de porter l'action en justice, ce qui occasionnerait une diminution de la valeur des actifs concernés, au détriment de tous les créanciers. Enfin, Roubini (2002) identifie dans un troisième temps le problème des stratégies dissidentes (ou « *holdout problem* ») qui désigne le fait qu'une minorité de créanciers souhaitent maximiser leurs conditions et opposent leur veto à une solution de restructuration jugée acceptable pour la majorité des créanciers.

Tel que souligné dans le chapitre précédent portant sur la dette souveraine, nous savons également que les créanciers privés détiennent de nos jours la majorité de la dette souveraine. Une grande partie de ces créanciers privés sont des porteurs d'obligations. Selon Serbini (2010), les obligations souveraines sont entourées d'un « mythe » selon lequel elles sont difficilement restructurables pour les créanciers privés, contrairement aux prêts bancaires, pour les raisons suivantes : l'absence générale de collatéral, le caractère « sacré » du droit des contrats, la diffusion des investisseurs et leur hétérogénéité.

En effet, ces derniers sont de plus en plus nombreux, dispersés et de plus en plus difficiles à identifier et coordonner. Ils sont par ailleurs sollicités dans le processus de restructurations de dettes à travers le *bail in* qui préconise une responsabilisation de

leurs actes. Ainsi, il apparaît de plus en plus que les coûts assumés par les créanciers privés ne sont pas en adéquation avec leur prise de risque jugée excessive et imprudente par le secteur officiel (Serbini 2010). De plus, il apparaît que les processus de restructurations deviennent de plus en plus difficiles du fait de la complexité des marchés financiers internationaux.

Il est important de préciser que lors d'un défaut, les créanciers privés sont les plus irréductibles en termes de recouvrement de la créance souveraine (surtout lorsque le contrat initial leur est plus avantageux). En effet, l'intérêt financier influe sur le comportement rationnel qui est propre à chaque créancier. On peut penser qu'en cas de défaillance, les créanciers ont moins d'options. Mais certains créanciers dissidents peuvent, comme mentionné précédemment, user d'un recours en justice afin de défendre leurs intérêts. Tandis que d'autres feront valoir leurs droits sur les futurs paiements sur la nouvelle dette restructurée. D'autres encore pourraient refuser tout effort de coopération s'ils perçoivent une différence de traitement parmi les créanciers. Enfin, une stagnation des négociations peut avoir lieu lorsque les créanciers sont sollicités afin d'accepter de réduire la dette et son service. Notons que les coûts économiques occasionnés par les retards dans la conclusion d'un accord avec les créanciers peuvent être substantiels tant pour les débiteurs que pour les créanciers.

La clause juridique *pari passu* a pour objectif d'assurer le traitement *équitable* des intérêts de l'ensemble des créanciers. Il prévient le débiteur de tout traitement privilégiant un groupe de créanciers par rapport à un autre lors d'une renégociation de dette. Cela suppose donc les mêmes conditions de paiement et dans le même intervalle de temps. Cette interprétation de la clause *pari passu* peut parfois être sujette à confusion comme le prouve le cas opposant le gouvernement péruvien au fond vautour Elliot Associates L.P.<sup>60</sup>. En 2000, un processus de restructuration fut

---

<sup>60</sup> Les fonds vautours sont des fonds spécialisés dans l'achat de titres de créance à haut risque. À l'annonce d'un défaut ou d'une restructuration de dette, ces titres de créance sont échangés à bas prix sur le marché (perte de la valeur actuelle considérant l'évènement de crédit). Les fonds vautours acquièrent ainsi ces titres de créance afin de réclamer le paiement total (à la valeur initialement fixée lors de l'achat des titres) au débiteur. En se positionnant comme créanciers réfractaires, les fonds vautours sont à même de retarder le processus de

enclenché à la suite d'un défaut de paiement sur les obligations émises par la *Banco de la Nacion* garanties par le gouvernement péruvien. Mais lors des négociations, le fonds vautour Elliot Associates L.P. refusa de participer au processus de restructuration et poursuivit le gouvernement péruvien en justice pour le paiement total de la créance. Le fonds Elliot évoqua également une dérogation à la clause *pari passu* dans le courant de la poursuite judiciaire. Selon le créancier, le gouvernement péruvien s'était engagé à payer une somme partielle aux créanciers ayant accepté de participer à la restructuration, en excluant d'office les créanciers réfractaires de la proposition. Cette entorse à la clause *pari passu* fut acceptée par la justice belge (où le recours judiciaire fut procédé) qui interdit au débiteur souverain de procéder au paiement envers les créanciers participants, créant ainsi un blocage au bon déroulement de la restructuration. Le gouvernement péruvien fut dans l'obligation de négocier avec le créancier réfractaire en versant une somme de 35 millions de dollars US.

Dans le même cas de figure, le tableau 3.3 illustre, à travers le cas récent de l'Argentine en 2014, les difficultés pouvant être causées par des créanciers réfractaires lors d'un processus de restructuration.

### **Tableau 3.3 : L'Argentine dans l'impasse financière (2014)**

2001 marque l'année où l'Argentine entre pour la deuxième fois en défaut de paiement sur sa dette souveraine, entraînant ainsi une grave crise économique dans le pays. Quatre ans plus tard, le gouvernement argentin parvient à conclure avec la quasi-totalité de ses créanciers un premier accord de restructuration d'une dette évaluée à 90 milliards de dollars. Les termes de cet accord stipulent les conditions de remboursement progressif en deux temps (2005 et 2010) incluant une remise de 70%. 93% des créanciers privés acceptent l'accord final, tandis que les 7% restant constitués de deux fonds vautours spéculatifs (*NML Capital* et *Aurelius Management*) refusent cet accord et décident de saisir la justice afin de réclamer 100% de la valeur nominale des obligations précédemment achetés à bas prix en plus de la majoration des intérêts, soit une valeur totale de 1,47 milliards de dollars. À la suite d'une longue bataille juridique sur plusieurs années, la Cour d'appel de New York condamne en 2013 le gouvernement argentin au remboursement des créanciers réfractaires. L'affaire est par la suite soumise en appel auprès de la Cour suprême des États-Unis qui confirme le précédent jugement en 2014 avec un délai limite de paiement fixé au 30 juin 2014, sous peine de laquelle l'Argentine aurait été considéré comme en défaut de paiement pour la troisième fois de son histoire.

---

restructuration, ont tendance à refuser tout accord et ont souvent recours à la justice afin de réclamer le paiement de 100% de la valeur nominale de la créance en plus des intérêts.

Le gouvernement argentin, en pleine impasse financière, s'est par la suite refusé à procéder au remboursement de la créance souverain, considérant que les autres créanciers auraient ainsi le droit d'exiger auprès de la justice un traitement identique (sur la base de la clause juridique *pari passu*), ce qui aurait totalisé un remboursement de 15 milliards de dollars US supplémentaires, alors que la banque centrale d'Argentine ne disposait à l'époque que de 28,5 milliards de dollars US en réserve. Afin de sauver le pays du défaut, le gouvernement argentin a finalement opté de prendre l'initiative d'entamer des négociations avec les créanciers réfractaires.

Ce sont pour résoudre ces difficultés que les MRDS et les CAC ont été mis en place. Mais les difficultés subsistent même avec l'application de ces approches.

### **3.5 Les mécanismes de restructuration de dette souveraine (MRDS)**

Les mécanismes de restructuration de dette souveraine (MRDS) furent brièvement élaborés afin de favoriser la création d'un dispositif de restructuration de dette rapide, ordonné et prévisible. Les MRDS furent proposés par Krueger (2001) et favorisent une approche formelle s'appuyant sur un dispositif juridique international. De ce fait, l'approche des MRDS est dite « juridictionnelle ». La proposition de Krueger se basait sur deux points saillants : 1) la diversité des créanciers due au financement obligataire et 2) la tendance croissante des stratégies de confrontation judiciaire.

Les MRDS étaient orientés autour de quatre principaux axes :

- 1) Formule fondée sur une action majoritaire : permettant de contraindre les créanciers dissidents à accepter l'offre approuvée par la majorité qualifiée de créanciers, ce qui favorise la conclusion rapide d'un accord entre débiteur souverain et créanciers.
- 2) Prévention des recours en justice perturbateurs : mécanisme mis sur pied afin de dissuader les créanciers de recourir à une action en justice. Ainsi, tout montant recouvré par un créancier au moyen d'actions en justice sera déduite de sa créance résiduelle aux termes d'un accord de restructuration approuvé.
- 3) Protection de l'intérêt des créanciers : afin d'assurer les créanciers de la protection de leurs intérêts lors du processus de restructuration.

- 4) Financement prioritaire : désignant l'exclusion d'un nouveau financement du processus de restructuration en cas d'approbation de la majorité des créanciers.

Les travaux portant sur l'élaboration de MRDS n'ont duré que dix-huit mois et furent suspendus en avril 2003 à la suite de critiques d'ordre politique et technique.

### **3.6 Les Clauses d'Actions Collectives (CAC) et le Code de conduite**

Contrairement à l'approche « juridictionnelle » des MRDS, les clauses d'action collectives (CAC) ainsi que le Code de Conduite constituent une approche informelle des restructurations de dette. Il s'avère que l'approche informelle des CAC a eu un impact plus significatif par rapport à l'approche des MRDS. En effet, selon Weber (2005), les MRDS s'activaient à une transformation profonde en établissant un régime formel de faillite pour les souverains. Les CAC par contre, furent élaborées en prenant en compte l'adoption de l'architecture financière internationale, d'où une approche par les marchés. De ce fait, on désigne l'approche de CAC comme étant une approche « contractuelle » fondée sur l'introduction des clauses d'action collective dans les contrats obligataires.

#### **3.6.1 Les clauses d'action collectives (CAC)**

L'adoption universelle des clauses d'action collectives (CAC) constitue une réforme des plus concluantes posée par les récents débats sur la gestion des crises de dette souveraine. Outre le fait de mettre en œuvre une solution juridique, les CAC ont été mises en place afin de contribuer à la résolution des difficultés liées au processus de restructuration. Ces CAC sont des clauses de restructuration exhaustives permettant de limiter le blocage d'un dispositif de restructuration par des créanciers dissidents. Plusieurs blocages peuvent se présenter lors d'un processus de restructuration : les créanciers peuvent refuser d'y participer ou optant ainsi pour le pari d'obtenir un remboursement en totalité par le biais de la justice. Ce dernier blocage est plus particulièrement contraignant pour le débiteur souverain car ayant tendance à rallonger les délais de négociations et les coûts associés. Il est donc à

l'avantage pour le débiteur d'obtenir un bon taux de participation lors de l'échange de dette en proposant des alternatives attrayantes aux créanciers.

La procédure d'inclusion des CAC est simple : un débiteur souverain en phase de difficulté financière va s'approcher de ses créanciers afin d'entamer des négociations préalables d'amendement des termes de prêt. Les clauses de l'amendement seront par la suite soumises au vote des créanciers lors d'une rencontre formelle. À la suite du vote, si 75% à 85% des votes sont en faveur de l'amendement des clauses, le vote des créanciers dissidents restant sera écarté et alors l'amendement sera effectif. La procédure prévoit de traiter équitablement tous les créanciers. Les CAC constituent donc une solution de choix pour le débiteur puisque permettant d'éviter les recours en justice (Häseler, 2010).

Ainsi, selon Weber (2005), cette approche repose sur les deux piliers suivants : 1) la définition contractuelle de l'ensemble des règles établies durant le processus de restructuration de dette (portant sur l'acceptation de l'offre d'échange, la modification des termes financiers des contrats, la représentation des créanciers ou encore la disponibilité et la transparence de l'information), et 2) l'élaboration de principes généraux facilitant la prévention des crises de dette souveraine.

Das *et al.* (2012) affirment que les CAC permettent ainsi de faciliter les négociations entre débiteurs et créanciers dans une situation de restructuration, puisqu'ils réduisent l'obstacle d'avoir à obtenir l'unanimité sur un accord de restructuration (via la clause de restructuration majoritaire) et peut limiter la menace potentielle de litiges initiés par des créanciers "récalcitrants".

L'idée de création de ces CAC émergea en 1995 avec les études de Eichengreen et Portes (1995). Elle fut par la suite développée dans les rapports publiés par le secteur public, mais il fallut attendre 2003 pour leur mise en œuvre.

Le Mexique a été le premier pays à inclure ces clauses dans son émission d'obligations souveraines en février 2003. D'autres pays ont rapidement adopté ces clauses, dont l'Uruguay et le Brésil (avril 2003), la Corée et l'Afrique du Sud (mai 2003), Belize (juin 2003), l'Italie (juillet 2003) et la Turquie (septembre 2003). Depuis lors, l'inclusion des CAC dans les contrats obligataires est devenue une pratique standardisée.

Lors de la crise grecque, suite à l'adoption du deuxième plan de sauvetage, un échange de dette fut proposé aux créanciers privés. Selon les termes de cet échange, un *swap* (échange de titres de dette) des obligations souveraines grecques avec des titres à court terme du Fonds européen de stabilité financière (FESF) et de nouvelles obligations à long terme du gouvernement grec fut proposé aux créanciers privés. La plupart des créanciers participèrent volontairement à cet échange, mais le gouvernement grec décida d'activer des CAC afin de contraindre les créanciers privés récalcitrants de participer à cet accord de « *private-sector involment* » (ou PSI). Ainsi, le taux de participation à l'échange s'éleva à 97%. La résultante de cet échange fut une perte pour les créanciers privés de 53,5% en termes nominal et 75% en termes de valeur actuelle. C'est à la suite du cas de la Grèce que l'ISDA (*International Swaps and Derivatives Association*) statua sur le fait de considérer l'activation des CAC comme un « évènement de crédit » dans la formulation des contrats de couvertures de défaillance (plus connu sous le terme de *credit default swaps* (CDS)<sup>61</sup> en anglais).

Mais l'introduction des CAC ne constituent pas une solution permanente dans la résolution des conflits lors des processus de restructuration. Le FMI attire notre attention sur le fait que l'approche des CAC est plus effective lorsqu'elle est appliquée de manière *préventive*, c'est-à-dire lorsque la restructuration de dette est déclenchée avant le défaut. Car, comme dans le cas de la Grèce (2012) ou de l'Argentine (2014),

---

<sup>61</sup> Les CDS sont des contrats de protection financière entre débiteur et créateur. Dans les normes, l'acheteur de protection (que l'on désigne comme étant le créateur) verse une prime ex-ante annuelle calculée sur le montant notionnel de l'actif à couvrir souvent dit *de référence* ou *sous-jacent*, au vendeur de protection (débiteur) qui promet de compenser *ex-post* les pertes de l'actif de référence en cas d'« évènement de crédit » précisé dans le contrat. Or jusqu'à l'avènement du cas de la Grèce, l'inclusion de CAC n'étaient pas considérés comme étant un « évènement de crédit ».

les créanciers refusant l'accord final ou l'échange de dette, peuvent recourir à la justice et exiger le remboursement de la totalité de la créance due et obtenir gain de cause (action communément appelé stratégie dissidente ou *holdout strategy* en anglais). Ce qui ramène le débiteur souverain à une situation d'insolvabilité (cas récent de l'Argentine en 2014) et encourage les créanciers à recourir à la justice plutôt que de participer à un processus de restructuration.

Néanmoins, les CAC constituent une réponse décentralisée et effective aux problèmes d'actions collectives fréquents entre les créanciers obligataires. Le statut informel de cette approche ne freine nullement son application et sa diffusion parmi les acteurs du marché.

### 3.6.2 Le Code de conduite

Le code de conduite est la deuxième approche informelle proposée en 2003 par des experts de la Banque de France<sup>62</sup> concernant la résolution des litiges pouvant survenir durant les processus de restructuration de dette. Il a été instauré afin de prévenir et résoudre les crises de dette souveraine.

Ainsi, le Code de conduite a pour principale vocation de :

- fournir un cadre global non juridictionnel destiné à résoudre les problèmes de service de la dette tout en préservant les accords contractuels.
- se référer à différents instruments (avec une option d'inclusion des CAC) et « bonnes pratiques » se rapportant à des problèmes opérationnels.

Pour le débiteur souverain, la conformité au Code de conduite pourrait lui permettre de regagner un accès auprès des marchés des capitaux internationaux. Du point de vue du créancier, cette conformité pourrait permettre de réduire l'incertitude envers l'aléa moral du débiteur. L'objectif du Code est donc d'équilibrer les intérêts de débiteurs et créanciers, ainsi que les intérêts entre créanciers (Berensmann (2003)).

---

<sup>62</sup> Bertrand Couillault et Pierre-François Weber

Ainsi, une conformité au Code enverrait des signaux positifs aux marchés des capitaux (Ritter (2009)).

Les principes sur lesquelles reposent le Code de conduite sont au nombre de huit et sont les suivants :

- 1) **Des structures de dialogue** : avec l'établissement de comités *ad hoc* permettant d'instaurer un dialogue portant sur la renégociation des termes des contrats de prêts.
- 2) **Un cadre pour le partage des informations** : le débiteur a l'obligation de transmettre l'intégralité de l'information sur les circonstances d'une renégociation et ses modalités, l'encours de sa dette et les perspectives d'évolution. Ce principe est nécessaire afin de veiller à une bonne diffusion de l'information.
- 3) **Des modalités de représentation des créanciers** : à travers des approches flexibles et l'introduction de nouveaux instruments (tel que l'inclusion des CAC) permettant de meilleures dispositions contractuelles.
- 4) **Des moratoires concertés** : permettant d'établir un accord préalable entre le débiteur et les créanciers qui prévoit une interruption des paiements au titre de la dette, ainsi que la suspension d'un quelconque recours en justice).
- 5) **Des principes directeurs permettant de définir le champ de la dette à traiter** : permettant aux créanciers officiels tel que le Club de Paris d'autoriser des allègements de dette souveraine aux débiteurs en difficulté financière.
- 6) **Des modalités de restructurations** : prévoyant des dispositions pour les cas où les créanciers seraient dans l'obligation d'accepter une réduction de la valeur actualisée nette de leurs créances.
- 7) **Le recours à un médiateur** : préconisant le choix d'un tiers comme médiateur afin de dissiper les points de divergence entre débiteur et créanciers.
- 8) **Le traitement des nouveaux financements** : avec l'établissement d'une date limite pour le vote de l'exclusion de nouveaux financements dans le processus de restructuration.

Notons que le code de conduite ne permet pas de résoudre les principaux problèmes liés aux créanciers durant les processus de restructuration de dette et précédemment identifiés par Roubini (2002)<sup>63</sup>. Également, le caractère « volontaire » du code constitue un frein à son adoption et sa mise en œuvre. Le Code permet cependant d'assister sur les questions de coordination des créanciers, notamment à travers ses principes de « modalités de représentation des créanciers » et de création d'un cadre de « partage des informations ». Le Code de conduite est également plus flexible sur le plan des procédures.

Récemment, les principes véhiculés par le Code furent adoptés dans plusieurs pays (le Belize, le Congo, la République dominicaine, en Grenade et au Nicaragua) et contribuèrent à la résolution de leurs crises de dette souveraine (Ritter (2009)). Plus précisément, le Belize s'est distingué dans son adoption du Code de conduite lors d'un épisode de restructuration de dette (entre 2006 et 2007) en encourageant le dialogue entre les autorités et les créanciers et en garantissant une totale transparence dans le partage de l'information. La résultante fut un taux de participation de 98% des créanciers dans un processus de restructuration rapide et ordonné.

---

<sup>63</sup> À savoir l'urgence de sortie, la stratégie de confrontation judiciaire ou encore le blocus par droit de véto.

### 3.7 Conclusion

Ce chapitre nous a appris l'importance et la complexité entourant les processus de restructurations. De nos jours, le bon déroulement de ces processus se heurte à de nombreuses difficultés telles que :

- ✓ l'hétérogénéité croissante du groupe des créanciers pouvant générer des problèmes de coordination;
- ✓ la diversité des instruments de dette utilisés lors du processus;
- ✓ les multiples retards pouvant être occasionnés par les réticences des débiteurs (minimalisation des coûts et du remboursement de la créance) et des créanciers (maximisation du remboursement de la valeur nominale de la créance initialement investie).
- ✓ les recours en justice initiés par les créanciers dissidents.

Il y eut plusieurs tentatives afin de mettre en œuvre un cadre de résolution des crises de dette souveraine. Parmi ces tentatives nous pouvons citer les MDRS (mécanismes de restructuration de dette souveraine), les CAC (clauses d'actions collectives) ou encore le Code de conduite. La mise en œuvre des MDRS n'a pu dépasser le stade de projet, tandis que l'application des CAC est plus effective en cas de restructuration *préventive*, c'est-à-dire lorsque la restructuration de dette est déclenchée avant le défaut. Les CAC ont également une influence limitée lorsque le bon déroulement d'une restructuration de dette est bloqué par des créanciers dissidents. Enfin, l'application du Code de conduite est freinée par son caractère informel.

Cependant, ces dernières années, nous notons que le taux de participation des créanciers à la restructuration est plus élevé lorsque cette dernière est déclenchée de manière préventive. Ainsi, le taux de participation des créanciers a atteint plus de 90% pour les restructurations menées au Belize (2007, 2013), en Grenade (2013), en Jamaïque (2010, 2013) et à Saint-Christophe et Niévès (2012), même si, dans les trois premiers cas, la soutenabilité de la dette ne fut pas restaurée à la suite de la restructuration.

## Conclusion de la première partie

Dans cette première partie théorique, nous avons évoqué le problème récurrent de non soutenabilité des États souverains. La soutenabilité de la dette mesure la capacité d'un État à rembourser ses emprunts, assure de sa solvabilité et donne une indication sur son exposition à un évènement de crédit.

De nombreux obstacles surviennent lors d'un évènement de crédit, dont le principal se matérialise à travers la réticence des créanciers. Cette dernière est toutefois compréhensible considérant les pertes subies par les créanciers privés durant les récents épisodes de crédit (pertes s'étalant en 30 à 70% selon les cas). En passant en revue ces dernières années, les décotes les plus significatives subites par les créanciers (avec une perte en valeur nominale de la créance avoisinant 70%) furent appliquées par l'Argentine en 2005 et la Grèce en 2012. En outre, les divers retards et l'inadéquation des restructurations dans certains cas rendent le bon déroulement des résolutions de crises de dette souveraine complexe. Une bonne résolution des crises de dette souveraine impliquerait:

- 1) une plus grande rigueur et transparence se rapportant à la soutenabilité de la dette des débiteurs souverains et du respect des conditions d'accès aux marchés des capitaux;
- 2) une transition marquant une implication accrue des créanciers privés en cas de crise par le *bail in*<sup>64</sup>;
- 3) un allègement des coûts associés aux processus de restructurations;
- 4) La mise en œuvre d'un cadre de résolution de crise par les institutions internationales telles que le FMI et le Club de Paris, du fait de leurs rôles de prêteurs et d'arbitres lors des crises de dette souveraine.

Considérant l'importance des différents évènements de crédit dans le contexte actuel, il est pertinent d'évaluer leurs conséquences sur le risque pays. Nous nous

---

<sup>64</sup> C'est-à-dire une recapitalisation par une mise à contribution des actionnaires et/ou des créanciers de la banque en difficulté.

proposons de répondre à cette interrogation dans la deuxième partie de cette thèse.

## **PARTIE II – Evaluation de l'impact des évènements de crédit sur les déterminants du risque pays**

## Introduction de la deuxième partie

Historiquement, les recherches empiriques en matière de *risque pays* furent alimentées par une série de crises s'étalant sur les cinquante dernières années, à savoir : les crises politiques dans les années 60 à 70, les crises de la dette dans les années 80, et les crises financières à partir des années 90. Le *risque pays* n'est donc pas un concept nouveau et est inhérent aux échanges financiers entre deux entités économiques de pays différents ou entre deux États souverains. Il se manifeste lorsque les conditions d'investissement ou de remboursement d'une créance ne sont pas respectées du fait de facteurs économiques, financiers, politiques ou sociaux présents dans le pays hôte.

Selon Kobrin (1979) et Desta (1985), la première cause du risque pays constitue l'intervention d'un État sur ses opérations commerciales. Weston et Sorge (1972), Zenoff (1967), Aliber (1975), Baglini (1976) et Feils et Sabac (2000) estiment que le risque politique est principalement causé par les actions gouvernementales qui interfèrent ou empêchent les transactions commerciales, modifient les termes des accords et provoquent la confiscation des biens des entreprises détenus par les étrangers.

La seconde cause identifiée serait l'instabilité de l'environnement des affaires et son impact sur les transactions commerciales. Ainsi, les auteurs comme Robock (1971), Root (1972), Haendel et al. (1975) et Rummel et Heenan (1978) ne mettent pas seulement en cause les actions gouvernementales, mais également d'autres causes spécifiques. Fitzpatrick (1983), quant à lui, revient essentiellement sur les facteurs politiques comme principales causes du risque pays. Bouchet, Clark et Gros Lambert (2003) classifient les causes du risque pays selon trois principaux facteurs: les facteurs sociopolitiques, les facteurs économiques et les facteurs environnementaux (phénomènes sismiques ou météorologiques).

Un groupe d'auteurs se sont penchés sur le service de la dette extérieure et les probabilités de défaut de la dette souveraine (Agmon et Dietrich (1983), Abdullah (1985), Feder et Uy (1985), Shapiro (1985), Eaton et al. (1986), Citron et Nickelsburg (1987), Cosset et al. (1992), Schwartz et Zurita (1992), Rivoli et Brewer (1997)). Ces auteurs arrivent à la conclusion selon laquelle la crise des années 80 a entraînée une vague de restructurations souveraines dans plus d'une trentaine de pays, mais a également permis d'améliorer les techniques d'évaluation du risque pays utilisées par la plupart des banques commerciales.

Enfin, des auteurs ont également entrepris d'étudier la relation entre le risque pays et les marchés des capitaux. Selon Solnik (1974a), les marchés des capitaux sont des plateformes permettant de favoriser la libre circulation des capitaux entre les pays. Cependant, il observe l'importance des facteurs politiques dans la prise en compte des stratégies de diversification de l'investisseur. Ainsi, l'accroissement du risque politique à l'étranger entraîne une augmentation des probabilités de rapatriement du capital et des profits par l'investisseur à l'échelle domestique.

Ainsi, cette deuxième partie a pour objectif de nous familiariser avec le concept de risque pays en général, avant d'évaluer les conséquences des événements de défauts et restructurations de dette souveraine sur chacune de ses composantes qui sont le risque souverain, le risque économique et le risque politique.

Notre analyse se basera essentiellement sur un groupe de 42 pays sur une période allant de 1995 à 2013 (liste des pays étudiés disponible à l'annexe A2). Nous ciblons ainsi 44 épisodes de défauts (répertoriés par l'agence de notation S&P) et 141 épisodes de restructurations de dette (selon le Club de Paris et le rapport *Global Development Finance* (2013)) sur toute la période de l'étude.

Afin de préciser notre analyse de l'impact des événements de crédit sur les risques souverain et économique, nous choisirons de scinder notre échantillon soit selon le groupe de revenu (source : Banque Mondiale).

Ainsi, la distinction est considérée en fonction du RNB 2008 (revenu national brut) par habitant. Les groupes sont les suivants : 1) **faible revenu** (975 dollars EU ou moins) ; 2) **revenu moyen inférieur** (de 976 à 3 855 dollars US) ; 3) **revenu moyen supérieur**, (3 856 à 11 905 dollars US) ; et 4) **revenu élevé**, supérieur à 11 906 dollars US.

Nous pensons que la pertinence du choix de découpage en sous-échantillon relève du fait que le groupe de revenu du débiteur souverain est un indicateur de son niveau de solvabilité (Reinhart *et al.* (2003)) et de son accessibilité aux marchés des capitaux (Gelos *et al.* (2011)). Notre hypothèse soutient que les événements de crédit ont des impacts différents sur le PIB des pays dépendamment du groupe de revenu d'appartenance.

Cette hypothèse se justifie par le fait que les pays à revenu élevé représentent les principaux bailleurs de fonds et bénéficient souvent d'un bon niveau de solvabilité, d'une réputation forte et d'un accès aux marchés financiers. Ce groupe est ainsi composé de pays tels que les États Unis, le Canada, les pays de l'OCDE, la Russie, la Slovénie, l'Australie, etc. Les pays à revenu moyen (inférieur et supérieur) bénéficient de prêts concessionnels et non concessionnels des créanciers privés et ont périodiquement accès aux marchés des capitaux.

Les pays à revenu faible se financent à travers des prêts concessionnels et des subventions auprès de créanciers officiels<sup>65</sup>. Rappelons que les prêts concessionnels sont des instruments financiers souverains conçus (par la Banque Mondiale, le FMI et les autres banques de développement) afin de répondre aux besoins financiers et au soutien de la croissance économique des pays à faible revenu. Ainsi, les

---

<sup>65</sup> De 2009 à 2013, on apprend que les engagements au titre de prêts concessionnels avoisinent les 10 milliards de dollars EU. Plusieurs aménagements sont apportés à ces prêts notamment l'absence de paiements de taux d'intérêt jusqu'à la fin de 2014.

investissements dans les pays à revenu faible sont souvent exclus par les créanciers privés, considérant la sévérité des décotes en cas de défaut souverain. Comparé aux pays à revenu élevé et moyen, les pays à revenu faible ont donc un accès restreint aux marchés des capitaux. Ainsi, les sanctions appliquées par les créanciers officiels à ces pays sont moins sévères lors d'un évènement de crédit. Lors d'un processus de restructuration de dette souveraine, les créanciers publics sont souvent plus disposés à assouplir les conditions de remboursement de la créance à travers des allègements ou des rééchelonnements de dette. Par contre, les négociations peuvent s'éterniser avec les créanciers privés qui sont beaucoup moins disposés à annuler une partie de la dette souveraine qui leur est due et tiennent à minimiser les pertes.

L'annexe A2 nous renseigne sur les spécificités de la composition de notre échantillon selon les différents groupes de revenus.

Dans notre planification, nous aborderons tout d'abord le questionnement relié au risque souverain, avant de nous pencher respectivement sur les risques économique et politique.

## Chapitre 4 : Impact des évènements de crédit sur le risque souverain

### **4.1 Introduction**

Les récentes crises de dette souveraine (depuis les années 80 jusqu'à la crise des *subprimes* en 2007) ont relancé le débat sur la notion de risque pays. De ces faits actuels naissent une confusion entre la notion de risque pays et la notion de risque souverain. Le risque souverain est une composante du risque pays et se réfère spécifiquement à la qualité de crédit des États souverains. Il correspond donc à l'exposition au risque de crédit vis-à-vis d'un État (Jüttner, 1995).

A ce sujet, la notation souveraine (*rating*) est de nos jours un des outils de mesure du risque de crédit qui constitue une référence pour les émetteurs de dette. Elle peut être libellée en devise étrangère ou domestique et renseigne sur la capacité d'un souverain d'honorer le service de la dette tel que initialement prévu par les termes du contrat. Cette notation souveraine est principalement déterminée par les trois principales agences de notation qui sont : Standard & Poors (S&P), Moody's et Fitch. Ces dernières années, on assiste à la montée en importance de la notation souveraine de par deux faits : l'augmentation des émissions d'obligations souveraines comme principaux types de financement dans les marchés de la dette et la multiplication des crises de dette souveraine. Ainsi, en prenant exemple sur les cinq dernières années, nous avons assisté à la dégradation des notes souveraines des pays tels que la Grèce, la France, l'Espagne, l'Italie, le Portugal, Malte, l'Autriche, la Slovaquie, la Slovénie ou encore Chypre par l'agence S&P. La notation souveraine est de plus en plus considérée comme une indicatrice à caractère procyclique de défaut souverain sachant qu'une crise augmente la probabilité de défaut.

Dans ce chapitre, nous cherchons à évaluer l'impact des événements de crédit sur la dette nouvellement émise et conséquemment, sur le risque souverain. Tel que souligné lors du chapitre 2 portant sur les caractéristiques des différents événements de crédit, la dette initialement contractée est annulée et remplacée par une dette négociée sur la base de nouveaux termes incluant de nouveaux instruments. Ces derniers se présentent sous forme d'obligations, de prêts bancaires, de crédits commerciaux ou espèces<sup>66</sup>.

Ultimement, selon Ghose (1988), le risque souverain apparaît lorsqu'un gouvernement souverain répudie ses engagements financiers à l'étranger, ou lorsqu'un souverain empêche les entreprises ou autres agents économiques domestiques de s'acquitter de leurs obligations. Cela sous-entend que l'État a la capacité financière mais non la volonté de s'acquitter de ses obligations. Le cas inverse peut également se produire, c'est-à-dire une volonté doublée d'une incapacité à s'acquitter des obligations souveraines pour cause de difficultés financières.

Trois raisons pousseraient un souverain à rembourser sa dette. Premièrement, les créanciers étrangers pourraient saisir les actifs placés à l'étranger par le souverain en défaut. Deuxièmement, l'accès aux marchés des capitaux du souverain en défaut peut être restreint dans le futur. Troisièmement, l'impact négatif peut se retranscrire sur le commerce international (mise en place d'un embargo commercial, barrières tarifaires, etc.). Un pays débiteur ayant connu un défaut expérimente ainsi souvent des difficultés à emprunter auprès des marchés internationaux des capitaux. Ces difficultés peuvent déboucher sur l'exclusion à l'accès de nouveaux fonds et/ou l'augmentation des coûts d'emprunt. La notation a donc une influence significative sur la perception des investisseurs sur les marchés des capitaux.

---

<sup>66</sup> Pour rappel, le tableau 2.1 de cette thèse nous donne une liste des principales restructurations de dette, ainsi que leurs caractéristiques, de 1998 à 2010. Parmi ces différents cas, nous observons notamment le processus de transformation de la dette initialement négociée à celle nouvellement émise suite à l'impact d'une restructuration de dette souveraine.

L'originalité de notre recherche repose sur une distinction de deux évènements de crédit : le défaut souverain et la restructuration de dette souveraine. Quel que soit l'évènement de crédit, les causes et conséquences de leur occurrence sont abondamment abordées dans la littérature. Eaton et Gersowitz (1981) furent les premiers à observer les conséquences d'un évènement de crédit entraînant l'exclusion des marchés internationaux. Par la suite, Sachs et Cohen (1982), Bulow et Rogoff (1989) et Fernandez et Rosenthal (1990) développent le sujet en parlant des sanctions punitives entreprises après un défaut afin d'inciter au remboursement de la créance souveraine. La perte en crédibilité de la réputation et l'exclusion des marchés des capitaux constituent donc les principales conséquences pouvant avoir un effet sur les risques économique et souverain d'un pays.

Notre analyse se base sur 42 pays<sup>67</sup> ayant connu des évènements de crédit sur une période allant de 1995 à 2013. Nous ciblons ainsi 44 épisodes de défauts (répertoriés par l'agence de notation S&P) et 141 épisodes de restructurations de dette (selon le Club de Paris et le rapport *Global Development Finance* (2013)) sur toute la période de l'étude. La démarche méthodologique de cet article s'articule autour de deux principales techniques de modélisation : linéaire et logistique ordonnée. Notre recherche privilégie la notation souveraine libellée en devise étrangère.

Ce chapitre s'articule de la manière suivante. Le prochain volet déroulera la revue de littérature couvrant les problématiques liées à la notation souveraine et l'impact des différents évènements de crédit. Le deuxième volet définira les différentes spécificités permettant de mesurer la notation souveraine. Un troisième volet présentera les méthodologies empiriques et les principales données employées. Les résultats seront présentés dans le cadre du quatrième volet, avant de conclure en un dernier volet.

---

<sup>67</sup> La liste des pays étudiés est disponible à l'annexe A2.

## 4.2 Le risque souverain dans la littérature

C'est vers la fin des années 80 qu'une littérature portant sur les éventuelles conséquences d'un défaut souverain commença à émerger. Depuis cette époque, la littérature pertinente à notre sujet d'étude est variée et porte essentiellement sur les conséquences des événements de crédit sur la réputation, l'accessibilité des marchés des capitaux, les *spreads* de crédit, le système bancaire ou encore sur la notation souveraine.

### 4.2.1 Réputation et exclusion des marchés

Le défaut souverain peut être causé par l'incapacité du souverain à rembourser sa dette, mais aussi par son manque de volonté, mettant ainsi en jeu sa réputation. Eaton et Gersowitz (1981) furent les premiers à observer les conséquences d'un défaut souverain entraînant l'exclusion des marchés internationaux. Par la suite, Sachs et Cohen (1982), Bulow et Rogoff (1989) et Fernandez et Rosenthal (1990) développent le sujet en parlant des sanctions punitives entreprises après un défaut afin d'inciter au remboursement de la créance souveraine. La perte en crédibilité de la réputation et l'exclusion des marchés des capitaux constituent donc les principales conséquences pouvant avoir un effet sur le risque souverain.

Plusieurs études ont identifiées la réduction des entrées de capitaux, comme moyen de punition possible au défaut souverain (Eaton et Fernandez (1995)). Le cas du défaut souverain de la Russie en 1997 est souvent évoqué en guise d'exemple. A la suite de ce défaut, les IDE de l'Allemagne vers la Russie déclinèrent de 10%, alors que le montant des IDE investis par le Japon en Russie passa de 940 millions en 1997 à 18 millions en 1999 (Fuentes et Saravia, 2009). Dans le même sens, Fuentes et Saravia (2009) démontrent une réduction des flux d'investissement étrangers en faveur des débiteurs souverains en défaut, ce qui constitue une preuve de l'existence d'un mécanisme de punition envers ces derniers. Les auteurs constatent également qu'une plus grande fréquence des défauts réduit les IDE. Gelos, Dsandleris et Sahay (2011) montrent à leur tour que

la plupart des pays en défaut arrivent à regagner l'accès aux marchés de capitaux, un ou deux ans après la crise<sup>68</sup>.

En outre, Cruces et Trebesch (2013) soulignent que l'exclusion des marchés des capitaux dépend de l'importance des pertes subies par l'investisseur (forte corrélation entre ces deux variables). Plus ces pertes sont importantes, plus l'écart des rendements des obligations subséquentes est significatif (*i.e* avec des taux d'intérêts plus élevés compte tenu des antécédents), plus la période d'exclusion des marchés des débiteurs en défaut sera longue. Ainsi, les auteurs constatent que, malgré le fait que les effets décroissent au fil du temps, ils demeurent significatifs six à sept ans après la restructuration de dette.

Enfin, certains auteurs (tel que Arellano, 2008) affirment que des pays préfèrent volontairement opter pour le défaut et l'exclusion à l'accès des marchés dans certaines circonstances (comme dans le cas d'un choc global ou spécifique). Alors que d'autres (Grossman et Van Huyck (1988); Aguiar, Amador et Gopinath (2007)) estiment la menace de l'exclusion à l'accès des marchés entraîne l'abstention des États souverains débiteurs d'entrer volontairement en défaut de paiement.

#### 4.2.2 Conséquences sur le système bancaire

Les institutions financières jouent un rôle prépondérant dans la capacité d'endettement extérieur des secteurs privé et public. Selon Gennaioli et *al.* (2010), l'accessibilité au crédit bancaire permet de stimuler le secteur privé et de réduire le risque de défaut du secteur public. Des théories économiques et preuves empiriques confirment le fait que l'établissement d'institutions financières fortes augmente l'attraction des investissements étrangers et l'efficacité de leur emploi au sein de l'économie domestique (par exemple Caballero *et al.* (2001), Alfaro et *al.* (2008)).

---

<sup>68</sup> Sachant que les périodes d'exclusion des marchés de capitaux s'étant raccourcies depuis les années 80, sauf dans les cas de l'Argentine et de l'Équateur où l'exclusion dura des années.

Il existe un lien très soutenu entre les événements de crédit et les institutions financières du système bancaire. D'une part, durant les dernières crises de dette souveraine en Russie, Équateur, Pakistan, Ukraine et Argentine (FMI, 2002), on constate que les défauts souverains sont souvent suivis par une crise du secteur bancaire. A ce sujet, Gennaioli *et al.* (2010) étudient le lien existant entre les institutions financières et le risque de défaut souverain. Leurs résultats prouvent théoriquement et empiriquement une relation inverse entre le défaut souverain et l'état du bilan des banques, entraînant ainsi une contraction du crédit, de l'investissement et de la productivité. Selon les auteurs, un défaut souverain entraîne une réduction de 8,6% du volume des crédits accordés par le secteur privé et une baisse de 2,4% du PIB. Les auteurs insistent également sur l'importance de l'établissement d'institutions financières de qualité. Durant ces épisodes, les événements de crédit affectent surtout le secteur privé à travers les banques détenant des titres d'obligations souveraines.

D'autre part, selon Das *et al.* (2012), les restructurations de dette souveraine affectent le secteur bancaire du pays en défaut de leur dette souveraine sur trois points :

- 1) la perte de valeur des actifs restructurés (tels que les obligations souveraines) affectent négativement la valeur totale des actifs du bilan des banques.
- 2) L'annonce d'un défaut et d'une restructuration de dette favorise l'interruption des lignes de crédit interbancaires et la fuite de capitaux sous la forme de retraits massifs. Ces facteurs affectent négativement la valeur totale du passif du bilan des banques.
- 3) Les épisodes de restructuration de dette déclenchent la hausse des taux d'intérêts, et donc du coût du financement des institutions domestiques.

Dans le passé, la Russie (1998) et l'Équateur (1999, 2008) virent les épisodes de restructurations de leur dette souveraine se solder par l'effondrement de leurs systèmes bancaires domestiques. En Russie, plusieurs banques insolubles firent défaut sur leurs obligations étrangères. En Équateur, la crise systémique bancaire se solda sur la liquidation de cinq institutions financières.

#### 4.2.3 Impact des défauts et restructurations de dette sur les *spreads* de crédit

De nos jours, la littérature empirique soutient une relation positive entre la fréquence des défauts souverains et les coûts d'emprunts (plus le débiteur souverain cumule les défauts sur une échelle temporelle, plus les coûts d'emprunt sont élevés). L'étude empirique portant sur l'impact des défauts sur les coûts d'emprunt peut être divisée en 3 groupes (Borensztein et Panizza (2009)): 1) les études ne trouvant aucun lien entre le défaut et les coûts d'emprunt; 2) les études statuant sur un effet de longue durée mais de moindre impact sur les coûts d'emprunts et 3) les études trouvant un effet temporaire et à court terme sur les coûts d'emprunt.

Dans le premier groupe nous retrouvons Lindert et Morton (1989), Eichengreen (1989) et Chowdry (1991) qui étudient l'effet des épisodes de défauts sur les pays au 19<sup>ème</sup> siècle et dans les années 30. Les auteurs statuent que ces défauts n'ont eu aucun impact sur les coûts d'emprunt jusque dans les années 70. Ades *et al.* (2000) établissent également l'absence de l'impact significatif de la fréquence des défauts sur les *spreads* souverains jusqu'à la fin des années 90.

Le second groupe inclus Eichengreen et Portes (1995) qui étudient les obligations issues depuis les années 20 et trouvent que historiquement, les défauts n'avaient aucun impact sur les coûts d'emprunt, mais que depuis récemment, on assiste à une hausse des effets des épisodes de défauts sur les

coûts d'emprunt (impact pouvant aller jusqu'à 20 points de base). Ozler (1993) qui étudie l'évolution des prêts bancaires, trouve un impact moindre mais statistiquement significatif du défaut dans le courant des années 30. Il faudrait prendre en compte que les résultats obtenus durant cette période sont fortement biaisés du fait des impacts liés à la crise de 1929. Obstfeld et Taylor (2004) qui constatent également un faible écart des *spreads* des obligations souveraines. Par contre, Dell'Araccia et al. (2002) concluent que les défauts ont un impact à long terme et montrent particulièrement que les pays ayant participé à l'échange d'obligations Brady, ont connus des coûts d'emprunt plus élevés vers la fin des années 90. Ils démontrent également les effets du plan Brady sur la hausse des coûts d'emprunt, notamment après la crise russe en 1998.

Le troisième groupe résume l'étude de Flandeau et Zumer (2004) portant sur la période allant de 1880 à 1914. Selon les auteurs, le défaut est associé à un impact significatif sur les *spreads* (d'environ 90 points de base) dans l'année suivant la fin de l'épisode de défaut. Mais cet impact est temporaire et à court terme car diminuant rapidement au fil du temps.

Enfin, Borensztein et Panizza (2009) trouvent que les effets du défaut sont importants et statistiquement significatifs la première année suivant le défaut (impact pouvant influencer sur les *spreads* à hauteur de 400 points de base). L'effet demeure important l'année suivante à hauteur de 200 points de base de variation des *spreads*, mais ce résultat est statistiquement non significatif. Les résultats des auteurs suggèrent ainsi que le défaut n'affecte les écarts des rendements des *spreads* que pour une période maximale de un an à deux après la restructuration de dette. Ce résultat suggère que les investisseurs réagissent fortement et rapidement de prime abord, mais ont tendance à avoir la mémoire courte par la suite (en concordance avec Flandeau et Zumer (2004) qui avaient trouvés des résultats similaires sur la période portant sur la période « Gold Standard »).

#### 4.2.4 Conséquences sur la notation souveraine

Depuis la crise de 2008, les annonces de dégradation de la note de la dette d'un État par les agences de notation n'ont cessé de rythmer l'actualité. L'évolution des notes estimées par les différentes agences de notation est très suivie par les investisseurs et autres participants des marchés des capitaux car permettant de réduire les asymétries d'information existants sur les marchés financiers. Ainsi, la dégradation de la note souveraine de la Grèce en 2010 par les trois agences de notation résulta sur une augmentation de la prime de risque requise par les investisseurs endossant les obligations souveraines du pays.

L'importance de la notation souveraine a commencé à prendre de l'ampleur vers le milieu des années 90. Cette importance s'explique avec le fait que de plus en plus de gouvernements ayant des risques de défaut élevés ou d'entreprises domiciliées dans des pays risqués empruntent dans les marchés internationaux. Or ces derniers accordent de plus en plus d'importance à leurs notations car elle permet de faciliter leur accès aux marchés internationaux où la plupart des investisseurs préfèrent, à niveau de risque égal, investir dans les titres souverains notés plutôt que dans ceux non notés. La notation de la dette souveraine peut être libellée en devise étrangère ou en devise domestique<sup>69</sup> (Trevino et Thomas, 2001).

Beaucoup d'études ont porté sur les déterminants de la notation souveraine, ou encore son impact sur les *spreads* (Cantor et Packer (1996), Ferreira et Gama (2007)). Une relation de corrélation existe entre la notation souveraine et les *spreads*. Cantor et Packer (1996) ont étudié cette relation en établissant un impact significatif des annonces de hausse ou de baisse de la notation sur les *spreads* des obligations. Kaminsky et Schmuckler (2002) établissent également

---

<sup>69</sup> Cette dernière est souvent privilégiée étant donné que la dette souveraine domestique est plus aisément remboursable via la monétisation. La création de monnaie par la Banque Centrale crée de l'inflation, ce qui augmente la valeur de la monnaie domestique vis-à-vis de celle étrangère.

un lien en montrant l'impact de la contagion de l'annonce d'une variation de la notation sur les marchés des actions et obligations, particulièrement en période de crise ou lorsque les pays sont géographiquement voisins. Brooks, Faff, Hillier et Hiller (2004) montrent que la dégradation de la notation souveraine a un impact négatif sur la cotation du souverain sur les marchés des capitaux. Grande et Parsley (2003) associent la dégradation de la notation souveraine à une augmentation de 12 points de base du *spread* des obligations souveraines. Ferreira et Gama (2007) développent dans le même sens en prouvant empiriquement que la baisse de la notation d'un rang impacte négativement et significativement le rendement des *spreads* jusqu'à hauteur de 51 points de base.

Une étude plus récente de Mellios et Paget-Blanc (2006) nous renseigne sur la significativité du choix de certains déterminants de la notation. L'étude porte sur la notation souveraine de 86 pays en 2003 par les trois principales agences de notation. Selon les auteurs, les recettes publiques, la variation des taux de change réel et l'épargne domestique sont des facteurs ayant un impact positif sur la notation. Par contre, le taux d'inflation impacte négativement sur la notation souveraine.

D'autre part, Reinhart *et al.* (2003) portent une attention particulière à l'évolution de la notation estimée par *Institutional Investor*<sup>70</sup>. D'après ces auteurs, deux facteurs expliquent 75% de la variance de la notation : le ratio de la dette par rapport PNB, et un historique marqué par une série de mauvaises politiques économiques et décisions financières (hyperinflation, épisodes de défauts ou de restructurations successifs). Les auteurs mettent ainsi en exergue l'importance de la gouvernance et de la qualité des institutions dans les crises de dette

---

<sup>70</sup> *Institutional Investor* compile des notations risque pays sur une base semi annuelle (aux mois de mars et septembre) sur la base de données fournies par les banques internationales. Les notes souveraines sont attribuées par un ensemble de banquiers (variant en nombre de 75 à 100 banquiers) pour 135 pays et sur une échelle allant de 0 à 100 (avec 100 correspondants au risque le plus faible). En général, les noms des banques participantes sont confidentiels (Howell, 2001). L'évaluation du risque pays par cette institution se base donc exclusivement sur une opinion bancaire.

souveraine, d'où le terme de « *debt intolerance* » (exprimant l'idée que certains pays ont une tendance structurelle à recourir au défaut, indépendamment des autres facteurs économiques ou financiers).

Mais les effets d'une crise financière sur la notation souveraine sont-ils les mêmes que ceux constatés à la suite d'une restructuration et/ou un défaut souverain? Dans les faits, peu d'études ont porté sur le sujet.

Cantor et Packer (1996) furent les premiers à mettre en évidence la relation entre le défaut souverain et la notation souveraine. Leur échantillon est composé de 50 pays et leur notation souveraine en 1995. Les résultats démontrent une baisse significative de deux rangs de la notation après un défaut souverain.

Mellios et Paget-Blanc (2006) nous renseignent sur l'importance de l'historique des défauts et le niveau de corruption qui sont des facteurs cruciaux dans la détermination de la notation souveraine. Selon les auteurs, un pays ayant connu un épisode de défaut est noté en moyenne 1,4 rang en dessous d'un pays n'ayant pas expérimenté cet événement. Ainsi, ces facteurs impactent significativement sur le développement économique et la qualité de la gouvernance d'un pays souverain.

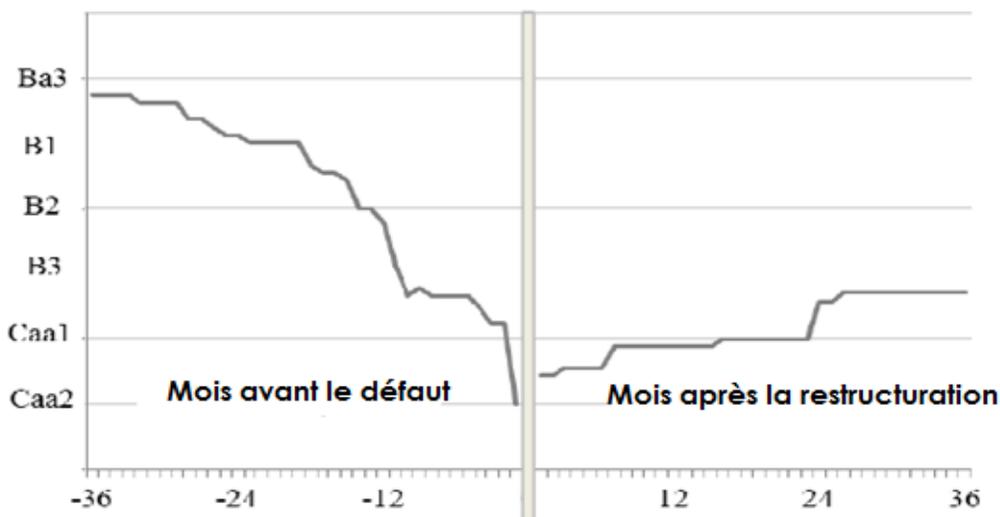
Borensztein et Panizza (2009) développent le sujet en trouvant que la fréquence des défauts souverains est négativement corrélée à la notation (avec une baisse de 1,7 rang, légèrement moins que la baisse constatée par Cantor et Packer (1996) qui était estimée à 2,5 rangs).

Cependant, Borensztein et Panizza (2009) trouvent que, en général, les épisodes de défauts n'ont pas d'impact significatif à long terme sur la notation. Concernant le test portant sur la fréquence des épisodes de défauts sur la notation, les auteurs observent également un impact à court terme (i.e même si les défauts souverains s'échelonnent). L'impact ne devient réellement significatif que durant la période allant de 1995 à 2000.

Das et al. (2012) évoquent brièvement ce sujet en observant l'évolution de la notation souveraine post-restructuration de dette d'un panel de pays. Pour ce faire, une compilation de neuf restructurations de dette sous forme d'obligations souveraines fut procédée : le Pakistan (1999), l'Équateur (1999, 2008), l'Argentine (2001), la Moldovie (2002), l'Uruguay (2003), la République Dominicaine (2005), le Belize (2006) et en la Jamaïque (2010).

Les auteurs observent une détérioration notable de la note de crédit les mois précédant la restructuration de dette. Une lente amélioration de cette tendance est observée post-restructuration de dette. La figure 4.1 schématise cette évolution de la note du crédit souverain.

**Figure 4.1: Evolution de la notation durant un épisode de restructuration de dette**



Source : Das et al. (2012)

La tendance montre que les pays listés connaissent une baisse de leurs notations, au moins un an avant le défaut ou la restructuration de dette<sup>71</sup>. On observe sur la figure 4.1 un déclin de plus de quatre rangs de la notation dans les trois années précédant le défaut souverain et une légère progression de 1,7 rang au cours des années suivantes. Au bout d'un an, la plupart des obligations

<sup>71</sup> À l'exception de l'Uruguay noté (Baa3) par l'agence Moody's jusqu'au mois de Mars 2002 avant de restructurer sa dette seulement 14 mois après.

souveraines obtiennent une notation de « C » ce qui se traduit par un risque de crédit toujours élevé.

Cependant, il y a lieu de noter que cette analyse de Das *et al.* (2012) est un constat et non une étude empirique. Les conclusions de l'étude sont le fait de simples observations de l'évolution des notations constituées par un panel de neuf épisodes de restructurations de dette.

Sur la même lancée que Das *et al.* (2012), nous allons maintenant analyser l'évolution des notations souveraines (libellées en devise étrangère) de certains pays de notre échantillon, avant et après un évènement de défaut souverain. Les figures en annexe (Annexe A3) nous renseignent sur cette évolution.

En nous basant sur l'analyse de ces graphiques, nous constatons deux points essentiels :

- 1) Dans la plupart des cas, nous notons que la dégradation de la notation souveraine commence à se réaliser plusieurs mois avant l'annonce de l'évènement de défaut.
- 2) Par contre, la reprise se produit très rapidement et la notation souveraine retrouve très abruptement son niveau datant d'avant l'évènement de défaut.

Ces observations nous forcent à établir un lien entre la baisse de la notation souveraine et les évènements de crédit (défaut et restructuration de dette souveraine). D'après ces graphiques, la notation anticipe le risque souverain encouru avant même l'évènement de défaut. Nous rejoignons donc la thèse de Yeyati et Panizza (2009) qui anticipe la baisse de la notation souveraine durant la contraction de l'activité économique se produisant un trimestre avant le défaut. Les auteurs situent également la reprise en hausse de la notation souveraine un trimestre après l'annonce du défaut souverain.

Le tableau 4.1 suivant résume l'essentiel de la revue de littérature portant sur l'impact des défauts et/ou restructurations de dette sur le risque souverain.

**Tableau 4.1: Synoptique de la revue de littérature**

AUTEURS	RÉSULTATS
<b>Eaton et Gersovitz (1981), Arellano (2008)</b>	Le défaut souverain est considéré comme « volontaire », ce qui influe négativement sur la réputation et est susceptible d’être puni par une exclusion des marchés internationaux.
<b>Bulow et Rogoff (1989), Fernandez et Rosenthal (1990), Grossman et Van Huyck (1988); Aguiar, Amador et Gopinath (2007)</b>	La menace de sanctions punitives et la perte d’une crédibilité future peuvent prévenir le manque de volonté, la fréquence des défauts souverains et inciter au remboursement de la créance.
<b>Haque et al. (1996)</b>	Le défaut souverain n’est pas causé par le manque de « volonté » du souverain, mais par son «incapacité» à recouvrir la créance en cours. La non soutenabilité de la dette souveraine est due aux variables macroéconomiques, la politique économique, les crises de change, la gestion non efficiente des budgets à court terme ou alors par les chocs internes/externes.
<b>Eichengreen et Portes (2000)</b>	Les mécanismes de punition ne se reflètent pas, de façon significative, à travers une hausse des taux d’intérêts.
<b>Fuentes et Saravia, 2009, Eaton et Fernandez (1995)</b>	Le défaut souverain a un impact négatif sur les flux d’investissements étrangers.
<b>Gelos, Dsandleris et Sahay (2011), Borensztein et Panizza (2009)</b>	Les périodes d’exclusion des marchés de capitaux se sont raccourcies depuis les années 80. Les conséquences du défaut souverain n’affectent les rendements des <i>spreads</i> que sur une très courte période maximale (à savoir un an à deux après la restructuration de dette).
<b>Mellios et Paget-Blanc (2006)</b>	Les recettes publiques, la variation des taux de change réel et l’épargne domestique sont des facteurs ayant un impact positif sur la notation. Par contre, le taux d’inflation impacte négativement sur la notation souveraine. En outre, un pays ayant connu un épisode de défaut est noté en moyenne 1,4 rang en dessous d’un pays n’ayant pas connu de défaut.
<b>Borensztein et Panizza (2009)</b>	La fréquence des défauts souverains est négativement corrélée à la notation (avec une baisse de 1,7 rang) suite aux évènements de crédit
<b>Cruces et Trebesch (2013)</b>	Plus ces pertes sont importantes, plus l’écart des rendements des obligations subséquentes seront significatives, plus les taux d’intérêts seront élevés et plus la période d’exclusion des marchés des souverains en défaut s’échelonnent sur le long terme.
<b>Das et al. (2012)</b>	Les restructurations de dette souveraine affectent le secteur bancaire à travers la perte de valeur des actifs restructurés, l’interruption des lignes de crédit interbancaires et la fuite de capitaux et la hausse des taux d’intérêts.
<b>Das et al. (2012)</b>	Impact négatif à court terme du défaut souverain sur la notation souveraine.

### **4.3 Mesure du risque souverain à travers la notation souveraine**

Il existe trois principaux outils de mesure du risque souverain : les *spreads* des obligations souveraines, les contrats de couvertures de défaillance (plus connu sous le terme de *credit default swaps* (CDS)<sup>72</sup> en anglais) et la notation. Afin de mesurer l'impact des événements de crédit sur le risque souverain, nous avons choisi d'employer la notation comme principale variable dépendante dans notre thèse. Depuis la crise des années 80, plusieurs entités commerciales génèrent les notations comme outil de mesure du risque pays. Parmi ces entités nous pouvons citer les agences de notations, l'ICRG (International Country Risk Guide), les assureurs crédit (comme la COFACE), les cabinets de consultance (tels que Business Environment Risk Intelligence (BERI) ou Nord Sud Export), les cabinets d'expertise (Economic Intelligence Unit), ou encore les journaux financiers (Institutional Investor ou les publications de l'Euromoney).

La notation est prisée par les investisseurs de par la simplicité de son interprétation. Elle s'applique à tous les types d'emprunteurs : entreprises, banques, souverains, collectivités locales, etc. De nos jours, les investisseurs et institutions bancaires se basent essentiellement sur ce mode de calcul des probabilités de défaut afin d'estimer le risque souverain, le taux d'intérêt des principaux titres de dette souveraine (obligations et prêts bancaires), et l'allocation des capitaux selon les principaux secteurs de l'économie.

Trois agences de notation se sont spécialisées dans la détermination de la notation : Standard & Poor's (S&P), Moody's et Fitch. Il existe chez ces trois grandes agences un seuil qui détermine le caractère spéculatif ou non du titre noté : en dessous de Ba1 pour Moody's, de BB+ pour Fitch Ratings et de BB+ pour

---

<sup>72</sup> Les CDS sont des contrats de protection financière entre débiteur et créateur. Dans les normes, l'acheteur de protection (que l'on désigne comme étant le créateur) verse une prime ex-ante annuelle calculée sur le montant notionnel de l'actif à couvrir souvent dit *de référence* ou *sous-jacent*, au vendeur de protection (débiteur) qui promet de compenser *ex post* les pertes de l'actif de référence en cas d'« événement de crédit » précisé dans le contrat.

Standard & Poor's. Au-dessus, les titres sont jugés comme étant «*investment grade*» c'est-à-dire d'une qualité suffisante pour un investissement «*sûr*». La figure 4.3 expose la correspondance des notations long terme des trois principales agences de notation. Malgré le fait que les trois agences emploient des symboles différents, il existe une certaine correspondance entre leurs systèmes de notation.

**Tableau 4.2 : Correspondance des notations à long terme**

Moody's	Fitch	Standard & Poor's	Risque sur le long terme
Aaa	AAA	AAA	Sécurité maximale
Aa1	AA +	AA +	Qualité haute ou bonne
Aa2	AA	AA	
Aa3	AA -	AA -	
A1	A +	A +	Qualité moyenne
A2	A	A	
A3	A -	A -	Qualité moyenne inférieure
Baa1	BBB +	BBB +	
Baa2	BBB	BBB	
Baa3	BBB -	BBB -	
Ba1	BB +	BB +	Spéculatif
Ba2	BB	BB	
Ba3	BB -	BB -	
B1	B +	B +	Hautement spéculatif
B2	B	B	
B3	B -	B -	
Caa1	CCC +	CCC	Mauvaise condition
Caa2	CCC		
Caa3	CCC -		
Ca	CC	CC	Extrêmement spéculatif
C	C	C	Avis de mise en faillite
	D	DDD	En défaut
		DD	
	D	D	

Source: Afonso (2007), Standard & Poor's guide to credit rating essentials (2011)

De plus en plus, les agences de notations tentent de préciser les aspects économiques, politiques et sociaux à intégrer dans la notation souveraine. Par

exemple, à la suite de la récession découlant de cette période, Standard and Poor's (S&P) assure avoir approfondi l'analyse des impacts de la crise du système bancaire sur la qualité de crédit des États et a identifié des spécificités analytiques liées à l'appartenance d'un État à une zone monétaire.

Depuis 1975, Standard and Poor's (S&P) fournit des informations sur la qualité de crédit de 127 États souverains dans le monde. Les notes de cette agence varient de « CC » à « AAA » et près de la moitié des pays notés se retrouvent au sein de la catégorie dite « spéculative ». Le système de notation développé mesure la qualité de crédit des États sur la base d'une panoplie de critères qualitatifs et quantitatifs reposant sur plusieurs facteurs. La méthodologie des agences de notation repose sur les cinq facteurs exposés sur le tableau 4.3 suivant :

**Tableau 4.3: Les cinq facteurs déterminants de la notation souveraine**

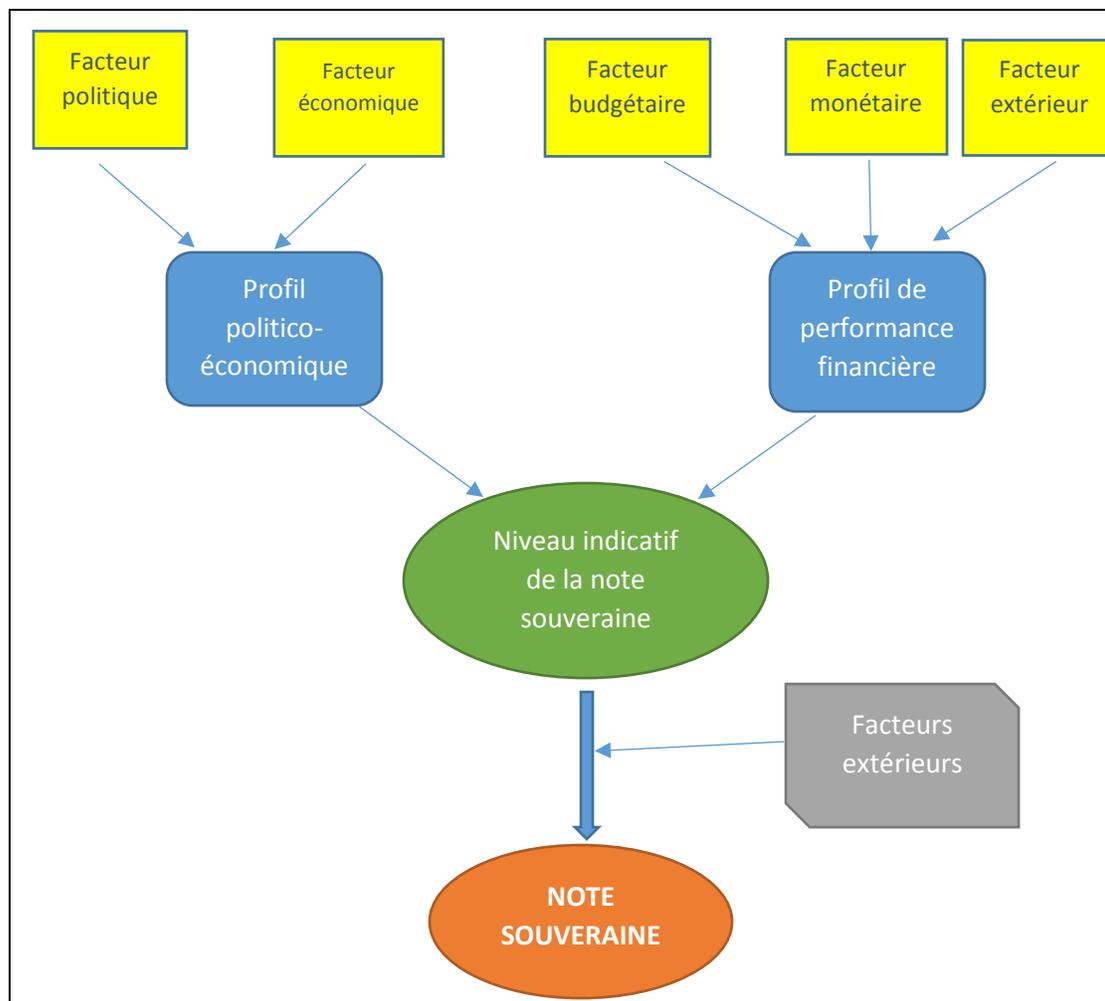
<b>Facteur institutionnel politique</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Mesure le niveau de stabilité, l'efficacité et la transparence des institutions politiques et anticipe l'orientation des politiques économiques à adopter par le gouvernement en place.</li></ul>
<b>Facteur économique</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Permet d'établir la richesse, la structure économique, les perspectives de croissance économique et la cohérence des politiques suivies.</li></ul>
<b>Facteur budgétaire</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Analyse des comptes de l'État permettant d'évaluer le montant de la dette souveraine et de procéder à l'évaluation de la capacité du souverain à générer des ressources financières permettant de couvrir le service de la dette.</li></ul>
<b>Facteur monétaire</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Évaluation de la capacité du pays à faire face aux facteurs extérieurs susceptibles d'affecter la solidité du système bancaire, l'organisation de la réglementation bancaire, la structure et qualité de l'encours de prêts, la capitalisation, liquidité et rentabilité de ses institutions, le fonctionnement du marché financier ou encore l'efficacité du rôle de la Banque Centrale.</li></ul>
<b>Facteur extérieur</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Analyse les obligations du souverain vis-à-vis des créanciers non-résidents et de mesurer la balance des paiements, le niveau du passif en devises, le mode de financement des déficits (ou investissement des excédents).</li></ul>

Source : Paget-Blanc et Painvin (2007)

En nous référant à la figure 4.2 ci-après, nous avançons que le niveau indicatif de la note est obtenu par le regroupement de ces cinq facteurs en un profil «politico-économique » et un profil de « performance financière ». Un ajustement est procédé par la suite au besoin par l'ajout de facteurs d'ajustement

exceptionnels (*i.e* les évènements spécifiques tels que la crise de 2008-2009), afin d'obtenir la note finale de l'État<sup>73</sup>.

**Figure 4.2: Impact des facteurs sur la notation souveraine**



Source : Paget-Blanc et Painvin (2007)

Enfin, il est important de préciser deux points concernant la notation.

Premièrement, le défaut souverain n'explique pas le risque de défaut des émetteurs domestiques résidents dans le pays entrant en défaut. En effet, les investisseurs perçoivent souvent le risque souverain comme un indicateur de risque commercial et l'assimilent directement à la probabilité de défaut des

<sup>73</sup> Pour plus de détails, se référer au volet « États : critères de notation » du site en ligne de S&P, disponible à l'adresse suivante : <http://www.standardandpoors.com/ratings/france/en/eu>.

agents économiques résidant dans le pays en défaut. Or rappelons que le risque pays se compose de trois risques : le risque souverain, le risque économique et le risque politique. La notation souveraine nous permettra ainsi de mesurer la probabilité de défaut de l'État à travers le risque souverain.

Deuxièmement, il est important de souligner que ce chapitre fait référence à la notation souveraine libellée en devise étrangère. Il existe une différence significative entre la notation en devise domestique et la notation en devise étrangère. Eichengreen, Hausman et Panizza (2003) nous démontrent l'importance de la dette libellée en devise étrangère dans la composition de la dette étrangère et sa fonction clé dans la détermination du risque pays. Les gouvernements qui choisissent d'emprunter en devise domestique ont le choix entre les recettes fiscales et la monétisation. Mais les gouvernements qui choisissent d'emprunter en devise étrangère se doivent de générer des revenus dans la devise d'emprunt, ou de disposer de suffisamment de réserves de change, ou encore d'acheter cette devise dans les marchés financiers avant de procéder au recouvrement de la créance. Ainsi, la capacité de remboursement du souverain dépend indirectement de la part de dette étrangère comprise dans sa dette publique (par rapport à la dette domestique).

En lien avec la notation souveraine, Paget Blanc et Souissi (2012) nous apprennent que la notation libellée en devise étrangère, du fait du risque de transfert, a généralement une cote de risque plus élevée que la notation libellée en devise domestique. Les auteurs montrent l'impact significatif du ratio *Dette publique libellée en devise étrangère par rapport au PIB* sur la notation souveraine (comparé à la dette publique libellée en devise domestique). En conséquence, le risque relié à la dette souveraine libellée en devise étrangère est plus élevé. Enfin, le niveau des réserves de change du souverain impacte également sur la notation de façon significative.

#### 4.4 Méthodologie et données

Sur la base de la littérature théorique présentée à la section précédente, l'objectif de cette partie consiste à mettre en exergue une preuve empirique relevant l'importance de l'impact des défauts et restructurations de dette souveraine sur la notation souveraine.

L'analyse et la détermination du risque souverain nécessite aussi bien l'emploi des méthodes qualitatives que quantitatives. Dans la littérature des années 60 à 70, le risque pays était essentiellement mesuré sur la base de méthodes qualitatives puisque le risque politique constituait sa principale et seule composante. L'approche quantitative fut peu à peu adoptée à partir des années 80 et 90 afin d'estimer la probabilité de défaut souverain et les crises financières. Sur une base générale, nous pouvons affirmer que les modèles quantitatifs sont utilisés afin d'estimer le risque souverain et économique. Les composantes économiques et financières du risque souverain se basent essentiellement sur les techniques comparatives tels que les systèmes de notations, les techniques analytiques fournies par les publications spécialisées, et sur les techniques économétriques comme les analyses *logit* et discriminantes. Plus spécifiquement, il apparaît que la majorité des auteurs utilisent des données panel 1) des modèles de régression linéaire ou log-linéaire ou 2) des modèles *Logit*, *Probit* ou discriminantes afin d'estimer le risque souverain.

Le modèle empirique général de risque souverain est estimé comme suit :

$$\underline{f(Y_i, X_i, u_i; \beta) = 0} \quad (1)$$

avec  $Y$  désignant le vecteur de variables endogènes,  $X$  le vecteur de variables exogènes,  $u$  le vecteur d'erreur et  $\beta$  le vecteur représentant les paramètres inconnus et  $t=1, \dots, n$  correspond au nombre d'observations.

#### 4.4.1 Spécifications du modèle linéaire

Notre première modélisation empirique se base sur la méthode d'estimation linéaire qui se traduit par une transformation linéaire de la notation. Cantor et Packer (1996) appliquèrent une modélisation linéaire afin d'estimer les déterminants de la notation. La méthodologie fut par la suite appliquée par Afonso (2003), Alexe *et al.* (2003) et Butler et Fauver (2006). Cette méthodologie se distingue par la simplicité de son analyse et son application aux données panel<sup>74</sup> à travers les effets fixes et aléatoires (Montfort et Mulder (2000), Eliasson (2002) ou encore Canuto *et al.* (2004)). Cependant, Eliasson (2002), Bissoondoyal-Bheenick (2005) et Afonso *et al.* (2011) estiment que les modèles linéaires traditionnels ne mesurent pas adéquatement la notation (présence de nombreux biais). Selon les auteurs, les régressions linéaires assument implicitement une équidistance entre les différents rangs composant la notation. Ainsi, selon ces auteurs, l'emploi d'une modélisation linéaire supposerait une même équidistance existante entre les niveaux AAA et AA+ et celle existante entre BB- et B+.

Cependant certaines institutions telle que l'agence Fitch utilise la modélisation linéaire afin d'estimer la notation souveraine. Nous choisissons ainsi d'estimer notre modèle linéaire à l'instar de Monfort et Mulder (2000), Eliasson (2002), Canuto, Santos et Porto (2004) et Afonso (2007) en appliquant la méthodologie aux données panel :

$$R_{i,t} = \beta X_{i,t} + \lambda Z_i + a_i + \mu_{i,t} \quad (2)$$

Avec  $R_{i,t}$  représentant la variable quantitative issue de la transformation linéaire de la notation,  $X_{i,t}$  représentant les variables explicatives variant avec le temps et  $Z_i$  étant le vecteur incluant les variables explicatives invariables selon le

---

<sup>74</sup> En guise de rappel, les données de panel sont une combinaison de séries temporelles et coupes transversales constituées d'un ensemble d'observations temporelles ( $t=1, \dots, T$ ) sur plusieurs unités statistiques ( $i=1, \dots, n$ ).

temps. Enfin,  $a_i$  représente les effets fixes spécifiques à chaque pays tandis que  $\mu_{i,t}$  représentent le terme d'erreur.

Le modèle linéaire peut être estimé de trois manières à travers : les MCO (moindres carrées ordinaires), les effets fixes et les effets aléatoires. Dans notre cas, considérant l'existence d'une corrélation entre les effets spécifiques et les différents régresseurs ( $E(a_i / X_{i,t}, Z_i) \neq 0$ ), il serait plus pertinent d'estimer le modèle à effets fixes (Within). Ce choix de modélisation est confirmé par divers tests de robustesse (Hausman, test de Fisher, test de Breush et Pagan). En somme, nos coefficients demeurent robustes, malgré la détection d'une hétéroscédasticité qui fut par la suite contrôlée.

#### 4.4.2 Spécifications du modèle logistique ordonné

Considérons le fait que la notation souveraine n'est pas une variable continue mais une variable multinomiale ordonnée. De ce fait, il serait également pertinent de baser notre estimation empirique sur un modèle multinomial (ou polytomique) ordonné afin de mesurer l'impact des événements de crédit sur la notation souveraine. Plusieurs auteurs dont Mckelvey et Zaviona (1975), Greene (2000), Berman et Fry (2001), Brooks et al. (2002), Hu et al. (2002), Bissoondoyal-Bheenick (2005) et Bissoondoyal-Bheenick et al. (2005) privilégient cette méthodologie dans l'estimation de la notation. Hurlin (2003) définit un modèle multinomial (ou polytomique) univarié comme étant un modèle dans lequel nous avons « *une variable, plusieurs modalités et un ordre naturel sur ces modalités* ». Hoti et McAleer (2004) ont recensé environ 70 méthodologies empiriques employées par 50 études mesurant le risque pays. Selon les auteurs, il apparaît que la méthodologie multinomial *logit* est la plus usitée dans la mesure du risque pays (cette méthodologie fut employée plus de 23 fois). A ce sujet, Reisen et Maltzan (1999), Bissoondoyal-Bheenick *et al.* (2006) et Afonso *et al.* (2011) privilégient l'approche *logit* ordonné en comparaison au modèle linéaire dans le traitement de variables qualitatives telles que la notation.

Ainsi, la variable latente de notre modèle multinomial univarié ordonné s'articule sous la forme suivante :

$$\mathbf{R}^*_i = \boldsymbol{\beta} (\mathbf{X}_i - \mathbf{X}'_i) + \delta \mathbf{X}'_i + \lambda \mathbf{Z}_i + \boldsymbol{\varepsilon}_i + \boldsymbol{\mu}_{i,t} \quad (3)$$

Notre variable endogène latente  $R^*_i$  respecte les spécifications ordonnées suivantes prenant compte des différents rangs de la notation :

$$R_i = \begin{cases} AAA & \text{si } R_i^* \geq c_{17} \\ AA+ & \text{si } c_{15} \leq R_i^* < c_{16} \\ AA & \text{si } c_{14} \leq R_i^* < c_{15} \\ \dots & \\ \leq CCC+ & \text{si } c_1 \geq R_i^* \end{cases}$$

avec  $c_k \geq c_{k-1}$  et où  $R_i^*$  est la variable dépendante désignant la notation souveraine et  $k$  prenant en compte les termes ordonnés. La variable latente  $R_i^*$  ainsi définie suit une loi de fonction de répartition  $F(\cdot)$  suivant une loi logistique,  $F(\cdot) = \Lambda(\cdot)$  conforme à notre modèle *logit* multinomial ordonné présenté sous la distribution logistique suivante avec  $\beta'$  incluant les paramètres des variables exogènes :

$$R = \frac{e^{\beta'x}}{1 + e^{\beta'x}}$$

Ainsi la transformation logistique de la notation souveraine se présente de la manière suivante :

$$L_i = \ln [R_i / (1 - R_i)] = \boldsymbol{\beta}'\mathbf{X} \quad (4)$$

avec  $L_i$  comme forme logistique de  $R_i$ .

A ce stade de notre étude, il est nécessaire d'introduire une dimension temporelle considérant notre objectif qui consiste à analyser l'évaluation de l'impact des défauts et restructurations de dette souveraine sur le risque souverain à travers 42 pays sur une période allant de 1995 à 2013. Une approche en données de panel est donc privilégiée.

Ainsi, notre modèle se présente de la manière suivante :

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta X_{i,t} + \varepsilon_{i,t}; \varepsilon_{i,t} = \mu_i + v_{it}; i=1 \dots N \text{ et } t=1 \dots T \quad (5)$$

Avec :

- ✓  $i$  désignant le pays et  $t$  indiquant l'année;
- ✓  $R_{i,t}$  correspond à la notation en terme ordonné;
- ✓  $\alpha_i$  désignant la constante;
- ✓  $X_{i,t}$  représente les variables explicatives en fonction des pays et du temps;
- ✓ tandis que la variable  $\mu_i$  estime les effets fixes non observables mais présents dans notre échantillon de pays et  $v_{it}$  le terme d'erreur.

L'emploi de données panel permet une maximisation du nombre d'observations. Cependant, nous soulevons la difficulté d'adopter un modèle logit multinomial ordonné en fonction des données panel, considérant la présence d'effets fixes. Ainsi, il est nécessaire de disposer d'un nombre élevé d'observations afin de procéder à des tests de robustesse. Dans le cadre de notre recherche, nous sommes confrontés à une limitation de données affectant notre  $R^2$ .

Nous exprimons empiriquement la notation souveraine par le biais de l'estimation en panel de la façon suivante :

$$RATING_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 DEF_{i,t} + \beta_2 REST_{i,t} + \beta_N X_{i,t} + \varepsilon_{i,t}; \varepsilon_i = \mu_i + v_{it}; i=1 \dots N \text{ et } t=1 \dots T \quad (6)$$

La variable  $RATING_{i,t}$  mesure la notation des 42 pays de notre échantillon sur la période allant de 1995 à 2013. Les variables  $DEF_{i,t}$  et  $REST_{i,t}$  sont des variables dichotomiques désignant respectivement le défaut et la restructuration souveraine.

Afin de contrôler aussi bien l'hétérogénéité pays que temporelle, nous avons estimé des modèles à effets fixes et aléatoires. Le test de Hausman privilégie cependant l'existence d'effets fixes ( $\alpha_i$ ). Notons que la principale limite du modèle à effet fixe réside dans le fait qu'il capture sans discrimination les variables non

expliquées. Or nos résultats présentés dans la section suivante démontrent un pouvoir explicatif satisfaisant.

Cette méthodologie est en accord avec celle adoptée par plusieurs auteurs durant les dernières décennies. En appliquant cette méthodologie, Borensztein et Panizza (2007) estiment que la notation souveraine est négativement corrélée à l'historique de défaut. Plus spécifiquement, les auteurs relèvent une baisse de 1,7 rangs de la notation en lien avec l'historique de défaut. Ce résultat est légèrement différent de celui auparavant trouvé par Cantor et Packer (1996) avec une baisse de la notation de 2,5 rangs en lien avec l'historique de crédit. Enfin, les résultats de Mellios et Paget-Blanc (2006) se rapprochent de ceux de Borensztein et Panizza (2007) avec un impact négatif de l'historique de défaut 1,4 rang sur la notation souveraine.

En lien avec ce chapitre, seuls les résultats de Borensztein et Panizza (2007) indiquent que les épisodes de défaut sont négativement corrélés à la notation durant la période allant de 1999 à 2002.

#### 4.4.3 Conversions linéaire et logistique de la notation

Les principales agences de notations (S&P, Moody's et Fitch) formulent les notations sous forme de variables qualitatives. Pour les besoins de l'étude, nous convertirons les variables qualitatives en variables nominales. Cette conversion est commune dans la littérature. Cantor et Packer (1996) ont établi une échelle de conversion de 16 niveaux (allant de B- (B3) à AAA (Aaa)), Afonso (2007) se limite à 17 niveaux, alors que Larrain *et al.* (1997), Borensztein et Panizza (2008) et Paget Blanc et Soussi (2012) se basent sur une échelle de conversion de 20 niveaux.

Notre échelle de conversion s'inspire de la littérature antérieure et s'établit sur 17 niveaux allant du niveau le plus faible 1 (comprenant les niveaux inférieurs à B-) au niveau le plus élevé de 17 (correspondant à AAA pour S&P). En parallèle, la conversion logistique ordonnée varie entre 0 (niveau le plus faible) à 1 (niveau le plus élevé). L'Annexe A4 nous permet de visualiser les différentes transformations de la notation souveraine.

Nous privilégierons les données sur la notation souveraine (sur une base annuelle) fournies par l'agence notation S&P puisque cette source, contrairement aux autres, couvre la totalité des 42 pays de notre échantillon sur la période allant de 1995 à 2013.

#### 4.4.4 Analyse descriptive : données, sources et choix des variables explicatives

Plusieurs auteurs ont tenté de déterminer les principaux facteurs économiques susceptibles d'avoir une incidence sur la notation souveraine (Feder et Uy (1985), Cantor et Packer (1996), Haque *et al* (1996), Larrain *et al* (1997), Jüttner et McCarthy (2000), Monfort et Mulder (2000), Mulder et Perelli (2001), et Alfonso (2003)). La sélection des variables explicatives se base sur les rapports des agences de notation et sur la littérature théorique.

L'étude de Cantor et Packer (1996) détermine très significativement les déterminants de la notation souveraine (avec un  $R^2$  de 91,9%) qui sont : le revenu per capita, la croissance du PIB, le taux d'inflation, la balance fiscale, l'endettement extérieur, le niveau de développement économique et l'historique du défaut. Les résultats démontrent une baisse significative de deux rangs de la notation après un défaut souverain. Cette étude fut par la suite répliquée par Jüttner et McCarthy (2000) pour la période allant de 1996 à 1998. Mais les auteurs nous apprennent que le modèle explicatif de Cantor et Packer (1996) a perdu de sa pertinence avec la crise financière des pays émergents en 1997. Ces auteurs arrivent à la conclusion que les fluctuations des notations souveraines varient selon les crises et sont difficiles à déterminer en avance. La notation suit donc un cheminement aléatoire. Montfort et Mulder (2000) démontrent également un problème d'autocorrélation dans le modèle de Cantor et Packer (1996). À noter que la crise asiatique a remis en cause la formulation dans la détermination des variables explicatives composant la notation souveraine.

Haque *et al* (1996) insistent sur l'importance de l'introduction de variables politiques dans les déterminants de la notation souveraine. Leur étude met

également en avant certaines variables telles que : la balance courante, le taux d'inflation, le taux de change réel, la balance fiscale, la dette extérieure, la dette publique, le ratio de la dette par rapport au PIB, la dette extérieure à court terme, et le ratio des réserves internationales par rapport aux importations. Paget Blanc et Mellios (2005) déterminent treize variables dont six ayant un impact significatif sur la notation souveraine qui sont : le revenu per capita, la balance courante, les variations du taux de change réel (impact positif), ainsi que l'inflation (impact négatif), l'historique de défaut, et enfin le risque politique reflété par la qualité de la gouvernance.

Enfin, parmi les variables économiques et financières déterminantes du risque pays et recensées par Hoti et McAleer (2004) nous trouvons la notation souveraine, le service de la dette, la performance économique, les réserves monétaires et différences structurelles.

Le tableau 4.4 suivant résume les principales variables utilisées par deux principales agences de notation (Fitch et S&P) et choisies pour notre évaluation des facteurs déterminants de la notation souveraine.

**Tableau 4.4 : Déterminants de la notation souveraine**

Variables explicatives	Description	Emploi des variables par les agences de notation		Sources
		S&P	Fitch	
<b>FACTEURS POLITIQUES</b>				
Eff_Publ	Éfficacité des pouvoirs publics <i>Indicateur de gouvernance</i>	X	X	Banque Mondiale - Kaufman & Kraay
PibPC	PIB par habitant <i>Le PIB par habitant est le produit intérieur brut divisé par la population en milieu d'année</i>	X	X	Banque Mondiale
Def	Variable dummy désignant un événement de défaut <i>1 en cas de défaut et 0 dans le cas contraire</i>	X	X	S&P
Rest	Variable dummy désignant un épisode de restructuration <i>1 en cas de restructuration et 0 dans le cas contraire</i>			Club de Paris et Global Development Indicators
<b>FACTEURS ECONOMIQUES</b>				
Cr_Pib	Croissance du PIB (% annuel) Taux de pourcentage annuel de croissance du PIB aux prix du marché basé sur les devises locales constantes.	X	X	Banque Mondiale
Cr_INF	Inflation, déflateur du PIB (% annuel) Ratio du PIB en devises locales courantes par rapport au PIB en devises locales constantes.	X	X	Banque Mondiale
<b>FACTEURS MONETAIRES</b>				
Monnaie	Monnaie et quasi-monnaie (% de croissance annuelle) <i>Somme des devises à l'extérieur des banques + des dépôts à vue autres que ceux du gouvernement central + dépôts à terme fixe, d'épargne et en devises étrangères des secteurs résidents autres que le gouvernement central</i>	X	X	World Development Indicators
Actions	Actions transigées, valeur totale (% du PIB) <i>Indication de la taille du marché à travers la valeur totale des actions échangées au cours de la période</i>		X	World Development Indicators

Variables explicatives	Description	Emploi des variables par les agences de notation		Sources
		S&P	Fitch	
<b>FACTEURS BUDGETAIRES</b>				
DetteGouv	Dette nette du Gouvernement Centrale (% du PIB) <i>Montant brut du passif du gouvernement moins le montant d'actions et de dérivés financiers détenus par le gouvernement</i>	X	X	FMI
Int	Paiements d'intérêt (% des revenus) Inclus les paiements d'intérêt sur la dette du gouvernement, notamment sur les obligations à long terme, les prêts à long terme et d'autres instruments de la dette, à des résidents locaux et étrangers.	X	X	Banque Mondiale
<b>FACTEURS EXTERIEURS</b>				
BalCourPIB	Balance des paiements courants (% du PIB) <i>Somme des exportations nettes de biens, de services, de revenus nets et de transferts nets courants, en fonction du PIB</i>	X	X	FMI, Banque Mondiale, OCDE
DettExt	Stocks de la dette extérieure (% des exportations de biens, de services et de revenus primaires) <i>Stocks de la dette extérieure par rapport aux exportations de biens, de services et de revenus</i>	X	X	Banque Mondiale - Global Development Finance
Reserves	Total des réserves (comprend l'or, \$ US courants) (% du PIB)	X	X	Banque Mondiale
Cr_TE	<i>Croissance annuelle des termes de l'échange</i>	X		Banque Mondiale

**Tableau 4.5: Sommaire descriptif des variables**

Variable	Obs	Moyenne	Ecart-type	Min	Max
RatingIm	787	4,34	2,17	1	15
Ratinglogit	787	0,18	0,22	0	1
Eff_Publ	539	(0,40)	0,45	(1)	1
PibPC	746	7,09	17,23	(15)	140
Def	647	*0,06	0,25	0	1
Rest	759	*0,18	0,39	0	1
Cr_Pib	746	12,13	63,72	(15)	650
Cr_Inf	724	21,53	184,69	(4)	4150
Monnaie	739	25,77	153,10	(51)	4110
Actions	418	8,04	19,36	0	189
DetteGouv	329	48,81	33,25	0	239
Int	410	12,33	10,62	1	54
BalCourPIB	305	(4,15)	9,20	(44)	33
Detttext	650	219,63	269,03	5	2910

\*Ces valeurs représentent des proportions considérant que les variables DEF et REST représentent des variables *dummys*

Notre recherche s'intéresse spécifiquement aux épisodes de défauts sur la dette souveraine (libellée en devise étrangère) et de restructurations de dette souveraine (libellée en devise étrangère). Nous ciblons ainsi 44 épisodes de défauts (répertoriés par l'agence de notation S&P) et 141 épisodes de restructurations de dette (selon le Club de Paris et le rapport *Global Development Finance (2013)*) sur toute la période de l'étude (allant de 1995 à 2013). Dans plusieurs cas, ces évènements de crédit arrivent simultanément (parmi plusieurs exemples nous pouvons citer l'Indonésie (1998), l'Argentine (2002), ou encore récemment en Grenade (2012)).

Dans cette étude, nous nous distinguons également en scindant notre échantillon de 42 pays selon le **niveau de risque** :

- les pays les mieux notés (ayant obtenu les notations allant de AAA à AA sur l'échelle de S&P)
- des pays les moins bien notés (ayant obtenu les notations allant de BB+ à SD sur l'échelle de S&P)

Cette classification est essentielle car permettant de tester l'impact des différentes composantes de la notation selon les différents stades de développement des pays. Mellios et Paget-Blanc (2006) observent que les pays les plus développés et les plus compétitifs ont souvent les meilleures notations. Mais selon Bissoondoyal-Bheenick (2005), les impacts des variables financières et économiques composant la notation varient surtout en fonction du niveau de développement des pays. En effet, les facteurs financiers et économiques s'appliquant à un pays souverain classé comme étant un pays à revenu élevé (*i.e* supérieur à 11 906 dollars US<sup>75</sup> selon le classement de la Banque Mondiale) et retraçant un historique de stabilité institutionnelle, diffèrent de ceux s'appliquant lorsque le pays souverain est en voie de développement et expérimente des changements économiques structurels.

Ainsi, les données utilisées par les agences de notation lors de la détermination de la notation diffèrent selon les pays. La disponibilité des données est plus effective sur les facteurs financiers et économiques pour les pays les mieux notés. Tandis que dans les pays le moins bien notés, les ressources disponibles sont plus orientées sur le niveau d'endettement extérieur et la balance des paiements.

#### **4.5 Analyse empirique des résultats**

Nous allons maintenant procéder à l'analyse de l'impact des différents événements de crédit (à savoir les défauts et restructurations de dette souveraine) sur la notation souveraine. Ces événements seront mesurés de manière distinct et combiné afin mieux évaluer leurs conséquences sur la notation souveraine.

---

<sup>75</sup> La Banque Mondiale classifie les pays selon les groupes de revenu suivants: 1) **faible revenu** (975 dollars US ou moins) ; 2) **revenu moyen inférieur** (de 976 à 3 855 dollars US) ; 3) **revenu moyen supérieur**, (3 856 à 11 905 dollars US) ; et 4) **revenu élevé**, supérieur à 11 906 dollars US.

#### 4.5.1 Régression linéaire testant l'impact des évènements de crédit sur le risque souverain

Nous débutons notre analyse par la détermination du type de modélisation linéaire pertinent à notre recherche (se référer au Tableau 4.6). Ainsi, suite à la formulation des tests de Hausman et Breusch et Pagan, il apparaît une mise en évidence d'effets fixes en prédominance (manque de significativité d'une régression par moindres carrés ordinaires (MCO) et absence d'effets aléatoires). Ainsi, le pouvoir explicatif du modèle à effets fixes nous paraît satisfaisant. A l'instar de Rodado (2012), notons que la principale limite de cette approche réside dans le fait que l'effet fixe capture sans discrimination les variables non-expliquées, d'où l'importance de son pouvoir explicatif.

Les tests de robustesse suivant la modélisation par effets fixes mettent en exergue l'importance du facteur politique (à travers l'efficacité des pouvoirs politiques), des évènements de défaut, du PIB per capita, de l'inflation et des paiements d'intérêts dans la détermination de la notation souveraine.

L'efficacité des pouvoirs publics est un indicateur de gouvernance clé du fait qu'elle indique la capacité et la volonté d'un gouvernement à honorer ses obligations financières. Cet indicateur de gouvernance précise la formulation, l'implantation et la crédibilité des politiques mises en place. Il indique en outre l'échelle de stabilité et la projection des politiques économiques. L'impact significativement positif (au seuil de 1%) de cet indicateur indique donc l'influence critique de cette composante dans la détermination de la notation souveraine.

**Tableau 4.6 : Modélisation linéaire de la notation souveraine**

L'analyse porte sur 42 pays sur une période allant de 1995 à 2013. Les statistiques *t* de Student sont reportées en valeur absolue. Les symboles \*, \*\* et \*\*\* indiquent le niveau de significativité des coefficients (respectivement à des échelles de confiance de 90%, 95% et 99%).

Variables indépendantes	Variable dépendante : Notation souveraine						
	MCO	Effets Fixes	Effets Aléatoires	Effets Fixes - Robust	Variation des événements de défaut	Variation des événements de restructuration	
	Reg 1	Reg 2	Reg 3	Reg 4	Reg 5	Reg 6	
Eff_Pub	2,440 *** 4,360	2,710 ** 2,290	2,440 *** 4,360	2,616 *** 3,760	2,580 *** 3,520	2,340 *** 3,500	
PibPC	(0,780) *** 5,100	(3,010) ** 2,620	(0,780) *** 5,100	(2,568) 1,530	(2,950) ** 1,930	(2,190) * 1,970	
Def_1					(0,383) 1,560		
Def	(0,060) (0,080)	(0,569) 0,970	(0,067) 0,080	(0,797) *** 3,180	(0,729) *** 3,260		
Def1					(0,469) ** 2,780		
Rest_1						(0,589) *** 3,870	
Rest	(0,140) 0,420	(0,365) ** 1,620	(0,142) 0,420		(0,334) 1,450	(0,523) * 1,930	
Rest1				0,233 1,730			
Cr_Pib	0,810 *** 5,280	3,050 ** 2,640	0,811 *** 5,280	2,618 1,570	3,000 * 1,990	2,230 * 2,030	
Cr_Inf	(0,112) *** 3,760	(0,049) ** 2,260	(0,112) *** 3,760	(0,045) * 2,130	(0,049) ** 2,380	(0,062) *** 3,050	
Monnaie	(0,057) *** 4,010	(0,014) 1,040	(0,057) *** 4,010	(0,017) 1,360	(0,014) 1,280	(0,124) 1,560	
Actions	0,012 *** 2,820	0,004 1,000	0,012 *** 2,820	0,005 1,340	0,004 1,220	0,004 * 1,840	
DetteGouv	(0,023) ** 2,180	(0,007) 0,360	(0,023) ** 2,180	(0,018) 0,850	(0,013) 0,680	(0,014) 1,000	
Int	0,015 0,970	(0,151) *** 2,770	0,015 0,970	(0,133) ** 2,730	(0,149) ** 2,800	(0,139) ** 2,700	
BalCourPIB	0,035 1,440	0,000 0,010	0,035 1,440	0,005 0,270	0,002 0,130	0,017 1,320	
Detttext	(0,020) *** 5,420	0,001 1,090	(0,020) *** 5,420	0,004 0,730	0,007 1,440	0,006 ** 1,880	
dReserves	0,000 0,140	(0,001) 0,096	0,000 0,140	(0,001) 1,130	(0,001) 0,850	0,000 0,180	
DTE	0,000 0,260	0,000 0,400	0,000 0,260	0,000 0,970	(0,003) 0,680	0,000 0,040	
Constante	12,430 *** 17,120	12,650 *** 7,150	12,430 *** 17,120	12,216 *** 4,590	12,600 *** 5,150	11,900 *** 5,430	
Nb de pays	42	42	42	42	42	42	
Nb d'observations	69	69	69	69	69	75	
R <sup>2</sup> ajusté	0,71	0,64	0,89	0,62	0,64	0,65	
Test de Hausman		E. Fixes					
Breusch & Pagan		E. Fixes					

Outre la composante politique, nous obtenons un impact significativement négatif (au seuil de 1%) du défaut sur la notation souveraine. L'historique de défaut est l'indicateur le plus important de la volonté de remboursement d'un débiteur souverain. L'absence d'évènements de crédit dans l'historique de défaut d'un pays souverain aurait eu un impact positif sur la notation. Ce dernier impact aurait ainsi constitué une preuve de recouvrement constante des engagements financiers du souverain envers les créanciers dans le temps. Les agences de notations (Fitch, Moody's et S&P) : 1) incorporent systématiquement l'historique de crédit dans la détermination de la notation souveraine et; 2) pénalisent les émetteurs souverains en situation de défaut à travers une dégradation de la notation. Cependant il apparaît que l'impact négatif d'un évènement de défaut se dissipe dans le temps. Ce résultat concorde avec notre régression Reg 5 qui démontre une baisse de l'impact négatif du défaut l'année suivant l'évènement (avec une baisse de significativité au seuil de 5% comparé à l'année de l'évènement).

De plus, une récente tendance des agences de notation démontre d'une importante modération de l'impact négatif d'un défaut spécifiquement lorsque cet évènement n'est pas relié à une faiblesse dans l'efficacité des pouvoirs publics, la gouvernance ou encore la qualité de la réglementation en place. Ce lien ainsi établi permet de juger de la volonté et de la capacité d'un souverain à mobiliser les ressources permettant de rembourser les créances par la suite. A ce stade, un processus de restructuration de dette souveraine est souvent enclenché afin d'accentuer cette volonté du débiteur souverain à formuler des engagements post-défaut envers les divers créanciers, atténuant par la même occasion l'impact négatif qui aurait pu être causé en cas de défaut souverain.

En lien avec les épisodes de restructuration de dette, l'analyse de la régression Reg 6 démontre d'une significativité négative plus importante (à un seuil de 1%) de la restructuration de dette sur la notation souveraine au temps T-1 comparé à l'année courante (à un seuil de 10%). Cette variation s'explique par:

- 1) un impact négatif découlant du fait que l'agence de notation S&P assimile la restructuration comme étant une autre forme de défaut souverain puisque les termes contractés par cette « nouvelle » dette sont moins favorables que ceux originellement contractés (ex-ante) et,
- 2) une significativité plus importante une année précédant l'évènement de crédit du fait que les agences de notations essaient d'anticiper les évènements de crédit en intégrant de plus en plus les aspects économiques, politiques et sociaux dans l'évaluation de la notation souveraine.

Outre les évènements de crédit, d'autres facteurs sont déterminants dans la notation souveraine tels que le PIB per capita, l'inflation et le montant des paiements d'intérêts sur la dette du gouvernement. Un revenu élevé par habitant démontre 1) d'un niveau d'épargne important par rapport au PIB, 2) de flux d'investissements des capitaux importants, 3) d'un environnement des affaires favorable; 4) d'une économie moins vulnérable aux chocs externes. Les pays composant notre échantillon sont issus à 93% des groupes de revenu faible et à revenu moyen (inférieur et supérieur), ce qui explique le signe significativement négatif de cette variable.

Par contre nous obtenons le signe initialement attendu avec l'inflation qui est significativement négatif, car considérant les groupes de revenu composant notre échantillon, une inflation élevée se traduit par une volatilité des cycles économiques.

Enfin, relativement au montant des paiements d'intérêts nous constatons qu'un impact significativement négatif sur la notation du fait que l'augmentation du fardeau de la dette (incluant le principal et le service de la dette) diminue, d'une part, la solvabilité et la soutenabilité d'un souverain et augmente, d'autre part, la fragilité envers la variation des taux de change et les risques de refinancement. Notons en outre que les pays à revenu élevé ont habituellement une capacité d'endettement plus élevée et une plus grande accessibilité aux marchés internationaux comparés aux pays à revenu faible et moyen (qui ont des options de financement plus restreintes).

L'étape suivante de notre analyse consiste à déterminer les effets des évènements de crédit sur la notation souveraine dans le temps à l'aide de variables retardées.

#### 4.5.2 Impact spécifique des évènements de crédit dans le temps

Suite à l'obtention des premiers résultats, nous cherchons à déterminer l'impact des épisodes de défaut et de restructuration sur la notation souveraine dans le temps. Pour ce faire, nous employons l'usage de variables avancées et retardées des deux évènements de crédit, tout en excluant en parallèle, les autres variables explicatives.

A l'observation du Tableau 4.7, nous constatons l'impact évolutif du défaut sur la notation souveraine. De prime abord, nous confirmons l'anticipation d'un impact significativement négatif du défaut (au seuil de 1%) sur la notation souveraine deux à trois années précédant l'évènement de crédit. Dans la même lancée, Das et al. (2012), après observation des pays composant leur échantillon, démontrent d'une baisse de la notation, au moins un an avant le défaut ou la restructuration de dette. Plus précisément, ils observent un déclin significatif de la notation dans les trois années précédant le défaut souverain et une légère progression de 1,7 rang au cours des années suivantes.

En effet, nos résultats confirment le fait que cet impact négatif est à court terme car ne dépassant pas un horizon de deux années post-évènement de crédit. Borensztein et Panizza (2009) observent également un impact négatif seulement à court terme des évènements de crédit sur la notation (i.e même si les défauts souverains s'échelonnent). Au-delà de cette période, nous constatons un impact significativement positif (à un seuil de 1%) se traduisant par une hausse de la notation souveraine. Ce dernier résultat concorde avec celui de Yeyati et Panizza (2009) qui établissent la reprise en hausse de la notation souveraine un trimestre après l'annonce du défaut souverain.

Par ailleurs, nous constatons que l'impact de la restructuration de dette sur la notation n'est essentiellement significatif (à un seuil de 5%) que sur un horizon

immédiat (une année auparavant, lors du déroulement de la restructuration de dette ou immédiatement dans le courant de l'année suivante). Ce résultat prend ainsi en compte le fait que, pour l'agence de notation S&P, la restructuration de dette est assimilée à un épisode de défaut dont l'impact sur la notation se produit essentiellement sur la période précitée. En dehors de cette période, le seuil de significativité équivaut ou est supérieur au seuil de 10%.

#### 4.5.3 Régression logistique testant l'impact des évènements de crédit sur le risque souverain

Les résultats trouvés par l'utilisation d'une modélisation logistique ordonnée (se référer au Tableau 4.8) sont similaires à ceux trouvés lors de la modélisation linéaire testant l'impact des évènements de crédit sur la notation souveraine. Nous relevons cependant les observations suivantes reliées aux évènements de crédit.

Les épisodes de défaut ont un impact plus significativement négatif (avec un seuil de significativité de 1%) sur la notation souveraine. Cette significativité varie des trois années précédant le défaut à l'année suivant l'épisode. Tel que précédemment établi, l'effet du défaut souverain sur la notation est à court terme et devient non significatif dès la deuxième année suivant l'évènement.

La restructuration de dette a un impact significativement positif (à un seuil de significativité de 5%) sur la notation souveraine à partir de l'année suivant le défaut souverain. A l'instar du défaut souverain, nous constatons que son impact est à très court terme et devient non significatif à compter de la deuxième année.

**Tableau 4.7: Régression linéaire sur la variation des évènements de crédit dans le temps**

L'analyse porte sur 42 pays sur une période allant de 1995 à 2013. Les statistiques *t* de Student sont reportées en valeur absolue. Les symboles \*, \*\* et \*\*\* indiquent le niveau de significativité des coefficients (respectivement à des échelles de confiance de 90%, 95% et 99%).

Variables indépendantes	Variable dépendante : Notation souveraine			
	Reg 7	Reg 8	Reg 9	Reg 10
Eff_Pub	1,987 **	1,910 *		
	2,700	2,020		
PibPC	(2,669) *	(3,811) **		
		2,910		
Def_3			(0,742) **	
			2,460	
Def_2			(0,657) **	
			2,350	
Def_1	(0,495) *		(0,824) **	
	2,010		2,450	
Def	(0,854) ***		(1,031) **	(0,707) **
	3,190		2,710	2,220
Def1	(0,566) ***		(0,486)	
	4,600		1,630	
Def2			(0,007)	
			0,020	
Def3	1,238 ***		0,196	
	4,300		0,800	
Rest_1		(0,631) **		(0,208)
		2,440		1,310
Rest		(0,988) **	(0,101)	(0,414) *
		2,310	1,610	1,770
Rest1		(0,366)		(0,435) **
		1,190		2,140
Rest2		(0,546) *		(0,204)
		2,080		1,080
Rest3		(0,312)		(0,322) *
		1,420		1,780
Cr_Pib	2,728 *	3,820 **		
	1,900	2,970		
Cr_Inf	(0,045) *	(0,055) ***		
	2,130	2,970		
Monnaie	(0,014)	(0,009)		
	1,340	0,890		
Actions	0,006	0,012 ***		
	1,370	4,350		
Int	(0,133) **	(0,087)		
	2,440	1,530		
BalCourPIB	0,010	0,020		
	0,490	1,640		
Detttext	0,005	0,003		
	1,130	0,860		
Constante	11,972 ***	13,684 ***	4,679 ***	4,707 ***
	5,010	6,160	38,810	29,720
<b>Nb de pays</b>	<b>42</b>	<b>42</b>	<b>42</b>	<b>42</b>
<b>Nb d'observations</b>	<b>69</b>	<b>56</b>	<b>572</b>	<b>491</b>
<b>R<sup>2</sup> ajusté</b>	<b>0,68</b>	<b>0,8</b>	<b>0,1127</b>	<b>0,047</b>

Outre les évènements de crédit, les variables mesurant le facteur politique (l'efficacité des pouvoirs publics et le PIB per capita) et le facteur économique (la croissance du PIB et la croissance de l'inflation) demeurent fortement significatifs avec les signes respectivement attendus. Nous relevons par la même occasion l'impact significativement négatif des facteurs budgétaire et extérieur (tels que le niveau d'endettement du gouvernement central, le niveau d'endettement extérieur ou encore le déficit (ou surplus) de la balance courante) du fait de leurs incidences sur la stabilité macroéconomique, notamment lorsque l'endettement souverain est financé par des flux de capitaux volatiles (i.e via des titres de portefeuille à risque ou dont la maturité est à court terme) ou lorsque le niveau des réserves internationales est faible.

Enfin, nous soulevons la difficulté d'adopter un modèle logit multinomial ordonné en fonction des données panel, considérant la présence d'effets fixes. Dans le cadre de notre recherche, nous sommes confrontés à une limitation de données affectant notre  $R^2$ . Ainsi, le pouvoir explicatif de notre modélisation linéaire est plus important que celui obtenu à travers l'emploi de la modélisation logistique.

**Tableau 4.8: Modélisation logistique sur l'impact des évènements de crédit sur la notation souveraine**

L'analyse porte sur 42 pays sur une période allant de 1995 à 2013. Les statistiques *t* de Student sont reportées en valeur absolue. Les symboles \*, \*\* et \*\*\* indiquent le niveau de significativité des coefficients (respectivement à des échelles de confiance de 90%, 95% et 99%). Les *cut-off* points sont présentés à l'Annexe A5-(1).

Variables indépendantes	Variable dépendante : Notation souveraine				
	Reg 11	Reg 12	Reg 13	Reg 14	Reg 15
Eff_Pub	5,246 *** 6,380	5,580 *** 6,550	5,658 *** 6,510	5,524 *** 5,460	
PibPC	(0,449) *** 2,680	(0,468) *** 2,760	(0,498) *** 2,860	(0,459) ** 2,220	
Def_3			(0,782) 0,990		(0,916) *** 3,040
Def_2			(0,657) 0,860		(0,755) ** 2,540
Def_1		(2,271) *** 2,620	(2,333) *** 2,690		(0,928) *** 3,050
Def	(2,931) *** 2,620	(3,352) *** 2,940	(3,341) *** 2,900	(2,790) ** 2,580	(1,271) *** 3,860
Def1		(1,132) 0,910	(0,557) 0,370		(1,271) *** 3,860
Def2			0,088 0,070		(0,089) 0,290
Def3			0,566 0,590		(0,113) 0,380
Rest_1				(0,613) 0,890	
Rest	0,305 0,650	0,410 0,870	0,312 0,650	0,509 0,730	(0,326) * 1,680
Rest1				1,683 ** 1,990	
Cr_Pib	0,525 *** 2,940	0,549 *** 3,060	0,565 *** 3,070	0,570 ** 2,510	
Cr_Inf	(0,059) * 1,730	(0,063) * 1,830	(0,063) * 1,710	(0,057) 1,460	
DetteGouv	(0,032) *** 3,180	(0,032) *** 3,010	(0,031) ** 2,690	(0,033) *** 2,640	
Int	(0,010) 0,480	(0,020) 0,880	(0,022) 0,930	(0,005) 0,180	
BalCourPIB	0,171 *** 5,390	0,191 *** 5,870	0,189 *** 5,820	0,170 *** 4,930	
Dettext	(0,004) ** 2,260	(0,003) * 1,680	(0,004) * 1,710	(0,004) * 1,910	
<b>Nb de pays</b>		<b>42</b>	<b>42</b>	<b>42</b>	<b>42</b>
<b>Nb d'obs</b>		<b>106</b>	<b>104</b>	<b>82</b>	<b>572</b>
<b>R<sup>2</sup> ajusté</b>		<b>0,2357</b>	<b>0,2356</b>	<b>0,24</b>	<b>0,01</b>

#### 4.5.4 Analyse de l'impact des évènements de crédit sur le risque souverain selon les différents niveaux de risque.

Afin de préciser nos résultats, nous choisissons de scinder notre échantillon selon le niveau de risque en séparant les pays les mieux notés et présentant un risque faible ou moyen (ayant obtenu les notations allant de AAA à AA sur l'échelle de S&P) des pays les moins bien notés et présentant un risque élevé (ayant obtenu les notations allant de BB+ à SD sur l'échelle de S&P).

Dans un premier temps, nous observons les pays les mieux notés et présentant un risque faible ou moyen du fait de leur classification sur l'échelle de notation (se référer au tableau 4.9). Tout d'abord, notons que suite à une limitation des observations, nous n'obtenons qu'un nombre limité de 65 observations. Cette contrainte cause une forte collinéarité avec entre les épisodes de défaut et de restructuration de dette souveraine, dont résulte une élimination de la variable mesurant le défaut souverain.

Ainsi, en comparant les différentes méthodes de modélisation, nous constatons que l'estimation linéaire de notre problématique s'oriente vers un impact très significativement positif des restructurations de dette souveraine sur la notation souveraine (à un seuil de 1% au temps T et de 5% une année suivant l'avènement). Nous obtenons un résultat opposé en observation les résultats de la modélisation logistique qui relève essentiellement la non significativité des épisodes de restructuration de dette souveraine sur la notation (l'évènement de crédit est à peine significatif à un seuil de 10% une année post-restructuration de dette). Les autres facteurs observés (économiques et extérieurs) obtiennent les résultats attendus en termes de significativité et de signe.

Ainsi, en nous basant sur une analyse des différents  $R^2$  obtenus et en tenant compte de la limitation des données observées, nous retenons le fait que dans les pays à risque faible ou moyen, les évènements de restructuration de dette ont un impact significativement positif sur la notation souveraine.

**Tableau 4.9: Modélisation en fonction des pays présentant des niveaux de risque faible à moyen**

L'analyse porte sur 42 pays sur une période allant de 1995 à 2013. Les statistiques *t* de Student sont reportées en valeur absolue. Les symboles \*, \*\* et \*\*\* indiquent le niveau de significativité des coefficients (respectivement à des échelles de confiance de 90%, 95% et 99%). Les *cut-off* points sont présentés à l'Annexe A5-(2).

Variables indépendantes	Variable dépendante : Notation souveraine			
	Niveau de risque : Faible et Moyen			
	Linéaire		Logistique	
Eff_Pub	3,735 *	6,063 ***	8,990 ***	11,130 ***
	2,300	8,930	3,990	3,150
PibPC	0,983 ***	0,767	1,468 **	(0,905)
	4,890	1,300	2,270	0,550
Rest_1	0,986			0,462
	1,160			0,206
Rest	1,826 ***	0,520	0,279	(0,356)
	5,060	0,660	0,180	0,170
Rest1	1,143 **			(5,994) *
	3,130			1,820
Cr_Pib	(0,918) ***	(0,662)	(1,307) **	1,086
	5,960	1,130	2,060	0,670
Cr_Inf	(0,210)	0,043	0,483 **	0,483
	1,680	0,350	2,210	1,450
BalCourPIB	(0,122) ***	0,396 ***	0,457 ***	0,684 ***
	4,730	5,730	2,810	2,790
Cons	9,690 ***	8,417 ***		
	26,630	8,360		
<b>Nb de pays</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>
<b>Nb d'observations</b>	<b>19</b>	<b>25</b>	<b>29</b>	<b>24</b>
<b>R<sup>2</sup> ajusté</b>	<b>0,872</b>	<b>0,115</b>	<b>43,28</b>	<b>56,24</b>

Dans un second temps, nous tentons d'observer l'impact des évènements de crédit sur la notation des pays les moins bien notés et présentant un risque élevé du fait de leur classification variant de BB+ à SD sur l'échelle de notation S&P (se référer au tableau 4.10). Dans le cadre de cette analyse, nous obtenons un nombre suffisant de 733 observations.

Contrairement à l'analyse précédente, la comparaison des différentes méthodes de modélisation donne des résultats similaires concernant le défaut souverain qui impacte négativement et significativement sur la notation souveraine de ces pays. Cependant, l'effet est de courte durée selon la modélisation linéaire (en ne dépassant pas une année à la suite de l'évènement de crédit avec un seuil de significativité de 1%). Tandis que selon la modélisation logistique ordonnée, l'effet atteint un horizon plus long de trois années suite à l'évènement de défaut (avec un seuil de significativité variant de manière décroissante de 1% à 10%).

Hormis le défaut souverain, nous n'observons un impact significatif de la restructuration de dette que sur la base de l'analyse linéaire. L'impact observé influe significativement et négativement sur la notation souveraine, contrairement au résultat obtenu avec les pays présentant un risque faible ou moyen. Notons également que cette influence de la restructuration de dette sur la notation s'étend sur une durée de trois années suivant le début du processus de restructuration.

Enfin, mise à part les évènements de crédit, les facteurs les plus significatifs sont l'efficacité des pouvoirs publics, la croissance du PIB, la croissance de l'inflation, et la balance courante. A l'instar des analyses précédentes, ces variables présentent les signes significatifs attendus.

**Tableau 4.10 : Modélisation logistique en fonction des pays présentant un niveau de risque élevé**

L'analyse porte sur 42 pays sur une période allant de 1995 à 2013. Les statistiques *t* de Student sont reportées en valeur absolue. Les symboles \*, \*\* et \*\*\* indiquent le niveau de significativité des coefficients (respectivement à des échelles de confiance de 90%, 95% et 99%). Les *cut-off* points sont présentés à l'Annexe A5-(2).

Variables indépendantes	Variable dépendante : Notation souveraine					
	Niveau de risque : Elevé					
	Linéaire			Logistique		
Eff_Pub	1,645 ***	1,996 ***	1,287	1,841 ***	2,472 ***	1,907 ***
	2,970	4,130	0,980	3,670	4,730	3,410
PibPC	(0,037)	(0,238)	(0,212)	(0,212) *	(0,266) **	(0,207)
	0,190	1,130	0,580	1,700	2,090	1,500
Def_2						
Def_1	(0,496) **	(0,492)			(2,157) ***	
	2,420	1,610			2,860	
Def	(0,622) **	(0,795) **	(0,513)	(2,395) ***	(2,856) ***	(2,205) ***
	2,660	2,510	1,510	3,030	3,410	2,750
Def1	(0,301)	(0,947) ***			(3,715) ***	
	1,230	2,630			3,860	
Def2		0,129			(1,818) **	
		0,370			2,190	
Def3		0,127			(1,262) *	
		0,460			1,800	
Rest_1			(0,218) *			(0,105)
			1,800			0,240
Rest	(0,218)	(0,114)	(0,409) **	(0,180)	(0,343)	(0,329)
	1,460	0,870	2,350	0,530	0,960	0,740
Rest1			(0,106)			(0,426)
			0,500			0,880
Rest2			(0,329) *			(0,263)
			1,820			0,580
Rest3			(0,366) **			
			2,050			
Cr_Pib	0,075	0,293	0,252	0,345 ***	0,386 ***	0,352 **
	0,380	1,400	0,700	2,620	2,870	2,380
Cr_Inf	(0,039) **	(0,017)	(0,024)	0,015 ***	(0,013)	0,014
	2,610	1,370	1,640	0,680	0,550	0,560
DetteGouv	0,003					
	0,610					
Int	(0,142) ***					
	7,240					
BalCourPIB	0,031	0,030 **	0,017	0,092 ***	0,100 ***	0,091 ***
	2,500	2,340	1,170	4,400	4,360	3,990
Constante	6,638 ***	5,434 ***	5,197 ***			
	20,420	11,560	8,290			
Nb de pays	18	30	30			
Nb d'observations	98	165	127	170		148
R <sup>2</sup> ajusté	60,78	29,71	31,47	0,06		0,08

## 4.6 Conclusion

Les agences de notation jouent un rôle important dans l'évaluation du risque souverain à travers la notation souveraine des pays. Cette évaluation repose essentiellement sur des facteurs politiques, économiques, budgétaires, monétaires et extérieurs. L'historique de défaut constitue une composante essentielle à intégrer aux facteurs politiques et reflète la volonté et la capacité du souverain à respecter ses obligations financières passées envers ses créanciers. L'objectif principal de notre recherche consiste à distinguer cet historique de crédit en deux événements de crédit : le défaut et la restructuration de dette souveraine.

Nous soutenons que la restructuration de dette altère l'impact négatif du défaut (ou dans certains cas avoir un impact positif) sur la notation souveraine. Erce et Diaz-Cassou (2010) soutiennent que les débiteurs souverains restructurant leur dette de façon préventive re-accèdent plus rapidement aux marchés des capitaux et les pertes des créanciers sont moins importantes comparées aux cas où la restructuration de dette est procédée tardivement. Asonuma et Trebesch (2012) confirment également que les pertes subies par les créanciers (en termes de VAN) sont moins importantes lorsque la restructuration est enclenchée de manière préventive.

Notre méthodologie se base sur des techniques de modélisation linéaire et logistique ordonnée, et nous avons observé un échantillon de 42 pays sur une période allant de 1995 à 2013. Nous ciblons ainsi 44 épisodes de défauts (répertoriés par l'agence de notation S&P) et 141 épisodes de restructurations de dette (selon le Club de Paris et le rapport *Global Development Finance* (2013)) sur toute la période de l'étude.

Nos résultats confirment cette distinction entre les événements de crédit en démontrant que le défaut a un impact significativement négatif à court terme (ne dépassant pas un horizon de deux ans) sur la notation souveraine, alors que la restructuration a un impact négatif sur une plus longue durée (sur un horizon de trois années) couvrant les différentes phases de son processus. En outre, l'usage d'une méthodologie logistique ordonnée met en évidence l'impact positif d'une restructuration enclenchée à la suite d'un défaut souverain

(c'est-à-dire au temps T+1). Cet effet positif s'explique à travers une série de politiques structurelles et institutionnelles qui sont souvent entreprises afin de relancer l'investissement. Or notre étude a su mettre en exergue le facteur politique qui représente un déterminant de la notation souveraine (avec une significativité inférieure à 1%).

Notre réflexion s'approfondit en scindant notre échantillon selon le niveau de risque en séparant les pays les mieux notés et présentant un risque faible ou moyen (ayant obtenu les notations allant de AAA à AA sur l'échelle de S&P) des pays les moins bien notés et présentant un risque élevé (ayant obtenu les notations allant de BB+ à SD sur l'échelle de S&P). Nos résultats confirment ceux précédemment obtenus avec un impact significativement négatif des événements de crédit sur la notation des pays présentant un risque élevé.

Des pistes futures seront à explorer, notamment concernant l'introduction des facteurs externes liés à la conjoncture économique, ou encore en faisant la liaison avec la volatilité des obligations souveraines transigées.

## Chapitre 5 : Impact des évènements de crédit sur le risque économique

### **5.1 Introduction**

Dans ce chapitre, nous nous interrogeons sur l'impact des défauts et restructurations de dette souveraine sur des facteurs représentant des fondements économiques. Sur la base de la littérature, nous notons un impact majoritairement négatif se traduisant par une baisse de la croissance du PIB, une détérioration de la balance de paiements, une diminution de l'épargne brute, une détérioration des termes d'échanges commerciaux ou une hausse des taux de change. Ainsi, les auteurs tels que Pattillo *et al.* (2011) estiment que l'effet global d'une crise de dette souveraine aurait un impact négatif d'environ 35 à 40% sur la VAN de la dette allégée par rapport au PIB. Notre recherche a pour objectif de déterminer l'impact distinct des défauts et restructurations de dette souveraine sur les facteurs économiques. Notre analyse se base sur 42 pays ayant connu des évènements de crédit sur une période allant de 1995 à 2013. Nous ciblons ainsi 44 épisodes de défauts (répertoriés par l'agence de notation S&P) et 141 épisodes de restructurations de dette (selon le Club de Paris et le rapport *Global Development Finance* (2013)) sur toute la période de l'étude.

D'une part, en concordance avec Panizza, Sturzenegger et Zettelmeyer (2009), Borensztein et Panizza (2009) et De Paoli (2006), nos résultats empiriques confirment l'impact négatif du défaut souverain sur l'économie domestique. Cet impact s'estompe avec le temps et ne devient plus significatif après deux à trois ans.

D'autre part, nos résultats démontrent un impact positif et très significatif de la restructuration de dette sur les facteurs économiques. L'impact positif de cet évènement de crédit provient du fait de la diminution du montant de la créance souveraine entraînant une baisse du service de la dette et des dépenses gouvernementales (donc en parallèle on assiste à une baisse du déficit budgétaire et augmentation de l'épargne). De plus, à la suite d'une restructuration de dette souveraine, une série de politiques structurelles et

institutionnelles sont souvent entreprises afin de relancer les facteurs de production de l'économie nationale. Cet effet positif contrebalance ainsi l'impact négatif d'une restructuration de dette souveraine et s'accroît lorsqu'elle est déroulée de manière préventive (*i.e* avant un évènement de défaut).

Enfin, nous observons que les épisodes de restructurations de dette ont un impact significativement positif sur le PIB des pays à revenu faible et moyen. En effet, ces derniers ont un accès restreint aux marchés des capitaux et sont financés par les créanciers officiels qui privilégient l'accompagnement à travers les prêts concessionnels et l'application de réformes structurelles nécessaires à la reprise de l'activité économique. Nous pouvons citer le cas des pays ayant bénéficiés de l'initiative PPTTE dans les années 2000 qui, suite à l'atteinte de leur point d'achèvement, expérimentèrent l'impact positif de leur restructuration de dette souveraine sur leurs économies et eurent progressivement accès aux marchés financiers.

Le présent chapitre sera présenté de la manière suivante. Le prochain volet nous exposera une revue de littérature qui traitera de l'impact des évènements de crédit sur le PIB. Le troisième volet nous informera sur la méthodologie adoptée ainsi que l'analyse des données utilisées. Le quatrième volet présentera les principaux résultats empiriques, avant de conclure notre analyse au cinquième volet.

## 5.2 Revue de littérature

### 5.2.1 Impact du défaut souverain sur la croissance économique

Le lien entre le défaut souverain et la croissance économique fut tout d'abord établi par Eaton et Gersovitz (1981)<sup>76</sup>. Les auteurs s'appuient principalement sur le critère de la réputation en orientant le débat autour de la « volonté de l'État » à rembourser sa dette souveraine. Dans ce cas de figure, la décision d'annoncer un défaut de paiement en période de reprise est assimilée à une « stratégie » permettant d'éviter de rembourser une dette<sup>77</sup>. Eaton et Gersovitz (1981) mettent donc l'accent sur la réputation dès lors que le défaut souverain peut entraîner l'exclusion des marchés. En théorie, le débiteur souverain a donc intérêt à recouvrir la créance en période de reprise afin d'éviter toute « punition » des créanciers.

Bien que considérés dans la littérature, les travaux de Eaton et Gersovitz (1981) furent rapidement critiqués sous deux angles. Premièrement, les auteurs suggèrent une exclusion permanente des marchés des capitaux en cas de défaut souverain. Or cette exclusion permanente ne constitue aucunement une solution aussi bien pour les débiteurs que les créditeurs. Le déclenchement d'un processus de restructuration serait en effet mieux indiqué afin que, d'une part, le débiteur puisse continuer à avoir accès à des capitaux nécessaires à la reprise de son économie, et d'autre part, le créateur puisse limiter les pertes en capital initialement investi (Kletzer, 1994). Deuxièmement, Bulow et Rogoff (1989) s'opposent à l'hypothèse implicite posée par Eaton et Gersovitz (1981) assumant que l'emprunt souverain permet de lisser la consommation en période de crise (liée aux chocs extérieurs et affectant la productivité). Pour ces auteurs, il existe d'autres moyens tels que provisionner une partie de la production produite lors des périodes de reprise, l'acquisition d'une couverture d'assurance contre les risques liés à la conjoncture, ou

---

<sup>76</sup> Selon ces auteurs, le but primaire de l'endettement souverain est de lisser la consommation durant les périodes de contractions de l'activité économique. En effet, théoriquement, l'endettement souverain est contre cyclique puisqu'un pays emprunte en période de récession économique et rembourse durant les périodes de reprise. Suivant cette théorie, il ne peut pas y avoir de remboursement lors d'une période de récession, marquant la baisse des activités économiques à l'échelle domestique.

<sup>77</sup> Il est ainsi sous-entendu que les coûts reliés au défaut souverain sont moindres par rapport au remboursement des arriérés de paiement (incluant le service de la dette et le principal).

l'investissement d'une partie de la richesse nationale à l'étranger. Ces mesures permettraient de diminuer la dépendance des débiteurs souverains par rapport au marché des capitaux, ainsi que les risques d'exclusion.

Tomz *et al.* (2007) observent la relation entre le défaut souverain et l'activité économique sur la période allant de 1820 à 2004. Suite à leurs observations, les auteurs constatent que les défauts souverains se produisent plus en période de récession que durant les périodes de reprise de l'activité économique. Ils soutiennent cependant que la relation est peu significative du fait qu'ils observent des périodes de baisse de productivité sans constatation d'un défaut, où encore des cas de défauts souverains alors que la productivité est élevée. En lien avec Eaton et Gersovitz (1981), Tomz et al (2007) corroborent l'existence de défauts « excusables » (liés à la conjoncture économique ou à des facteurs externes) et défauts « non excusables » (manque de volonté de remboursement de la dette par le souverain). Par ailleurs, Mendoza et Yue (2008) soutiennent que le défaut limite la capacité d'emprunt des agents économiques privés permettant de financer l'achat de produits importés, ce qui affecte la productivité en général. Sur la même lancée, Reinhart et Rogoff (2008) établissent qu'une baisse de la productivité est plus sévère lorsqu'elle est associée à un défaut sur la dette domestique (par rapport à la dette extérieure). En moyenne, la productivité baisse de 4% un an avant le défaut sur la dette domestique (comparé à 1,2% un an avant le défaut sur la dette extérieure).

Sturzenegger (2004) confirme une baisse significative (mais à court terme) de 0,6% de la croissance économique suite à des épisodes de défauts. La baisse s'accroît de 2,2 % lorsque le défaut survient en même temps qu'une crise bancaire. De Paoli et al. (2006) confirment ce résultat en démontrant l'accroissement de la baisse de productivité lorsque les crises bancaires et/ou crises de change coïncident avec un défaut ou une restructuration de dette (événement désigné par les auteurs sous le terme de triple crise). Ainsi, les pertes en productivité peuvent varier entre 6,2 à 19,4%. De Paoli et al. (2006) trouvent également que les pertes en productivité sont souvent corrélées avec les épisodes de défaut et augmentent avec la durée des épisodes.

Borensztein et Panizza (2009) observent un impact significatif du défaut sur la croissance économique la première année, avec une baisse de 2,6% de la croissance. Yeyati et Panizza (2009) approfondissent cette réflexion en utilisant des observations trimestrielles au lieu d'annuelles. Les auteurs observent ainsi une contraction de l'activité avant le défaut, et une reprise un trimestre après. Ils arrivent à la conclusion que les périodes de défaut de paiement marquent le début de la reprise économique. Les auteurs expliquent que l'impact négatif d'un défaut est principalement causé par son anticipation avant même son annonce. Ils clarifient donc les liens de causalité en séparant 1) les effets du défaut souverain et 2) les crises et chocs extérieurs sur la performance économique.

Panizza, Sturzenegger et Zettelmeyer (2009) étudient également l'effet des défauts souverains sur la croissance économique sur une période allant de 1970 à 2006. Les résultats confirment un impact négatif et statistiquement significatif de 1,3 % des défauts souverains sur la croissance économique. Cet impact est moins accentué dans les années 90 mais toujours significativement négatif sur la croissance. Enfin, leurs résultats montrent que l'impact des défauts prévus ou programmés (traduction littérale de *predicted defaults* en anglais) équivaut à celui des défauts non programmés.

### 5.2.2 Impact des restructurations de dette souveraine sur la croissance économique

Le FMI (2002) étudie les conséquences des restructurations de dette souveraine à travers l'étude de quatre pays ayant expérimentés des crises de dette : la Russie (1998), l'Équateur (1999), l'Ukraine (2000 et 2001) et le Pakistan (1999). Dans les quatre cas, l'étude signale une baisse de la richesse des détenteurs domestiques de la dette restructurée (baisse de la valeur actuelle de leurs actifs), ainsi qu'une dépréciation du taux de change suite à l'annonce du défaut souverain (substitution de la demande de devise domestique au profit de la devise étrangère).

Ateta *et al.* (2008) et Das *et al.* (2010) établissent qu'un pays entreprenant une restructuration de dette observe une baisse de l'accès du secteur privé à financement externe de 40% chaque année durant tout le long du processus de restructuration. Sur

la même lancée, Dooley (2000) montre que la baisse de productivité est principalement due à la limitation de la capacité d'emprunt des résidents auprès des créanciers domestiques et étrangers, à la suite d'une crise de dette souveraine. Das et al. (2012) approfondissent cette question en analysant l'évolution d'un ensemble de variables macroéconomiques sur une durée de six ans suivant l'année où la restructuration de dette est rendue effective. Avec un échantillon composé de 44 restructurations effectives avec les banques et obligataires depuis 1980 (en excluant les pays pauvres très endettés)<sup>78</sup>. Ces derniers constatent une baisse notable du ratio de la dette publique par rapport au PIB (variation des données médianes de 50% à 35%), ainsi qu'une baisse substantielle du ratio dette extérieure totale/PIB (variation à la baisse allant de 80% à 50%).<sup>79</sup> Ils constatent par la suite une stabilisation de la croissance économique médiane à 4%, trois années suivants la finalisation de la restructuration de dette.

Enfin, Rose (2005) étudie les effets des renégociations de dette sur le commerce international. Le défaut souverain peut être associé au déclin subséquent du commerce international, soit parce que les créanciers veulent dissuader les débiteurs souverains d'entrer en défaut de façon récurrente, soit parce que la capacité financière diminue après un défaut<sup>80</sup>. L'auteur constate ainsi un déclin statistiquement significatif de 8% par an du commerce bilatéral post-restructuration de dette, pouvant persister pendant près de 15 ans. Borensztein et Panizza (2009) suggèrent que cette longue période de sanction résulte de l'embargo commercial appliqué (dans les quatre années suivant le défaut) par les créanciers.

---

<sup>78</sup> Les données furent collectées à l'aide de la base de données du FMI, de la *Global Development Finance* (GDF) et *World Development Indicators* (WDI) de la Banque Mondiale et de données disponibles à travers l'*Economist Intelligence Unit*.

<sup>79</sup> Il est important de souligner une nouvelle fois que le processus de restructuration peut, selon les cas, durer plusieurs années après l'annonce du défaut de paiement. Un taux de croissance économique de 1,5% peut être interprété comme étant l'effet positif de l'enclenchement du processus de restructuration de dette, avec à la clé, des perspectives optimistes permettant de solutionner les problèmes de solvabilité de l'État débiteur.

<sup>80</sup> Afin d'estimer la relation, l'auteur utilise un modèle de gravité empirique du commerce bilatéral et un ensemble de données panel couvrant une période allant de 1948 à 1997 et des transactions commerciales entre 217 entités. Les données du Club de Paris portant sur les restructurations de dette souveraine sont utilisées afin de marquer la période du défaut souverain.

Le tableau 5.1 suivant résume l'essentiel de la revue de littérature portant sur l'impact des défauts et/ou restructurations de dette sur la croissance économique.

**Tableau 5.1 : Revue de la littérature portant sur l'impact des événements de crédit sur le risque économique**

AUTEURS	RÉSULTATS
Eaton et Gersovitz (1981)	L'endettement souverain permet de lisser la consommation durant les périodes de récession et le remboursement doit normalement être programmé durant les périodes de reprise. Un défaut souverain est donc considéré comme « volontaire », ce qui influe négativement sur la réputation et est susceptible d'être puni par une exclusion des marchés.
Sturzenegger (2004)	Confirme une baisse significative à court terme de 0,6% de la croissance économique suite à un défaut souverain.
Aguiar et Gopinath (2006) et Rochet (2006)	Constat d'un phénomène de pro cyclicité entre les périodes d'emprunt souverain et les épisodes de défaut.
Lambertini (2003) et Arellano (2008)	Les défauts souverains surviennent en période de récession.
Rose (2005)	Baisse significative des transactions commerciales suite à une renégociation de dette souveraine.
Tomz <i>et al</i> (2007)	La relation entre le défaut souverain et la baisse (hausse) de la productivité est peu significative et on peut observer un défaut durant une période de productivité élevée.
Mendoza et Yue (2008), Ateta et al. (2008) et Das (2010)	Le défaut souverain affecte négativement la capacité d'emprunt et la productivité des agents économiques du secteur privé. Même constat suite à une restructuration avec une baisse de l'accès du secteur privé à hauteur de 40%/an.
Reinhart et Rogoff (2008)	Accentuation de la baisse de la productivité (environ 4% par an) en cas de défaut sur la dette domestique.
Yeyati et Panizza (2009)	Les défauts souverains sont négativement corrélés avec la croissance annuelle et trimestrielle du PIB. Les observations trimestrielles précisent une contraction de l'activité suite à une anticipation du défaut souverain par les investisseurs.
Borensztein et Panizza (2009) et De Paoli et al (2006)	Baisse de la croissance du PIB suite à un défaut souverain. Une perte en productivité est également constatée.
Panizza, Sturzenegger et Zettelmeyer (2009)	Impact significativement négatif de 1,3% des défauts souverains sur la croissance économique (sur une période allant de 1970 à 2006).
Das et al (2012)	Suite à des restructurations souveraines, les auteurs notent une baisse notable du ratio de la dette publique par rapport au PIB (variation des données médianes de 50% à 35%), ainsi qu'une baisse substantielle du ratio dette extérieure totale/PIB (variation à la baisse allant de 80% à 50%). Le ratio de la dette extérieure à court terme/réserves baisse également de 110% à 55% en un an.

### 5.3 Méthodologie et données

Sur la base de la littérature théorique présentée à la section précédente, l'objectif de cette partie consiste à mettre en exergue une preuve empirique relevant l'importance de l'impact des défauts et restructurations de dette souveraine sur le PIB.

#### 5.3.1 Spécifications du modèle empirique

Une approche en données de panel est privilégiée dans notre analyse. Les données de panel sont une combinaison de séries temporelles et coupes transversales constituées d'un ensemble d'observations temporelles ( $t=1, \dots, T$ ) sur plusieurs unités statistiques ( $i=1, \dots, n$ ). Dans notre recherche, une unité statistique désigne un pays parmi notre échantillon composé de 42 pays.

A l'instar de nombreux auteurs tels que Sturzenegger (2005), Borenzstein et Panizza (2008) ou encore Yeyati et Panizza (2011), nous utilisons le test de spécification de Hausman afin de déterminer la présence d'effets fixes (*fixed effects*) ou aléatoires (*random effects*). Le test d'Hausman ayant spécifié la présence d'effets fixes, notre modèle s'articule de la manière suivante :

$$y_{it} = \alpha + \sum_{k=1} \beta_k X_{kit} + \sum_p \delta_p z_{pi} + a_i + \varepsilon_{it} \quad i=1 \dots N \quad t=1 \dots T \quad (1)$$

Dans ce modèle, nous utilisons une notation à deux indices, avec  $i$  désignant le pays et  $t$  indiquant le temps. La variable dépendante est représentée par  $y_{it}$ . Les variables explicatives  $X_{kit}$  sont les variables explicatives en fonction des pays et du temps, tandis que les variables  $z_{pi}$  estiment les variables explicatives invariables selon le temps, tandis que  $a_i$  représente les effets fixes spécifiques à chaque pays et  $\varepsilon_{it}$  le terme d'erreur.

Notre panel est non cylindré<sup>81</sup> et notre échantillon se compose de 42 pays sur une période allant de 1995 à 2013. De manière plus spécifique à notre recherche, notre modèle est estimé de la manière suivante :

$$LPIB_{it} = \alpha + \sum_{k=1} \beta_1 DEF_{1it} + \sum_{k=1} \beta_2 REST_{2it} + \sum_{k=1} \beta_k X_{kit} + \sum_p \delta_p z_{pi} + ai + \varepsilon_{it} \quad i=1...N \quad t=1...Ti \quad (2)$$

Avec  $LPIB_{i,t}$  représentant la variable dépendante avec le log du PIB comme mesure du niveau de productivité,  $DEF_{1it}$  étant une variable dichotomique (*dummy*) prenant une valeur de 1 en cas de défaut au temps t et 0 dans le cas contraire,  $REST_{2it}$  comme variable *dummy* prenant la valeur de 1 en cas d'identification d'un processus de restructuration de dette souveraine au temps t et de 0 dans le cas contraire, et  $X_{kit}$  représentant les autres variables explicatives.

Divers tests de robustesse (Hausman, test de Fisher, test de Breush et Pagan) ont été procédés afin de confirmer l'utilisation du modèle à effets fixes (*Within*). En somme, nos coefficients demeurent robustes, malgré la détection d'hétéroscédasticité (test de Hausman). Les termes d'erreur ont été regroupés par pays et corrigés en prenant compte de l'hétéroscédasticité. Cette méthodologie est en accord avec celle adoptée par plusieurs auteurs durant la dernière décennie. Notre recherche se distingue cependant par le fait de séparer les évènements de crédit en deux types distincts (défaut et restructuration de dette souveraine). La sélection de certaines variables explicatives est également plus précise (se référer à la section suivante portant sur les données de notre recherche).

En appliquant cette méthodologie, Sturzenegger (2005) estime que le défaut souverain a un impact négatif sur la croissance économique pouvant aller de 0,5 à 2%. Sur la même lancée, Borensztein et Panizza (2007) estiment que l'impact négatif du défaut souverain sur la croissance économique peut atteindre une baisse de 1,2% par an. Afin de préciser leurs résultats à travers des variables retardées et avancées du défaut, les auteurs trouvent un

---

<sup>81</sup> Le panel comporte, pour certains cas spécifiques, des données manquantes (certaines unités statistiques ne sont pas observées sur toute la période couverte par l'échantillon).

impact négatif plus significatif la première année suivant le défaut (baisse de 2,6%) par rapport aux années subséquentes dont l'impact est non significatif. Ce résultat des auteurs est en concordance avec celui de Yeyati et Panizza (2011) soutenant que le défaut a un impact plus significatif la période précédant son annonce que par la suite (périodes subséquentes *post-défaut*). Nos résultats seront comparés à ceux des auteurs précités.

### 5.3.2 Données et statistiques descriptives

Le tableau 5.2 nous fournit les statistiques sur les données utilisées dans le cadre de notre étude. Les variables explicatives sont essentiellement composées de l'investissement ( $I\_INV_{it}$ ), du niveau d'éducation secondaire de la population ( $ED\_SEC_{it}$ ), d'un estimé de la population active ( $I\_PopAc_{it}$ ), un indicateur des dépenses de consommation finale des administrations publiques (ou dépenses gouvernementales) ( $I\_CONS\_GOUV\_1$ ), de la variation des termes de l'échange ( $Ld\_TE_{it}$ ) et de l'ouverture commerciale (OUVCOM).

**Tableau 5.2 : Statistiques descriptives des variables**

Variable	Obs	Mean	Std.Dev.	Min.	Max.
$LPIB_{it}$	732	10.0233	1.63105	0.4014005	12.04139
$DEFAULT_{it}$	755	.1443709	.3516984	0	1
$Rest_{it}$	754	.4164456	.4932965	0	1
$I\_INV_{it}$	792	21.96058	2.85969	1.004302	26.2039
$ED\_SEC_{it}$	797	53.54872	21.16992	2.7	97.2
$I\_PopAc_{it}$	797	15.29146	2.25419	3.858622	18.603
$I\_CONS\_GOUV\_1$	604	21.32241	3.517995	-4.60517	26.11689
$Ld\_TE_{it}$	268	.3312365	1.276774	-2.5539	12.69337
OUVCOM	797	.4936288	1.266173	-35	1.008256

Notre étude s'intéresse spécifiquement aux épisodes de défauts sur la dette souveraine (libellée en devise étrangère) et de restructurations de dette souveraine (libellée en devise étrangère). Nous ciblons ainsi 44 épisodes de défauts (répertoriés par l'agence de notation S&P) et 141 épisodes de restructurations de dette (selon le Club de Paris et *Global Development Finance* (2013)) sur toute la période de l'étude (allant de 1995 à 2013).

Contrairement aux études de Borensztein et Panizza (2007) et Yeyati et Panizza (2011), nous nous distinguons sur le choix de nos variables explicatives sur plusieurs points, à savoir :

- l'utilisation du *log* du PIB au lieu de la croissance du PIB (en pourcentage). Cette transformation a permis une meilleure harmonisation à l'échelle des autres variables explicatives.
- le remplacement de la population totale par la population active qui entretient un lien plus direct avec les facteurs de productivité d'une économie domestique.
- l'exclusion de l'indice des droits civiques due à une non-significativité de la variable sur l'ensemble de notre échantillon.

Tel que précédemment souligné lors de l'introduction de la deuxième partie de cette thèse, nous précisons nos axes de recherche à travers une classification de notre échantillon de selon le groupe de revenu.

Enfin, l'analyse de nos données sur la base d'un panel non cylindré n'influe pas de manière significative sur la qualité de leur interprétation. En effet, la plupart des auteurs ayant menés une étude autour de notre questionnaire ont fait le choix de composer avec des panels non cylindrés. Ainsi, Borensztein et Panizza ont réussi à collecter 2 048 observations tandis que Yeyati et Panizza obtiennent un total de 533 observations pour leurs études respectives. Dans notre analyse, nous recensons un nombre de 797 observations.

Nos sources sont présentées sur le tableau 5.3 suivant.

### **Tableau 5.3 : Définition et sources des variables.**

Ce tableau nous renseigne sur les définitions et sources des variables explicatives. Notre échantillon se compose de 42 pays sur une période allant de 1995 à 2013. Notons que la fréquence des données est annuelle.

<b>Definition</b>	<b>Variable</b>	<b>Source</b>
<b>VARIABLE DEPENDANTE</b>		
Log du PIB	LPIB	World Development Indicators
<b>VARIABLES INDEPENDANTES</b>		
<b>ECONOMIE DOMESTIQUE</b>		
Niveau d'éducation secondaire	ED_SEC	Barro & Lee (2010)
Population active	PopAc	World Development Indicators
Log de l'investissement	LINV	World Development Indicators
Dépenses gouvernementales	CONS_GOUV_1	World Development Indicators
Variation des termes de l'échange	Ld_TE	World Development Indicators
Ouverture commerciale Importations / (Importations+Exportations)	OUVCOM	World Development Indicators
<b>EVENEMENTS DE CREDIT</b>		
Variable <i>dummy</i> des défauts souverains (en devise étrangère)	DEF	Standard & Poors
Variable <i>dummy</i> des restructurations de dette souveraine	REST	Club de Paris, Global Development Finance (GDF)
<b>GROUPES DE REVENU</b>		
Variable <i>dummy</i> - pays à faible revenu	IDEV 1	Banque Mondiale (méthode Atlas)
Variable <i>dummy</i> - pays à revenu moyen inférieur	IDEV 2	Banque Mondiale (méthode Atlas)
Variable <i>dummy</i> - pays à revenu moyen supérieur	IDEV 3	Banque Mondiale (méthode Atlas)
Variable <i>dummy</i> - pays à revenu élevé	IDEV 4	Banque Mondiale (méthode Atlas)

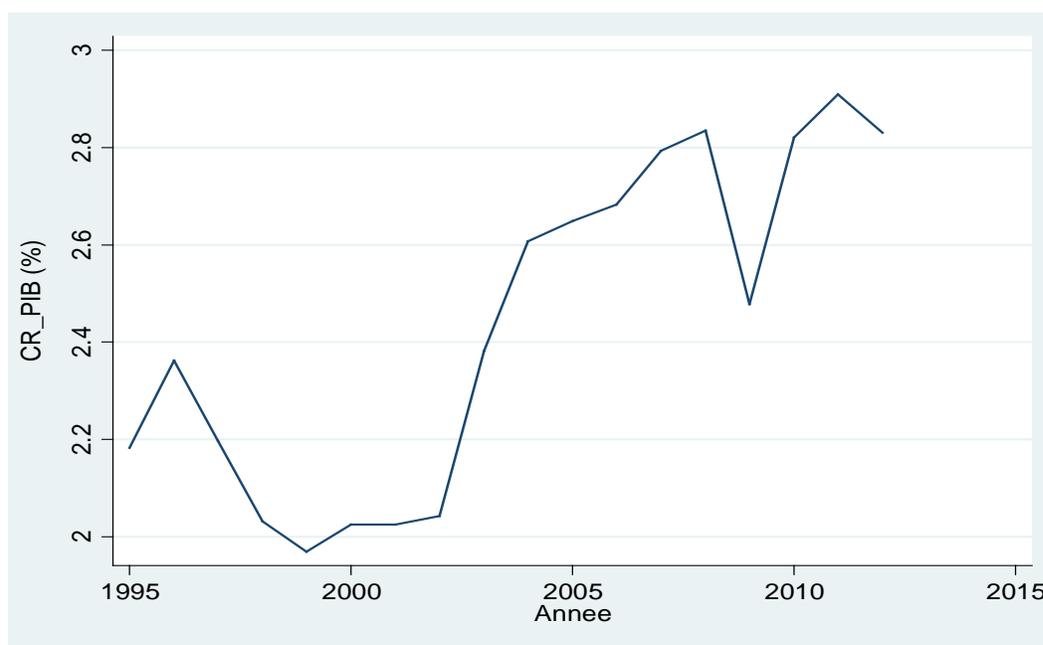
## 5.4 Analyse des résultats

### 5.4.1 Analyse transversale des données

L'interprétation graphique de nos données nous permet de dégager les premières tendances de nos résultats présentés sur la figure 5.1 ci-dessous.

Depuis le boom de l'année 2000, nous observons une tendance de la croissance économique en hausse jusqu'à la crise financière de 2008-2009, où les pays de notre échantillon connaissent une baisse générale de leur croissance. Notre graphique met en évidence les effets de la crise de 2008-2009 sur la croissance économique jusqu'en 2011.

**Figure 5.1 : Tendence de la croissance économique (médiane) de 1995 à 2013.**



Source : Auteur

A travers l'analyse de nos données selon la classification de notre échantillon (en fonction de différents groupes de revenu), nous confirmons une croissance économique plus forte dans les pays à revenu élevé (avec un taux de croissance avoisinant 3,96% sur toute la période étudiée). Les résultats de cette analyse sont présentés au tableau 5.4. On constate ainsi que les pays à faible revenu plafonnent avec un taux de croissance économique médian de 2,6%, tandis que les pays à revenu moyen (inférieur et supérieur) ont enregistré une croissance de 2,8%.

**Tableau 5.4 : Tendance de la croissance économique en fonction du groupe de revenu (de 1995 à 2013)**

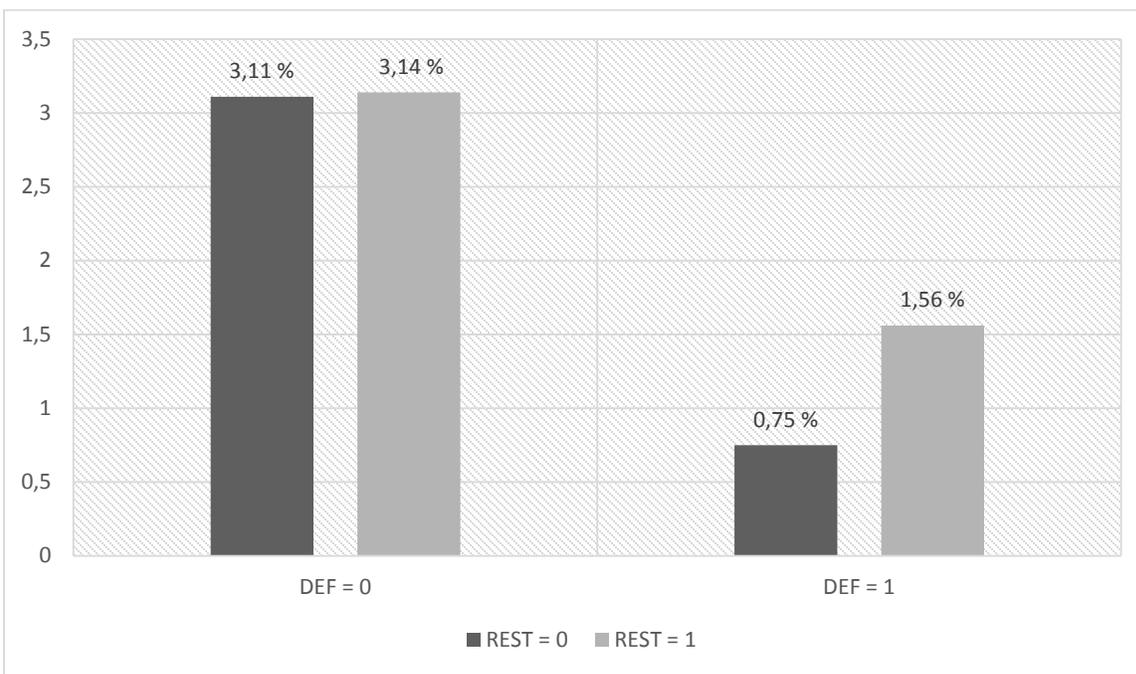
Groupe de revenu	Med (Cr_PIB)
Faible revenu	2,625
Revenu moyen inférieur	2,8
Revenu moyen supérieur	2,85
Revenu élevé	3,96

Tel que précédemment mentionné, notre analyse se base sur l'observation de 44 épisodes de défauts et 141 épisodes de restructurations de dette sur toute la période de l'étude (allant de 1995 à 2013). Dans plusieurs cas, ces événements de crédit surviennent simultanément (parmi plusieurs exemples nous pouvons citer l'Indonésie (1998), l'Argentine (2002), ou encore récemment en Grenade (2012)).

La figure 5.2 suivante fournit un aperçu de l'impact des défauts et restructurations de dette souveraine sur la croissance économique des pays de notre échantillon. En cas de survenue d'un événement de défaut souverain, on constate une baisse significative de la croissance économique de 3,1% à 1,56% si cet événement s'accompagne d'une restructuration de dette. La baisse du taux de croissance économique s'accroît lorsqu'il y a un défaut sans restructuration de dette souveraine (jusqu'à 0,75%). Ainsi, une restructuration de dette souveraine diminue l'impact négatif du défaut sur la croissance économique. Par contre, lorsque le défaut souverain est le seul événement de crédit observé, on observe une baisse significative de la croissance économique.

A travers notre étude, nous précisons l'effet de l'impact combiné des événements de crédit (défauts et restructurations de dette souveraine), ainsi que l'importance de leur chronologie. Il est en effet important de déterminer l'impact des restructurations de dette lorsqu'un événement de défaut intervient avant ou après cet événement, ou encore en l'absence d'un défaut souverain (et vice versa).

**Figure 5.2 : Tableau croisé sur l'impact des défauts et restructurations de dette souveraine sur la croissance économique**



## 5.4.2 Analyse empirique des résultats

Nous allons à présent procéder à l'analyse empirique de l'impact des différents évènements de crédit (à savoir les défauts et restructurations de dette souveraine) sur le PIB. Ces évènements seront mesurés de manière distincte et combinée afin mieux évaluer leurs conséquences sur les facteurs économiques. Ces résultats seront approfondis à travers l'étude de notre sous-échantillon (réparti selon le groupe de revenu).

### 5.4.2.1 Impact général des évènements de crédit sur le niveau de productivité

Le tableau 5.5 suivant mesure l'ensemble de l'impact des évènements de crédit sur le PIB. Le choix des variables de contrôle est conforté par l'obtention d'un  $R^2$  de 72,28% lorsque l'ensemble des facteurs sont considérés dans l'équation. Également, nous constatons une importante significativité (généralement à un seuil inférieur à 1%) des variables explicatives choisies. On constate que les principaux déterminants du PIB sont la population active, l'investissement et l'ouverture commerciale. Toutes les variables présentent les signes attendus.

De prime abord, nous observons l'impact distinct des différents évènements de crédit sur le PIB. D'une part, nos analyses confirment qu'un évènement isolé de défaut souverain a un impact significativement négatif sur le PIB (baisse de 3,26% à un seuil inférieur à 5%), seulement deux années après son avènement. D'autre part, dans le cas d'un évènement de restructuration de dette souveraine isolé, nous observons un impact positif et significatif (à un seuil inférieur à 10%) sur le PIB dès l'année de démarrage du processus.

Par la suite, nous observons la combinaison de ces évènements de crédit à l'échelle de la même année et constatons un impact négatif mais non significatif du défaut, tandis que l'impact d'une restructuration sur le PIB est positif et significatif (hausse de 1,3% à un seuil inférieur à 10%). Ce résultat implique que, dans un même espace temporel, l'impact d'une restructuration de dette est plus significatif sur le PIB que celui du défaut souverain.

**Tableau 5.5 : Étude de l'impact général des évènements de crédit sur le PIB.**

Ce tableau nous présente les résultats obtenus en évaluant l'impact des évènements de crédit sur l'économie. La variable dépendante est la fonction logarithmique du PIB. L'analyse porte sur 42 pays sur une période allant de 1995 à 2013. Les statistiques *t* de Student sont reportées en valeur absolue. Les symboles \*, \*\* et \*\*\* indiquent le niveau de significativité des coefficients (respectivement à des échelles de confiance de 90%, 95% et 99%).

Variable dépendante : log du PIB

Variables	Échantillon complet				
	Défaut isolé (1)	Rest isolé (2)	Effet combiné (3)	Def avant Rest (4)	Rest avant Def (5)
<b>I_INV</b>	0,0919***	0,0992***	0,0991***	0,0992***	0,1021***
	-8,82	-9,7	-9,69	-9,55	-9,85
<b>ED_SEC</b>	0,0012***	0,0012***	0,0011***	0,0010***	0,0010***
	-3,65	-3,94	-3,74	-3,34	-3,53
<b>I_PopAc</b>	0,3011***	0,3048***	0,2893***	0,2731***	0,2805***
	-5,32	-5,7	-5,32	-4,69	-5,16
<b>I_CONS_1</b>	0,0166***	0,0196***	0,0190***	0,0166***	0,0182***
	-2,62	-3,23	-3,13	-2,64	-3,03
<b>Id_TE</b>	-0,0050**	-0,0548**	-0,0053*	-0,0057**	-0,0053**
	-1,78	-1,89	-1,96	-2,04	-1,98
<b>OUVCOM</b>	-0,0617***	-0,0548***	-0,0632***	-0,0689***	-0,0652***
	-2,9	-2,72	-3,04	-3,19	-3,18
<b>DEFAULT</b>	-0,0152		-0,0188	-0,0223*	-0,0191*
	-1,13		-1,61	-1,83	-1,66
<b>DEF (T+1)</b>	-0,0053				
	-0,34				
<b>DEF (T+2)</b>	-0,0326**				
	-2,03				
<b>rest (T-1)</b>					0,005
					-0,67
<b>rest</b>		0,0130*	0,0135*		0,0156**
		-1,65	-1,72		-1,97
<b>rest (T+1)</b>				0,0161*	
				-1,89	
<b>constante</b>	3,045***	2,796***	3,0550***	3,3378***	3,1451***
	-4,06	-4,04	-4,29	-4,29	-4,39
<b>Nb de pays</b>	<b>27</b>	<b>28</b>	<b>42</b>	<b>28</b>	<b>28</b>
<b>Nb d'obs</b>	<b>194</b>	<b>222</b>	<b>221</b>	<b>209</b>	<b>217</b>
<b>R<sup>2</sup></b>	<b>0,7097</b>	<b>0,7189</b>	<b>0,7228</b>	<b>0,7104</b>	<b>0,7301</b>

En effet, il faut noter qu'en cas de défaut souverain pour cause d'insolvabilité ou d'illiquidité, les créanciers ont tendance à opter pour un rééchelonnement de dette, puisqu'il n'implique aucune perte du principal (Lim, Medeiros et Xiao (2005)). Ils sont donc prêts à accepter une plus longue échéance et des coupons d'intérêts plus bas. Ce mode de recouvrement de la créance implique la favorisation de l'enclenchement d'un processus de restructuration dans des délais assez courts. Ainsi, la significativité de l'évènement du défaut souverain devient moins importante par rapport à celui de la restructuration qui est enclenchée dans la période suivant le défaut souverain.

Lorsque le défaut intervient avant la restructuration de dette souveraine, nous observons des impacts significatifs des deux évènements (à un seuil inférieur à 10%) en concordance avec les signes attendus (le défaut impacte négativement de 2,23% sur le PIB, tandis que la restructuration de dette influe positivement de 1,61%). Par contre, lorsque la restructuration de dette souveraine intervient de manière préventive avant un défaut, nous remarquons une diminution de l'impact négatif du défaut (passant de 2,23% à 1,91% avec un niveau de significativité inférieur au seuil de 10%) et le maintien d'un impact positif de l'épisode de restructuration sur le PIB (de 1,56% et significatif à 5%).

Ce résultat confirme l'opinion de Erce et Diaz-Cassou (2010) selon laquelle les débiteurs souverains restructurant leur dette de façon préventive re-accèdent plus rapidement aux marchés des capitaux et les pertes des créanciers sont moins importantes comparées aux cas où la restructuration de dette est procédée tardivement. Asonuma et Trebesch (2012) confirment également que les pertes subies par les créanciers (en termes de VAN) sont moins importantes lorsque la restructuration est enclenchée de manière préventive.

L'étape suivante de notre analyse consiste à préciser les résultats précédemment obtenus à l'aide de variables avancées et retardées.

### 5.4.2.2 Impact spécifique des évènements de crédit dans le temps

Dans cette section, nous cherchons à confirmer un impact plus spécifique des épisodes de défaut et de restructuration dans le temps sur le PIB.

**Tableau 5.6 : Observation des évènements de crédit dans le temps.**

Ce tableau nous présente les résultats obtenus en évaluant l'impact spécifique des défauts et restructurations de dette souveraine dans le temps. Les régressions ont un caractère spécifique du fait de l'exclusion des variables explicatives reliées à l'économie domestique. La variable dépendante est la fonction logarithmique du PIB. L'analyse porte sur 42 pays sur une période allant de 1995 à 2013. Les statistiques *t* de Student sont reportées en valeur absolue. Les symboles \*, \*\* et \*\*\* indiquent le niveau de significativité des coefficients (respectivement à des échelles de confiance de 90%, 95% et 99%).

Variable dépendante : log du PIB				
Variables	Échantillon complet			
	(6)	(7)	(8)	(9)
DEFAULT_3			-0,0218*	-0,0154
			(1,75)	(1,30)
DEFAULT_2			-0,0170	-0,0158
			(1,16)	(1,13)
DEFAULT_1		-0,0355***	-0,0241*	-0,0272**
		(2,53)	(1,65)	(1,96)
DEFAULT	-0,0708***	-0,0329**	-0,0236	-0,0194
	(5,56)	(1,95)	(1,57)	(1,36)
DEFAULT 1		-0,0281*	-0,0125	-0,0089
		(1,89)	(0,80)	(0,60)
DEFAULT 2			-0,0248	-0,0290*
			(1,52)	(1,86)
DEFAULT 3			-0,0236	-0,0159
			(1,51)	(1,08)
REST_1			0,0432***	0,0468***
			(5,60)	(6,35)
REST	0,0631***	0,0531***	0,0278***	0,0307***
	(7,06)	(6,36)	(3,60)	(4,17)
REST 1		0,0536***	0,0206***	0,0181**
		(6,46)	(2,69)	(2,47)
REST 2				0,0182**
				(2,43)
REST 3				0,0445***
				(5,89)
Constante	10,0049***	9,9817***	9,9942***	9,961***
	(1740,0)	(1651,26)	(1463,71)	(1229,51)
Nombre de pays	42	42	42	42
Nombre d'obs	720	646	486	484
R <sup>2</sup>	0,1060	0,2000	0,2156	0,2953

La faiblesse du pouvoir explicatif des résultats obtenus à travers le tableau 5.6 (avec une variation du  $R^2$  allant de 10,6% à 29,5%) s'explique par l'élimination des principales variables explicatives du PIB. A l'instar de Yeyati et Panizza (2011), nous avons choisi de privilégier cette approche en employant l'usage de variables avancées et retardées des différents évènements de crédit, afin de préciser leurs impacts à travers le temps.

En ce sens, nos résultats nous montrent que l'impact du défaut souverain est dégressif et à court terme dans le temps. De prime abord, nous constatons que l'effet du défaut souverain est nettement plus significatif par anticipation l'année précédant son annonce. Yeyati et Panizza (2011) abondent dans le même sens en relevant que l'impact du défaut est plus significatif par anticipation à T-1 plutôt que au temps T. Selon les auteurs, l'impact négatif du défaut souverain se fait ressentir par anticipation sur l'économie domestique une année avant l'annonce du défaut. Par contre, nous ne notons pas de réelle significativité de son impact après deux ans. Borensztein et Panizza (2009) confirment nos résultats en soutenant que les effets du défaut souverain s'échelonnent sur le court terme et ne sont plus significatifs sur le PIB deux à trois années après son annonce.

Sur le même lancée, nous observons que la restructuration de dette souveraine continue (contrairement au défaut souverain) d'impacter positivement et très significativement dans la durée sur le PIB (généralement significatif à 1%). Nous remarquons que l'impact de cet évènement de crédit devient précisément significatif à deux niveaux sur l'échelle temporelle : 1) l'année précédant le démarrage du processus de restructuration et 2) à la troisième année suivant l'enclenchement du processus de restructuration de dette souveraine (avec un impact positif de 4,45% et significatif à 1%). En lien avec les études de Cruces et Trebesch (2013), rappelons que le processus de restructuration de dette souveraine est enclenché sur une durée moyenne allant de 13 à 16 mois (de la phase initiale aux phases de négociation et d'implantation).

### 5.4.2.3 Impact des évènements de crédit selon le groupe de revenu

La prochaine étape de notre analyse consiste à étudier la variation de l'impact des défauts et restructurations de dette souveraine selon un classement des pays en fonction leurs niveaux de revenu (plus précisément le revenu national brut (RNB) par habitant). Selon Clements *et al.* (2005), la structure des économies et de leurs secteurs publics respectifs diffère selon le groupe de revenu.

Ainsi, IDEV 1 désigne les pays ayant un **faible revenu** (975 dollars US ou moins), tandis que IDEV 2 marque la classification des pays avec un **revenu moyen inférieur** (de 976 à 3 855 dollars US). IDEV 3 désigne les pays avec un **revenu moyen supérieur** (3 856 à 11 905 dollars US) et enfin IDEV 4, ceux dont avec un **revenu élevé**, supérieur à 11 906 dollars US.

Les résultats du tableau 5.7 nous montrent que les évènements de crédit ont un impact plutôt significatif sur le PIB des pays à revenu moyen (inférieur comme supérieur). On remarque ainsi que le défaut a un impact négatif et significatif sur le PIB des pays à revenu moyen inférieur (avec une baisse de 4,4%). En revanche, c'est la restructuration de dette qui influe positivement sur les pays à revenu moyen supérieur avec une hausse de 1,9% (et très significativement avec un seuil inférieur à 1%) sur le PIB.

Afin de préciser notre analyse, nous excluons les autres variables de contrôle tout en augmentant notre échelle temporelle de 3 années (pré- et post-défaut). Nous obtenons ainsi les résultats présentés sur le tableau 5.8 suivant.

Cette fois-ci, nous constatons l'importance de l'impact des restructurations de dette sur le PIB des pays à revenu faible et celui des pays à revenu moyen supérieur. Cet impact augmente au fil des années (avec un seuil de significativité variant de 1% à 5%). Nous constatons une nouvelle fois une forte significativité, particulièrement durant l'année précédant la restructuration de dette et durant la troisième année marquant la fin du processus de restructuration.

**Tableau 5.7 : Impact des évènements de crédit en fonction du groupe de revenu.**

Ce tableau nous présente les résultats obtenus dans l'évaluation de l'impact des évènements de crédit sur le PIB, en fonction du groupe de revenu. La variable dépendante est la fonction logarithmique du PIB. L'analyse porte sur 42 pays sur une période allant de 1995 à 2013. Les statistiques *t* de Student sont reportées en valeur absolue. Les symboles \*, \*\* et \*\*\* indiquent le niveau de significativité des coefficients (respectivement à des échelles de confiance de 90%, 95% et 99%).

<b>Variable dépendante : log du PIB</b>				
<b>Échantillon réparti selon le groupe de revenu</b>				
<b>Variables indépendantes</b>	<b>IDEV 1 (A)</b>	<b>IDEV 2 (A)</b>	<b>IDEV 3 (A)</b>	<b>IDEV 4 (A)</b>
<b>I_INV</b>	0,059* (1,84)	0,059*** (2,96)	0,130*** (8,31)	0,192** (3,74)
<b>ED_SEC</b>	0,00 (0,17)	0,001*** (2,75)	-0,000** (2,09)	0,000 (0,32)
<b>I_PopAc</b>	0,541*** (4,97)	0,235* (1,67)	0,028 (0,61)	0,417 (0,70)
<b>I_CONS_1</b>	0,094** (2,57)	0,065*** (4,79)	0,172*** (7,20)	0,032 (1,34)
<b>Id_TE</b>	0,002 (0,68)	-0,000 (0,00)	0,001 (0,77)	-0,000 (0,07)
<b>OUVCOM</b>	-0,328** (2,05)	0,070 (0,47)	-0,257*** (5,03)	-0,859 (2,11)
<b>DEFAULT</b>	0,028 (0,90)	-0,044** (2,28)	-0,008 (1,04)	0,009 (0,18)
<b>Rest</b>	-0,006 (0,59)	0,002 (0,16)	0,007 (1,04)	-0,049 (1,85)
<b>rest (T+1)</b>	0,008 (0,67)	0,016 (1,08)	0,019*** (2,75)	-0,083 (2,45)
<b>constante</b>	-1,790 (1,42)	3,671 (1,88)	3,510*** (4,82)	-0,480 (0,05)
<b>Nb de pays</b>	<b>5</b>	<b>8</b>	<b>11</b>	<b>3</b>
<b>Nb d'obs</b>	<b>27</b>	<b>69</b>	<b>85</b>	<b>17</b>
<b>R<sup>2</sup></b>	<b>0,9698</b>	<b>0,8150</b>	<b>0,9242</b>	<b>0,9143</b>

**Tableau 5.8 : Impact spécifique des évènements de crédit en fonction du groupe de revenu.**

Ce tableau nous présente les résultats obtenus dans l'évaluation de l'impact des évènements de crédit sur le PIB, en fonction du groupe de revenu. Les régressions ont un caractère spécifique du fait de l'exclusion des variables explicatives reliées à l'économie domestique. La variable dépendante est la fonction logarithmique du PIB. L'analyse porte sur 42 pays sur une période allant de 1995 à 2013. Les statistiques *t* de Student sont reportées en valeur absolue. Les symboles \*, \*\* et \*\*\* indiquent le niveau de significativité des coefficients (respectivement à des échelles de confiance de 90%, 95% et 99%).

<b>Variable dépendante : log du PIB</b>				
Échantillon réparti selon le groupe de revenu				
Variables indépendantes	IDEV 1 (B)	IDEV 2 (B)	IDEV 3 (B)	IDEV 4 (B)
<b>DEF (T – 3)</b>	-0,064 (1,28)	-0,208 (1,04)	0,012 (0,72)	-0,077** (2,49)
<b>DEF (T – 2)</b>	0,028 (0,54)	-0,027 (1,17)	-0,021 (1,01)	-0,25 (0,66)
<b>DEF (T – 1)</b>	-0,012 (0,20)	-0,026 (1,12)	-0,000 (0,03)	-0,073 (1,14)
<b>DEFAULT</b>	0,005 (0,08)	-0,024 (0,96)	0,005 (0,29)	-0,003 (0,04)
<b>DEF (T+1)</b>	0,018 (0,30)	-0,040 (1,48)	0,020 (1,05)	0,033 (0,41)
<b>DEF (T+2)</b>	0,025 (0,35)	-0,040 (1,38)	-0,023 (1,25)	0,035 (0,43)
<b>DEF (T+3)</b>	0,017 (0,28)	-0,070** (2,37)	0,018 (1,05)	
<b>rest (T-1)</b>	0,087*** (4,37)	0,034*** (2,73)	0,054*** (4,95)	0,016 (0,33)
<b>rest</b>	0,478** (2,52)	0,010 (0,78)	0,040*** (3,65)	-0,019 (0,39)
<b>rest (T+1)</b>	0,0457** (2,44)	-0,000 (0,08)	0,033*** (2,96)	-0,057 (1,18)
<b>rest (T+2)</b>	0,034* (1,76)	0,003 (0,25)	0,026** (2,36)	-0,081 (1,66)
<b>rest (T+3)</b>	0,081*** (4,13)	0,018 (1,37)	0,056*** (5,21)	-0,035 (0,61)
<b>constante</b>	9,595*** (302,25)	10,39*** (671,30)	10,13*** (942,54)	11,07*** (946,01)
<b>Nb de pays</b>	<b>7</b>	<b>14</b>	<b>17</b>	<b>3</b>
<b>Nb d'obs</b>	<b>84</b>	<b>168</b>	<b>187</b>	<b>33</b>
<b>R<sup>2</sup></b>	<b>0,4342</b>	<b>0,3013</b>	<b>0,4704</b>	<b>0,7808</b>

La prépondérance de la significativité des épisodes de restructurations dans les pays à revenu faible et moyen se justifie par le fait que ces pays bénéficient d'un accès restreint aux marchés des capitaux. La majorité de leurs créances souveraines sont détenues par les créanciers officiels et se présentent sous la forme de prêts concessionnels. L'octroi de prêts concessionnels a pour effet de diminuer les remboursements du service de la dette, ce qui influe positivement sur l'activité économique domestique.

A ce sujet, Easterly (2002) et Arslanalp et Henry (2004) discutent de l'impact positif des restructurations de la dette souveraine de ces pays sur la croissance économique. Rappelons que ces auteurs constatent avec l'IPPTE une légère amélioration de plusieurs facteurs de croissance économique des pays à revenu faible tels que la consommation ou encore une appréciation du taux de change. Cette amélioration des perspectives économiques suite à un événement de crédit est principalement due à une application des conditions d'éligibilité préalables à l'obtention d'un allègement de dette souveraine (favorisant ainsi la mise en place d'une politique économique avisée et la réduction de la pauvreté)<sup>82</sup>.

En revanche, dans les pays à revenu élevé, ce sont les investissements privés qui influent sur les différents facteurs de production de l'économie. La dette souveraine est donc essentiellement détenue par les créanciers privés et transite sur les marchés des capitaux internationaux sous forme d'obligations souveraines. Ces pays jouissent, généralement d'une bonne réputation reflétée par un bon niveau de solvabilité et une notation souveraine encourageant l'affluence des investissements.

Notons que dans le cas des pays à revenu élevé en situation de défaut, l'enjeu de la réputation est très important et donne lieu à des sanctions plus sévères que dans le cas des autres groupes de pays en situation similaire. Ainsi, lorsque le défaut n'est pas anticipé par les investisseurs, l'effet de surprise cause une fuite systématique des créanciers, un impact négatif sur la réputation et une dégradation de la note souveraine. Cet impact négatif

---

<sup>82</sup> Les pays à revenu faible en situation de défaut souverain sont dans l'obligation de se soumettre à des réformes structurelles afin d'améliorer la croissance économique, afin de continuer à bénéficier des prêts concessionnels.

accentué par les sanctions punitives imposées par les marchés des capitaux aurait pour effet de contrebalancer l'impact positif d'une restructuration de dette souveraine.

## 5.5 Conclusion

L'objectif de ce chapitre était d'étudier l'impact des défauts et restructurations de dette souveraine sur le PIB. Contrairement aux études antérieures, il était essentiel de séparer le défaut et la restructuration de dette souveraine en deux événements de crédit et d'examiner leurs impacts distincts sur l'économie. Pour ce faire, nous avons observé un échantillon de 42 pays sur une période allant de 1995 à 2013.

Suite à notre analyse, il apparaît que l'impact des événements de crédit sur le PIB diffère. En termes de significativité, nos résultats démontrent ainsi la prédominance de l'impact de la restructuration de dette par rapport à celui exercé par le défaut souverain sur le PIB. L'impact positif résultant d'une restructuration de dette provient essentiellement de la baisse du service de la dette et de la mise en œuvre de politiques structurelles et institutionnelles exécutées afin de relancer les facteurs de production de l'économie nationale. Cet impact positif s'accroît significativement lorsque la restructuration de dette est appliquée de manière préventive. Il apparaît donc que le retardement d'un événement de crédit (défaut ou enclenchement du processus de restructuration) donne lieu à des coûts économiques plus importants (hausse de l'inflation, perception négative de la réputation, troubles politiques, etc.).

L'impact des événements de crédit diffère également selon les groupes de revenus. Ainsi, nous constatons qu'un épisode de restructuration de dette souveraine occasionne un impact positif sur le PIB des pays à revenu faible et moyen. Ce résultat se justifie principalement par le fait que ces pays sont financés par les créanciers officiels et bénéficient d'un accès restreint aux marchés des capitaux (contrairement aux pays à revenu élevé). Ainsi, le type de créancier (officiel ou privé) et le niveau d'accessibilité aux marchés des capitaux peuvent constituer des indicateurs de l'impact des événements de crédit sur le PIB des pays.

La principale limite de cet axe de notre recherche se manifeste à travers l'absence d'une variable de contrôle mesurant les chocs extérieurs ou spécifiques tels que les crises bancaires, les crises de change etc. Les avenues futures de recherche pourraient donc être approfondies avec l'inclusion des chocs économiques extérieurs au vu de l'évolution de la conjoncture des dernières années.

## Chapitre 6 : Impact des évènements de crédit sur le risque politique

### **6.1 Introduction**

La décision de constater le défaut de paiement d'une créance souveraine est avant tout une décision politique prise par le gouvernement au pouvoir. Ainsi, l'importance de l'impact des évènements de crédit sur les facteurs décisionnels politiques revêtent d'une pertinence majeure dans la littérature contemporaine (Brewer et Rivoli (1990), Cosset et Roy (1991), Lee (1993), Haque et al. (1998), McKenzie (2002)), Hatchondo, Martinez et Saprizza (2009), Hatchondo et Martinez (2010)).

Le risque politique se différencie fortement du défaut causé par des facteurs économiques ou financiers. Tomz et Wright (2007) établissent que, même si les épisodes de défaut coïncident avec une baisse de la productivité, il existe une faible connectivité entre les facteurs économiques et la prise de décision politique menant au défaut souverain. Amador (2003), Cuadra et Saprizza (2008) dégagent une relation négative entre le risque de défaut et la stabilité politique. En effet, ces derniers démontrent que plus le niveau de stabilité politique augmente, plus la probabilité du risque de défaut souverain baisse, et plus les taux d'intérêt des *spreads* de crédit diminuent.

Robock et Simmonds (1973) définissent la présence de risque politique dans un contexte d'investissement international lorsque des discontinuités difficilement contrôlables et découlant de facteurs politiques se manifestent dans un environnement des affaires. Agmon (1985) caractérise le risque politique comme découlant de changements politiques incontrôlés affectant le prix des facteurs de production, et des biens et services. Bilson, Brailsford et Hooper (2002) déterminent le défaut politique comme le risque découlant de potentielles actions gouvernementales et autres facteurs domestiques susceptibles d'affecter les rendements sur investissement. Hoti et McAleer (2004) définissent le risque politique comme étant la possibilité qu'un

gouvernement contrôle le taux de change domestique et les flux des capitaux, impose des taxes fiscales additionnelles, gèle les avoirs ou procède à des expropriations. Nous ajouterons qu'en perspective, seuls les facteurs politiques incontrôlables sont considérés comme étant porteurs du risque politique.

Au-delà du risque politique, la littérature récente met de plus en plus en évidence le concept de défaut politique. Hatchondo, Martinez et Saprizza (2009) définissent le défaut politique comme étant un défaut souverain déclenché suite à un changement du régime politique au pouvoir ou par une réorientation de la dynamique politique. Ainsi, contrairement au défaut lié aux facteurs économiques et financiers, le défaut politique se matérialise suite à l'introduction des facteurs politiques susceptibles d'altérer la promesse de recouvrement de la dette souveraine aux conditions initialement contractées. Parmi les principales causes politiques pouvant être à l'origine d'un évènement de crédit, nous retrouvons les élections, les tensions entre le pouvoir en place et le parlement, une recrudescence de l'instabilité politique, les conflits internes ou guerres, des coups d'État militaires, etc.

L'objectif principal de ce sixième chapitre consiste à déterminer l'impact distinct des évènements de crédit (défauts et restructurations de dette souveraine) sur le risque politique. Plus précisément, nous cherchons à tester l'impact des évènements de crédit sur 1) la durée du régime au pouvoir et 2) selon le type de régime au pouvoir. Plusieurs auteurs se sont déjà penchés sur la question en établissant un lien significatif entre l'occurrence d'un évènement de crédit et la durée d'un régime au pouvoir (entre autres, nous pouvons citer Manasse, Roubini et Schimmelpfennig (2003), Reinhart et al. (2003), Kohlscheen (2007), Hatchondo, Martinez et Saprizza (2009)). En somme, ces auteurs observent l'occurrence d'un évènement de crédit comme étant une cause d'instabilité politique entraînant la réduction de la durée au pouvoir d'un régime politique.

Pour ce faire, nous basons notre méthodologie sur les modèles de durée définissant le temps comme notre variable dépendante composée de la durée (mesure du facteur temps) et l'occurrence d'un défaut et/ou d'une restructuration de dette

souveraine (facteur de risque instantané). Les variables indépendantes seront déterminées par l'indice d'efficacité de la gouvernance, le type de régime au pouvoir, le niveau de l'épargne brute et l'indice de développement humain (IDH). Ainsi, les modèles de durée seront mis en évidence à travers des estimations non-paramétriques (Keiplan-Meier, Nelson-Aalen), paramétriques (exponentiel et Weibull) et semi-paramétrique (modèle de Cox). L'analyse portera sur les données fournies par 38 pays ayant expérimentés 329 épisodes de crédit sur une période allant de 1995 à 2012.

L'articulation de ce chapitre se déroule selon trois volets dont le premier expose une revue de la littérature complète traitant du sujet, tandis que le deuxième volet définit la méthodologie et les principales données employées, et enfin un troisième volet développe les résultats de notre recherche.

## **6.2 Études des impacts politiques des événements de crédit : une revue de littérature**

### **6.2.1 Liens de causalité entre événements de crédit et risque politique**

La littérature portant sur l'impact des événements de crédit sur le risque politique a connu une évolution à travers le temps. D'une part, nous constatons que certains auteurs établissent l'occurrence d'événements de crédit comme une cause directe d'instabilité politique. D'autre part, nous observons un renversement du lien de causalité par d'autres auteurs qui établissent l'occurrence d'événements de crédit comme une conséquence d'une instabilité politique causée par le type de régime politique au pouvoir ou des choix politiques. Dans cette revue de littérature, nous nous proposons d'étudier la pertinence de ces deux différents points de vue. Nos travaux de recherche tenteront par la suite de démontrer la significativité du premier point de vue à travers l'impact des événements de crédit sur le risque politique.

Ainsi, dans un premier temps, nous constatons que la littérature établissant l'occurrence d'évènement de crédit comme principale cause d'instabilité politique est plutôt restreinte. Cooper (1971) a été le premier à étudier l'impact des dévaluations de monnaie domestique sur le risque politique. Selon l'auteur, les dévaluations doublent (de 14 à 30 %) la probabilité de crise politique et de changement de gouvernement dans les 12 mois suivant l'évènement. Frankel (2005) affirme que, sur la période allant de 1971 à 2003, il évalue la probabilité de crise politique et de changement du chef exécutif du gouvernement à 45% dans les 12 mois suivants l'évènement. Sturzenegger et Zettelmeyer (2006) développent sur ce point en établissant qu'une crise de solvabilité est susceptible d'être à l'origine d'un changement de paramètres politiques à l'échelle domestique affectant négativement la volonté première du gouvernement au pouvoir d'effectuer des sacrifices permettant le remboursement des créances souveraines.

Borensztein et Panizza (2009) établissent un parallèle avec ces études et comparent les événements de dévaluation de monnaie aux événements de défauts souverains. Les auteurs établissent ainsi le même effet négatif entre le défaut souverain

et le risque politique. Ils observent également un changement de gouvernement sur 18 des 19 pays composant l'échantillon durant la période allant de 1980 à 2003. Ils constatent une baisse de 16% de l'électorat du gouvernement en place lors du défaut et sur 50% des cas un remplacement du chef de l'exécutif du pouvoir en place l'année suivant le défaut.

Dans un second temps, nous constatons que la majorité des auteurs ayant traité du sujet impliquent le type de régime politique en place ou les orientations politiques du régime au pouvoir comme principale cause d'occurrence des événements de crédit. Tout d'abord, Balkan (1992) souligne qu'un indice de démocratie élevé diminue la probabilité d'observer une restructuration de la dette souveraine par la suite. En approfondissant le sujet, Kohlscheen (2007) précise que, toutes choses étant égales par ailleurs, les régimes présidentiels ont cinq fois plus de chances d'entrer en défaut de paiement que les régimes parlementaires. Manasse, Roubini et Schimmelpfennig (2003) trouvent un résultat similaire en établissant une augmentation de la probabilité d'occurrence d'une crise de dette souveraine lors des élections présidentielles. Ainsi, nous notons un pic d'une situation d'instabilité politique 1) à l'approche de la tenue d'élections; 2) lors du changement du ministre des finances ou des gouverneurs de la Banque Centrale; 3) lors de la gouvernance d'un régime présidentiel au pouvoir. En outre, Reinhart *et al.* (2003) mettent en exergue l'importance de la gouvernance et de la qualité des institutions dans les crises de dette souveraine, d'où le terme de « *debt intolerance* » (exprimant l'idée que certains pays ont une tendance structurelle à recourir au défaut, indépendamment des autres facteurs économiques ou financiers).

Rijckeghem et Weder (2009) développent le point de vue des derniers auteurs en établissant que le remboursement d'une créance souveraine est lié à la volonté des pouvoirs publics en place. D'ailleurs, au vu des contraintes pouvant être occasionnées lors de l'enclenchement d'un processus de restructuration de dette, les débiteurs souverains ont de plus en plus tendance à vouloir repousser le moment de l'annonce du défaut, ou encore l'enclenchement d'un processus de restructuration par anticipation du défaut.

En ce sens, Borensztein et Panizza (2009) mettent l'accent sur le fait que les agents politiques s'orientent de plus en plus vers un retardement de l'annonce d'un défaut souverain ce qui a tendance à aggraver les impacts négatifs post-restructuration de dette. Sur ce point, les auteurs estiment que trois types de risque sont courus lorsqu'on retarde le processus de restructuration, à savoir : 1) les politiques budgétaires restrictives inefficaces afin d'éviter un défaut souverain, 2) un risque de prolongation de la période d'incertitude et la hausse des taux d'intérêts, ce qui occasionne un effet négatif sur le bilan des banques et sur l'investissement en général; 3) des conséquences néfastes et directes sur le secteur financier domestique.

Hatchondo et Martinez (2009) développent en établissant que les pouvoirs publics en place ont tendance à éviter ou retarder l'enclenchement d'un évènement de crédit particulièrement à l'approche des élections. De plus, les probabilités de perdre les élections s'accroissent significativement lorsque la créance souveraine est partiellement détenue par des créanciers locaux.

Les conséquences des retardements de l'occurrence des évènements de crédit se traduisent souvent par : une aggravation de la non-soutenabilité de la dette souveraine, une accentuation du risque d'exclusion du marché des capitaux, ainsi qu'une baisse des investissements due à une recrudescence du risque pays.

Ainsi, la littérature distingue deux types de gouvernements au pouvoir :

- Un gouvernement «*patient*» qui privilégie le remboursement de la créance souveraine et la satisfaction des créanciers; et
- Un gouvernement «*impatient*» qui choisit de privilégier les intérêts du débiteur souverain et serait en faveur du retardement ou de la répudiation de la dette souveraine.

L'une des principales alternatives au défaut souverain pour un gouvernement se résume à une augmentation de l'assiette fiscale à travers une augmentation des taxes. Cette politique fiscale ayant pour but de favoriser le recouvrement des intérêts et le remboursement de la créance souveraine (Dixit et Longregan, 2000). Cependant, un

gouvernement « impatient » aurait plutôt tendance à éviter de favoriser cette solution afin de maximiser ses chances de réélection en prenant en compte le pouvoir politique des débiteurs nationaux et autres contribuables.

Dans un même contexte, Hatchondo, Martinez et Saprizza (2009) établissent l'instabilité politique comme étant une cause directe du défaut politique plus particulièrement lorsqu'un gouvernement « impatient » remplace un gouvernement « patient » au sommet de l'État souverain. En parallèle, Cole et *al.* (2005) et Alfaro et Kanczuk (2005) affirment que même en situation d'instabilité politique, un gouvernement « patient » au pouvoir est à l'origine d'un défaut politique seulement lorsqu'il rencontre des conditions économiques difficiles menant au surendettement souverain.

En lien avec la situation économique du pays, Londregan et Poole (1990) et Azam, Berthelemy et Calipel (1996) notent le fait qu'une mauvaise distribution de la richesse nationale peut entraîner un accroissement de la pauvreté, entraînant ainsi des troubles sociaux et un accroissement de l'instabilité politique. Drazen (2000) contribue en ce sens en mettant l'accent sur trois axes d'instabilité politique à avoir : les inégalités sociales (mesurées par les grèves, émeutes ou la présence de violence politique), la fréquence des changements de gouvernements et les risques d'expropriation. Enfin, Arcand, Guillaumont et *al.* (2000) ajoutent qu'une situation d'instabilité a tendance à créer une pression sur les finances publiques essentiellement destinées à récompenser les soutiens politiques, lobbies et à apaiser les camps politiques d'opposition.

En lien avec la littérature, nous citons l'exemple de l'Argentine ou plus récemment dans l'actualité celui de la Grèce. Sur la base de l'indice composite de risque politique publié par l'ICRG (International Country Risk Guide), Hotchondo et *al.* (2009) étudient le cas du défaut de l'Argentine en 2001 et l'identifie comme étant un défaut politique du fait d'un changement d'un gouvernement « patient » à un gouvernement « impatient ». La principale cause de la crise trouve ses origines dans les années 1990, lorsque les autorités politiques argentines décidèrent d'utiliser le système du *currency board* (ou caisse d'émission) en liant le *nouveau peso* au dollar américain, avec pour but

de stabiliser l'inflation galopante apparue suite à la deuxième guerre mondiale. Ce système permit d'assurer la croissance économique du pays de prime abord, avant de le plonger dans une récession causée par les fluctuations du taux de change qui suivent la crise asiatique. Durant la campagne de 1999, les deux candidats en lice, Eduardo Duhalde et Fernando De la Rúa campent sur des positions opposées concernant la déclaration d'un moratoire sur la dette souveraine étrangère. Tandis que M. Duhalde, opposant péroniste, prônait pour une augmentation des dépenses publiques et le défaut sur la dette étrangère du pays, son adversaire politique, M. De la Rúa, favorisait le maintien des engagements souverains financiers et la reconduction des politiques économiques.

Les élections furent en faveur de M. De la Rúa représentant un gouvernement « patient » de 1999 à 2001. Mais face à une persistance de la crise de solvabilité du pays et un ébranlement de la base électorale, le gouvernement « patient » fut rapidement remplacé au pouvoir par un gouvernement « impatient » dirigé par Eduardo Duhalde qui déclara immédiatement le défaut souverain pour cause d'insolvabilité.

En Grèce, la crise de la dette souveraine est la conséquence d'une longue série de difficultés structurelles notamment liées à un surendettement souverain (atteignant environ 120% du PIB en 2010), une fragilisation de l'assiette fiscale à travers l'évasion et la fraude fiscale, et un déficit budgétaire dépassant 13% du PIB en 2010. Suite à une accentuation de ces facteurs domestiques avec la crise de la dette de la zone euro vers 2009, le gouvernement grec requiert l'aide du FMI et de l'Union Européenne qui accepte, initialement en 2010, de déboursier 110 milliards d'euros sur trois années. Les principaux outils d'allègement de dette souveraine (allongement des maturités, baisse des taux d'intérêt, report de paiement des intérêts) furent utilisés afin de réduire le surendettement du pays. L'assistance financière du pays par la Troïka (FMI, UE et Banque Centrale Européenne) fut cependant conditionnelle au respect de mesures d'austérité supportées par un gouvernement « patient ». Ces conditionnalités comprennent d'importantes coupures budgétaires sur les dépenses publiques et sociales (avec un gel des salaires des fonctionnaires, un rallongement de la durée des

cotisations retraites, une baisse de 40% du budget des hôpitaux etc.) et une augmentation de la taxation (hausse de la TVA à 23%) avec pour but un renflouement des recettes fiscales.

Suite à l'application de ces mesures d'austérité difficilement expérimentées par le peuple grec, on a observé un balancement du vote électoral d'un parti de droite «patient» à un parti de gauche défini à l'origine comme étant «impatient». En effet, janvier 2015 marque l'arrivée au pouvoir du gouvernement majoritairement dirigé par Alexis Tsipras à la tête de la gauche radicale Syriza. Initialement à l'arrivée au pouvoir, le programme de Syriza était très hostile aux réformes suggérées par les autorités européennes et planifiait de réorienter les axes du nouveau plan de restructuration face aux créanciers. Cependant, au terme d'un semestre de négociations durant lequel une possible sortie de la Grèce de la zone Euro est envisagée (d'où le terme de *Grexit*), le gouvernement de Tsipras organise un référendum le 05 juillet 2015 portant sur l'acceptation ou le refus du plan proposé par les créanciers. Et malgré la victoire du « non », un plan semblablement en faveur des créanciers fut adopté par le gouvernement et le parlement grec, quelques jours après le référendum. Cet évènement marque la réorientation d'un pouvoir politique « impatient » à « patient ».

En somme, l'issue de la dette grecque résulte essentiellement d'un choix politique.

### 6.2.2 Risque politique et accessibilité aux marchés des capitaux

De nos jours, les investisseurs prennent en compte aussi bien le risque souverain (correspondant à l'exposition au risque de crédit vis-à-vis d'un État souverain) que le risque politique lié à l'État pouvant entraîner une expropriation.

En prélude à l'investissement, les préoccupations majeures en termes de risque politique tenus en compte par les investisseurs étrangers sont les suivantes (Eng et al., 1998) :

- la stabilité de l'économie domestique et l'absence d'inflation;

- l'équité de traitement du gouvernement hôte envers les investisseurs étrangers comparés aux locaux;
- la flexibilité d'adoption d'un changement arbitraire de réglementation gouvernementale;
- la liberté de transfert des profits vers l'étranger;
- la facilité de liquider un investissement, ou de retirer la totalité des fonds investis dans le pays hôte;
- la volonté politique et l'habileté d'établir des réformes structurelles.

En ce sens, Fuentes et Saravia (2009) soutiennent que l'annonce d'un défaut peut significativement augmenter l'instabilité politique ou institutionnelle, ou le risque commercial (risque d'expropriation). Ainsi, la réduction des flux d'investissement entrant sont des conséquences plus directement reliées à ces derniers risques en comparaison à l'évènement de crédit en tant que tel. Les auteurs soutiennent par ailleurs qu'en cas d'instabilité politique, ou de risque élevé d'expropriation (risque commercial), ils observent une réduction importante des flux d'investissement. Plus précisément, une baisse des IDE peut être significative si le défaut est lié à l'éventualité d'une expropriation future ou à une baisse générale des investissements à destination du pays débiteur.

En parallèle, suite à un défaut politique, Hotchondo *et al.* (2009) associent les difficultés liées à la ré-accession aux marchés des capitaux à un changement de régime politique précédent l'évènement du défaut. En ce sens, Gelos *et al.* (2004) confirment la fuite des capitaux et les restrictions d'accès au marché suite à un défaut politique. Hotchondo *et al.* (2009) développent en démontrant que les investisseurs acceptent de réinvestir suite à un défaut politique seulement sous des conditionnalités strictes.

Enfin, nous soulignons que l'introduction de variables politiques dans l'évaluation de la notation souveraine revêt une grande importance (Haque *et al.*, 1998). L'intégration des facteurs politiques à la notation permet de mesurer le niveau de stabilité, l'efficacité et la transparence des institutions politiques et d'anticiper l'orientation des politiques économiques à adopter par le gouvernement en place.

Parmi les déterminants politiques de la notation, nous citerons l'organisation de l'État, la vie politique intérieure, la stabilité du régime en place ou encore la politique extérieure.

### 6.2.3 Tableau synoptique de la revue de littérature

Le tableau 6.1 suivant résume l'essentiel de la revue de littérature portant sur les principales conséquences découlant des événements de crédit sur le risque politique.

**Tableau 6.1 : Revue de littérature portant sur l'impact des événements de crédit sur le risque politique**

AUTEURS	RÉSULTATS
<b>Robock et Simmonds (1973), Agmon (1985), Bilson, Brailsford et Hooper (2002)</b>	Le risque politique découle de facteurs politiques incontrôlés impactant sur les facteurs de production, l'investissement, la stabilité de la devise domestique, l'inflation ou encore une déviation de l'électorat.
<b>Sturzenegger et Zettelmeyer (2006)</b>	Une crise de solvabilité peut découler d'un changement de paramètres politiques à l'échelle domestique affectant négativement la volonté première du gouvernement au pouvoir d'effectuer les remboursements des créances souveraines à l'échéance.
<b>Kohlscheen (2007), Manasse, Roubini et Schimmelpfennig (2003), Borensztein et Panizza (2009)</b>	Suite au défaut, les auteurs constatent une baisse de 16% de l'électorat du gouvernement en place lors du défaut et sur 50% des cas un remplacement du chef de l'exécutif du pouvoir en place l'année suivant le défaut.
<b>Hatchondo, Martinez et Sapriza (2009)</b>	Les auteurs distinguent deux types de gouvernements au pouvoir : Un gouvernement « patient » qui privilégie le remboursement de la créance souveraine et la satisfaction des créanciers; et Un gouvernement « impatient » qui choisit de privilégier les intérêts du débiteur souverain et serait en faveur du retardement ou de la répudiation de la dette souveraine.
<b>Hotchondo et al. (2009), Block et Vaaler (2004)</b>	Les niveaux d'endettement et écarts des taux d'intérêt baissent plus significativement lorsque les investisseurs constatent l'arrivée au pouvoir d'un gouvernement « impatient ». En outre, une recrudescence de l'instabilité politique impacte négativement la notation souveraine.
<b>Fuentes et Saravia (2009), Gelos et al. (2004)</b>	Face au risque politique accentuant les probabilités d'expropriation, on observe une réduction des flux d'investissement et une restriction de l'accès aux marchés des capitaux.
<b>Borensztein et Panizza (2009), Hatchondo et Martinez (2009)</b>	Le retardement politique de l'annonce du défaut ou de l'enclenchement du processus de restructuration occasionne des impacts négatifs sur les politiques budgétaires, une hausse des taux d'intérêts et une fragilisation du secteur financier domestique.

### 6.3 Méthodologie et données

L'objectif de cette section consiste à étudier l'impact des défauts et restructurations de dette souveraine sur le risque politique.

Il existe plusieurs mesures d'évaluation du risque politique, incluant : les techniques actuarielles, les statistiques ou encore les probabilités. De manière synthétique, les approches méthodologiques permettant la détermination du risque politique se résument à trois canaux qui sont : les approches subjectives, les approches objectives et les indices de notation du risque politique.

Les approches subjectives reposent essentiellement sur le discernement humain, l'intuition, l'expérience afin d'évaluer ou de prédire l'évolution l'environnement politique. Les méthodes subjectives sont réalisées à travers des enquêtes et évaluations de spécialistes ou consultants. Par exemple, les techniques Delphi consistent à sélectionner auprès des experts les variables susceptibles d'impacter sur la politique d'un pays : la taille et composition des forces armées, les retards expérimentés par les investisseurs, les kidnappings politiques etc.

Par contre les approches objectives se basent sur l'économétrie et le calcul des probabilités. Dans ce cadre, l'analyse multivariée est souvent employée afin de 1) mesurer la tendance politique souveraine sur la base des données courantes et historiques; ou 2) estimer les facteurs déterminants affectant la tendance politique souveraine. Plusieurs auteurs ont tenté de définir les interactions existantes entre l'instabilité politique et la conjoncture économique à l'échelle nationale à travers l'approche quantitative. Hibbs (1973) figure parmi les premiers auteurs ayant utilisé la méthode des composantes principales afin de créer un indice composite mesurant l'instabilité politique. Cette méthodologie a permis de mettre en exergue l'impact négatif de l'instabilité politique sur l'épargne (Venerie et Gupta, 1986) sur l'investissement (Ben Habib et Spiegel, 1992) et sur la dette publique (Osler et Tabellini, 1992). Sur la même lancée, Azam, Berthelemy et Calipel (1996) ont tenté d'analyser les facteurs déterminants l'instabilité politique et son impact sur la

croissance économique. L'approche quantitative employée fut le modèle *Probit*. Les auteurs confirment par cette étude l'impact négatif de l'instabilité politique sur la croissance économique et sur l'investissement. Gymah-Brempong (1995) et Dessus, Lafay et Morisson (1997) emploient à leurs tours des analyses en données panel confirmant les résultats précédents sur un échantillon de pays africains. Les études de ces auteurs démontrent l'importance des facteurs socio-politiques sur l'établissement des politiques économiques nécessaires à la stabilisation domestique. Ainsi, il apparaît que la majorité des auteurs utilisent des données panel 1) des modèles de régression linéaire ou log-linéaire ou 2) des modèles *Logit*, *Probit* ou discriminantes et 3) les modèles de durée afin d'estimer le risque politique.

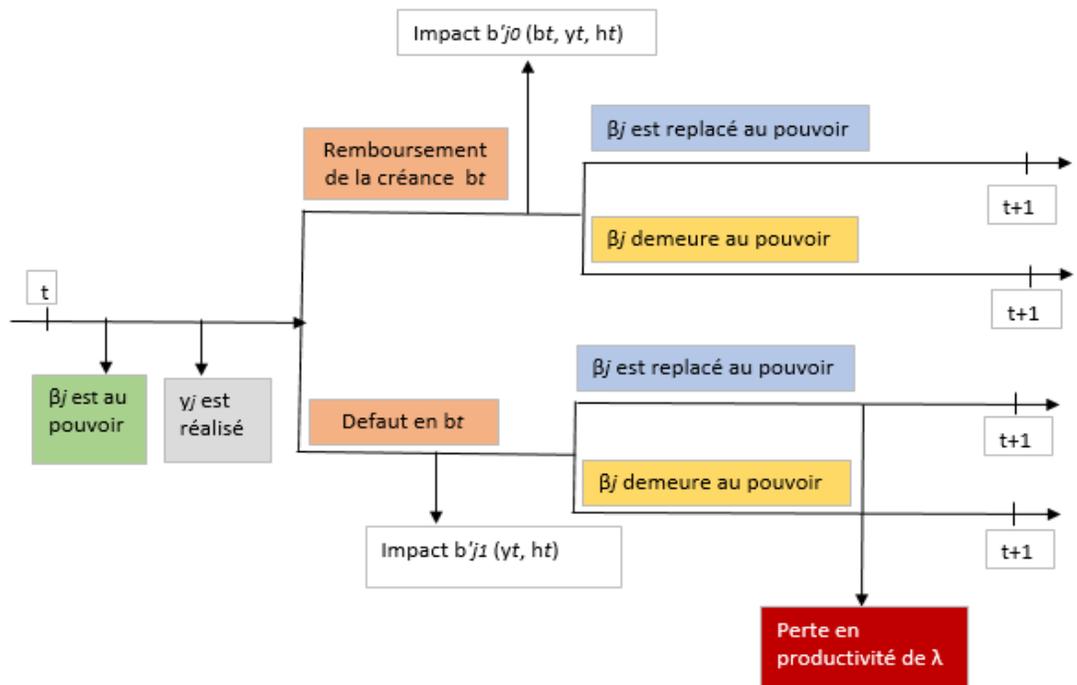
Cependant, de nombreuses critiques reliées à l'utilisation de données quantitatives subsistent considérant la nature subjective du risque politique. D'ailleurs, les analystes préfèrent souvent approfondir l'analyse de leurs résultats en intégrant les opinions des spécialistes ou publications officielles portant sur les tendances politiques.

Enfin, la troisième approche méthodologique consiste à s'appuyer sur les indices de notation du risque politique. Les principales agences spécialisées dans la production de ces notations sont : *Business Environment Risk Intelligence (BERI)*, *Political Risk Services (PRS)*, *l'International Country Risk Guide (ICRG)* ou encore les indices de gouvernance de *Kauffman et Kraay* (Banque Mondiale). D'ailleurs, les indices de gouvernance de la Banque Mondiale (Kaufmann *et al.* 1999) sont fréquemment employés dans la littérature contemporaine et nous renseignent sur l'environnement sociopolitique des pays souverains. Parmi les six indices nous distinguons : la liberté d'expression et responsabilité, la stabilité politique et l'absence de violence, la crédibilité de l'Etat, la qualité de la réglementation, l'Etat de droit, la corruption.

### 6.3.1 Définition et spécificités du modèle de durée

L'approche méthodologique de notre recherche se base sur le modèle de durée (également appelé l'analyse de survie). Par l'application de ce modèle, nous adoptons le raisonnement méthodologique d'auteurs tels que Eaton et Gersovitz (1981), Alfaro et Kanczuk (2005) et Aguiar et Gopinath (2006) afin de déterminer la probabilité de survie du régime politique en place, suite à un évènement de crédit. Notre raisonnement est exposé sur la figure 6.1 suivante.

**Figure 6.1: Evolution du régime politique au pouvoir suite à un évènement de crédit**



Nous identifions  $\beta_j$  comme un régime politique et  $y_j$  identifie un évènement de crédit. On suppose que le pouvoir en place  $\beta_j$  est confronté à une impasse engageant la gestion financière de sa dette souveraine à l'instant  $t$  (situation d'insolvabilité, d'illiquidité, crise financière, effet de contagion etc.). A la réalisation de ce constat ( $y_t$ ), le pouvoir politique en place est exposé à deux options : 1) le remboursement de sa dette suite à une renégociation des termes ou 2) l'annonce du défaut de paiement.

Chacun des choix entraîne des conséquences politiques suivantes : a) le remplacement du gouvernement ou b) le maintien du pouvoir politique en place.

Selon LeBras (2000), l'école anglaise d'arithmétique politique s'intéressait déjà au 17<sup>ème</sup> siècle à l'analyse formalisée des données de durée (notamment à travers les travaux de John Graunt (1620-1674) et William Petty (1623-1687) dont les analyses portaient sur la mortalité en Angleterre). Les notions d'espérance de vie et d'espérance de vie résiduelle furent introduites dès l'époque. Par la suite, la modélisation des modèles de durée furent révisée par plusieurs auteurs dont Benjamin Gompertz (en 1825), William Makeham (en 1860), William Weibull (en 1951 avec la proposition d'une nouvelle forme de fonction de hasard et l'introduction des données tronquées ou censurées), Kaplan et Meier (en 1958) et Cox (en 1972 avec la prise en compte du « hasard proportionnel »).

Plus spécifiquement, le **modèle de durée** ou l'**analyse de survie** (respectivement appelés « *duration model* » et « *survival analysis* » en anglais) implique la modélisation du facteur temps  $T$  (variable aléatoire continue positive représentant l'échéance de la durée observée ou de l'étude) en fonction de la probabilité d'occurrence d'évènements aléatoires récurrents. Ces derniers sont identifiés sur notre recherche à chaque évènement de défaut ou restructuration de dette souveraine et correspondent au **risque instantané** (ou **risque de défaillance**). Ainsi, nous considérons la survenue d'un évènement de crédit comme étant l'instant d'occurrence d'un évènement aléatoire ayant un impact sur la durée de survie d'un sujet. Le risque instantané est mesuré par le **taux de hasard** (ou taux de défaillance) et est modélisé par une fonction continue appelé **fonction de hasard**. Cette fonction mesure la probabilité d'occurrence d'un évènement aléatoire avant l'instant  $t$  (sachant que  $t$  représente un instant donné dans le temps, la variable  $T$  correspond à la durée maximale observée à l'échéance). Elle permet également d'analyser la fréquence d'occurrence des évènements aléatoires récurrents dans le temps (à travers l'estimateur de Nelson-Aalen du taux de hasard cumulé). Les sujets sont ainsi retracés sur une durée d'observation correspondant à la période de soumission au

risque instantané d'encourir un défaut de paiement ou une restructuration de dette souveraine.

A l'opposé, la **fonction de survie** est égale à la probabilité de survie jusqu'à la survenue d'un évènement aléatoire (correspondant au risque instantané) à l'instant  $t$  (sachant que  $t$  représente un instant donné dans le temps, la variable  $T$  correspond à la durée maximale observée à l'échéance). A travers la fonction de survie, on cherche ainsi à estimer la distribution des temps de survie, comparant ainsi les fonctions de survie de plusieurs groupes. Cette analyse permet en outre de mesurer l'impact des variables explicatives sur les fonctions de survie.

Nous nous intéressons particulièrement à 1) la durée de survie du sujet durant la période d'observation, 2) l'évaluation du risque instantané mesurée par la fonction de hasard et 3) une mesure de l'impact de la fréquence des évènements aléatoires sur la durée de survie.

L'usage d'un modèle de durée s'accorde parfaitement à notre problématique et aura pour principal objectif d'évaluer la durée de survie d'un régime politique au pouvoir suite à un évènement de crédit. Dans le modèle de durée, la variable dépendante est une combinaison du facteur temps en fonction de l'évènement représentant un facteur de risque instantané. En appliquant ce modèle, notre variable dépendante sera ainsi composé de 1) la durée du régime politique au pouvoir et 2) la survenue d'un évènement de crédit (défaut souverain ou restructuration de dette souveraine).

Quelques définitions sont couramment utilisées dans l'application du modèle de durée (se référer à la figure 6.2 pour illustration) :

- Le facteur temps étant un élément de mesure significatif du modèle de durée, il est établi que l'**échelle de temps** se déroule par convention de gauche à droite.

- La **date d'origine** correspond à la date d'entrée dans l'étude. Par défaut, elle correspond à l'année 1995 dans notre étude.
- La **date de point** est la date au-delà de laquelle l'étude arrive à échéance et où les informations ultérieures à cette date ne seront plus pertinentes à l'étude (à savoir l'échéance fixée à l'année 2012 sur la période d'observation de notre analyse).
- La durée de vie est dite **censurée à droite** (sur l'échelle de temps) si le risque instantané identifié n'est pas encouru par le sujet en date de sa dernière observation<sup>83</sup>. Les données censurées à droite ne seront donc pas considérées dans le cadre de notre analyse.
- On observe une **censure à gauche** (sur l'échelle de temps) lorsque le risque instantané est encouru antérieurement à la date d'origine. Dans notre recherche, il apparaît si les régimes politiques au pouvoir ont expérimentés un ou plusieurs événements de crédit antérieurement à l'année 1995. Etant donné l'importance de l'historique de crédit et son impact significatif sur l'évolution du pouvoir politique en place, nous tiendrons en compte les données censurées à droite durant notre étude. Par exemple, si le pouvoir politique à la tête d'un pays  $\alpha$  enregistre sa treizième année au moment de la date d'origine (en 1995), nous tiendrons compte de l'historique.
- La **troncature** diffère de la censure dans le sens où elle concerne essentiellement le traitement des données de l'échantillon dans

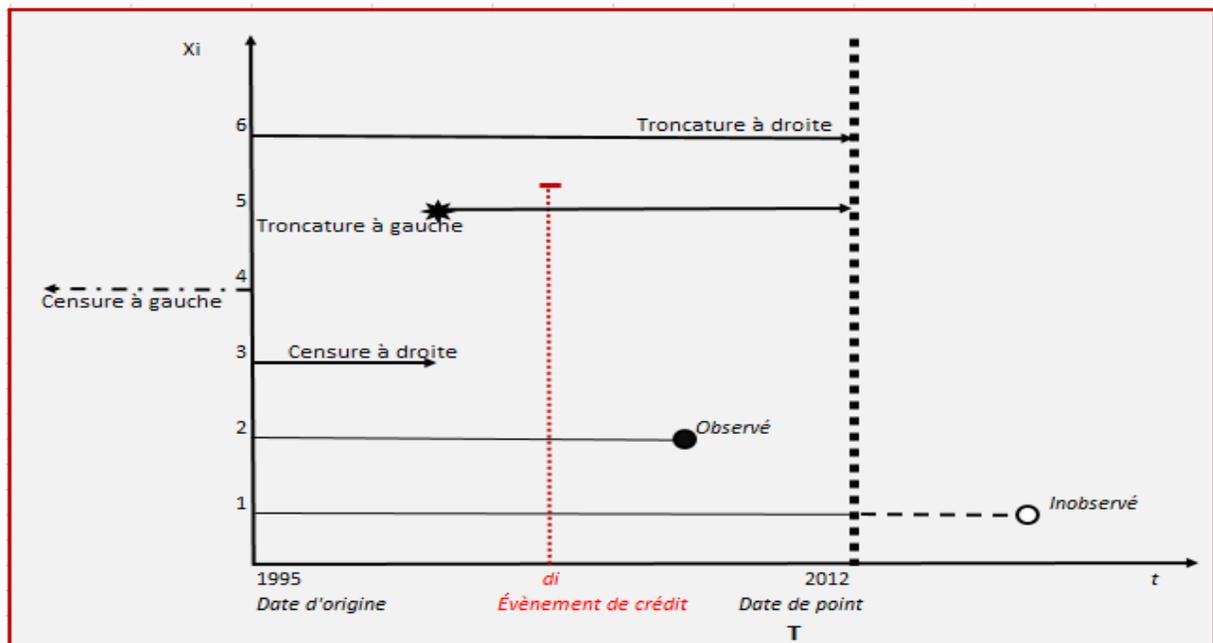
---

<sup>83</sup> On distingue trois types de censures à droite. La **censure de type I** teste la durée de vie de  $n$  sujets identiques (par exemple les pouvoirs politiques au pouvoir) sur un intervalle d'observation fixé  $[0 ; t_{\mu}]$ . La **censure de type II** observe les durées de vie de  $n$  pouvoirs politiques jusqu'à ce que  $k$  d'entre eux ne soient plus au pouvoir ou ne sont plus observables. Enfin, la **censure de type III** (ou censure aléatoire de type I) permet de prendre en compte les durées complètes (évolution du pouvoir politique sur toute la durée de l'étude) et incomplètes du sujet (prise en compte des données manquantes affectant l'évolution du pouvoir politique en place durant la durée de l'étude).

l'intervalle de temps défini dans l'étude. Ainsi, des données tronquées à l'intérieur d'un échantillon ne sont pas observables (puisque manquantes) et causent un problème d'échantillonnage puisque l'analyse porte principalement un sous-échantillon observable. Le biais de sélection est donc un cas particulier de troncature.

- Les observations seront **tronquées à gauche** (sur l'échelle de temps) lorsqu'un sujet entre dans la période du champ d'observation au cours de l'intervalle de temps considéré. Par exemple, en cas de changement de pouvoir politique à la tête d'un Etat suite à la tenue d'élections durant la période d'observation.
- A contrario, les données seront **tronquées à droite** (sur l'échelle de temps) et non pertinentes à l'analyse de notre échantillon lorsqu'au moins un évènement de crédit n'a pas encore été expérimenté par le sujet sur toute la période observée.

**Figure 6.2 : Répartition des données du modèle de durée sur l'échelle temporelle**



Source : Auteur

Planchet (2014) relève trois principales particularités dans le traitement des données de durée. Premièrement, il est important de noter que ces données sont générées par des variables aléatoires positives évoluant dans l'intervalle  $[0, +\infty[$ . Ainsi, la variable  $T$  symbolise une variable aléatoire continue positive mesurant la durée passée à un stade spécifique de l'étude (i.e durée d'un mandat présidentiel, durée des élections, durée d'un coup d'état ou d'une période de transition politique du pouvoir en place etc.). Deuxièmement, les variables aléatoires récurrentes étudiées (i.e les différents évènements de crédit) ne sont pas représentées à travers la fonction de répartition, mais plutôt à travers les fonctions de survie et de hasard. Enfin, troisièmement, cette méthodologie prend en compte le traitement des données manquantes (tronquées ou censurées).

Le modèle de durée a la particularité de pouvoir s'interpréter facilement puisqu'il résulte d'un processus stochastique sous-jacent, c'est-à-dire d'un cheminement aléatoire prenant en compte les différents états du sujet observé dans le temps. Ce processus prend ainsi compte des différentes dates de changement de stade de l'évènement observée (élections, annonce d'un défaut souverain, démarrage d'un processus de restructuration de dette souveraine, etc.). La durée d'un état se définit ainsi comme étant l'écart entre la date de début et date de fin d'un état. La composition des modèles statistiques de durée peuvent se scinder en trois branches :

- *les modèles non-paramétriques (Kaplan-Meier et Nelson-Aalen),*
- *les modèles paramétriques (exponentiel et Weibull),*
- *le modèle semi-paramétrique (Cox).*

L'ensemble de ces modèles seront appliqués à notre recherche.

A noter que les résultats obtenus à travers les estimations non-paramétriques (*Kaplan-Meier et Nelson-Aalen*) seront présentés sous forme graphique. Nous relevons également que l'emploi de variables explicatives ne sera intégré que lors de la modélisation des estimations paramétriques (*exponentiel, Weibull*) et semi-paramétrique (Cox).

### 6.3.2 Détermination des outils probabilistes

La fonction de survie est le complément à un de la fonction de répartition **F** et **S(t)** représente la probabilité que la durée soit supérieure à  $t$ , soit :

$$\mathbf{S(t) = 1 - F(t) = P(T > t)}$$

où  $t$  représente un instant donné dans le temps, la variable **T** correspond à la durée maximale observée à l'échéance. Tel que précédemment spécifié, le terme de durée de survie désigne la probabilité de survie du pouvoir politique élu à la tête de l'Etat jusqu'à la survenue d'un évènement particulier à l'instant  $t$  (*i.e* un évènement de crédit) durant la période d'observation. La fonction de répartition **F(t)** désigne la probabilité de défaillance ou le risque instantané à un instant  $t$ .

La fonction de survie est donc une fonction décroissante telle que  $S(0)=1$  si nous supposons que  $P(T=0) = 0$ .

La fonction de hasard<sup>84</sup>  $h(t)$  (déterminé en fonction du taux de hasard, également appelé taux de défaillance) et se définit par :

$$\mathbf{h(t) = \frac{f(t)}{S(t)} = \frac{S'(t)}{S(t)} = - \frac{d}{dt} \ln S(t)}$$

Ainsi, la résultante de la fonction de hasard selon la loi de  $T$  est déterminée par la relation suivante :

$$\mathbf{S(t) = \exp - \int_0^t h(s) ds}$$

La fonction croissante de hasard cumulée est noté  $\mathbf{H(t) = \int_0^t h(s) ds}$ .

### 6.3.3 Les modèles non-paramétriques

Les modèles non paramétriques incluent des statistiques descriptives et déductives. Ainsi, leurs analyses s'appuient sur les paramètres statistiques tels que la

---

<sup>84</sup> Anglicisme désignant, en français, une « fonction de risque »

moyenne ou la variance. Les résultantes des estimateurs sont présentées sous forme de graphiques et leurs courbes de survie suivent la tendance des données empiriques.

Notre recherche distingue deux types d'estimateurs non paramétriques, à savoir l'estimateur de Kaplan-Meier de la fonction de survie et l'estimateur de Nelson-Aalen du taux de hasard (ou taux de défaillance) cumulé.

Antérieurement à la présentation des spécificités des différents modèles non paramétriques, nous allons tout d'abord définir les variables composant leur formulation.

Soit  $S(t)$ , la probabilité qu'un régime politique se maintienne au pouvoir durant une durée supérieure à  $t$ . Pour un échantillon de taille  $N$ , les durées observées jusqu'à chaque évènement de crédit sont :  $t_1 \leq t_2 \leq t_3 \leq \dots \leq t_N$ . Nous définissons  $n_i$  par le nombre de régime politique « à risque » présent dans notre échantillon juste avant le temps  $t_i$  et  $d_i$ , le nombre d'évènements de crédit au temps  $t_i$ . Ainsi, la fonction de hasard mesurant le nombre d'évènements de crédit survenus en fonction du nombre de régime politique « à risque » sera déterminée de la manière suivante :

$$h(t_i) = \frac{d_i}{n_i}$$

### 6.3.3.1 L'estimateur de Kaplan-Meier de la fonction de survie.

L'estimateur Kaplan-Meier<sup>85</sup> est convergent, asymptotiquement gaussien et est également un estimateur du maximum de vraisemblance<sup>86</sup>. D'après Planchet (2014) qui cite Dreesbeke *et al.* (1989), il constitue l'estimateur le plus cohérent à la fonction de survie. Nous développons ce point en mettant en valeur la prise en compte par l'estimateur des données censurées par la droite (ou troncature à droite désignant une perte des données avant l'observation d'un évènement). En l'absence de données

---

<sup>85</sup> Également appelé estimateur *produit-limite de la fonction de survie*.

<sup>86</sup> Un estimateur est convergent lorsque sa variance tend vers 0. Dans le cas de l'estimateur Kaplan-Meier, il converge asymptotiquement vers la loi de Gauss. Cet estimateur permet également de déterminer le maximum du logarithme de vraisemblance.

censurées ou tronquées, la courbe de Kaplan-Meier est équivalente à la fonction de survie.

La fonction de survie de l'estimateur de Kaplan-Meier se présente comme suit :

$$S(t) = \prod_{t_i < t} \frac{n_i - d_i}{n_i}$$

avec  $n_i$  représentant le nombre de régime politique « à risque » présent dans notre échantillon et  $d_i$ , le nombre d'évènements de crédit au temps  $t_i$ .

La représentation graphique de la courbe de Kaplan-Meier est représentée par une série de marches horizontales à échelle décroissante permettant d'estimer la fonction de survie réelle des individus présents sur l'échantillon.

#### 6.3.3.2 L'estimateur de Nelson-Aalen du taux de hasard cumulé

L'estimateur de Nelson-Aalen fut proposé par Nelson (1972) et estime le taux de hasard cumulé dans le temps.

Il est calculé en faisant la sommation de la fonction de hasard dans le temps :

$$F(t_i) = \sum_{t_i \leq t} \frac{d_i}{n_i}$$

avec  $n_i$  correspondant au nombre de régime politique « à risque » juste et  $d_i$ , le nombre d'évènements de crédit au temps  $t_i$ .

#### 6.3.4 Les modèles paramétriques

La distribution de base des modèles paramétriques de durée est une distribution exponentielle. Parmi ces modèles, nous distinguons le modèle exponentiel, le modèle de Weibull et le modèle de Gompertz-Makeham. Bien que de forme et nomenclature différentes, il est empiriquement reconnu que ces trois modèles donnent sensiblement les mêmes résultats. Le modèle de Gompertz-Makeham étant un modèle de référence relié aux tables de mortalité et autres facteurs démographiques, nous privilégierons les modèles paramétriques plus généralistes (à savoir exponentiel et de Weibull). A noter

que, contrairement aux modèles non-paramétriques, les modèles paramétriques et semi-paramétrique (Cox) permettent l'intégration de variables exogènes. Plus spécifiquement, les modèles paramétriques permettent d'allier l'occurrence d'évènements de risque instantané à des variables explicatives et à une distribution de probabilité. Ces dernières permettront de préciser notre analyse de l'impact des évènements de crédit sur la durée de survie des régimes politiques au pouvoir. Enfin, ces modèles permettent la modélisation des durées de survie en prenant en compte les données censurées et tronquées.

#### 6.3.4.1 Le modèle paramétrique exponentiel

Soit  $\lambda(t, X_1, X_2, \dots, X_p)$  le paramètre d'échelle indiquant le risque instantané de survenue de l'événement. Il représente ainsi la probabilité d'apparition de l'événement dans un intervalle de temps  $[t, t+D_t]$  sachant que l'événement ne se réalise pas avant l'instant  $t$ . Soit  $\alpha$  le paramètre de forme indiquant le *type* de risque instantané ou de défaillance, correspondant sur notre étude à l'occurrence d'un évènement de crédit (défaut ou restructuration de dette souveraine).

La spécificité du modèle exponentiel se base sur le fait que les conditionnalités des fonctions de survie  $\{S_\lambda(\cdot), \lambda > 0\}$  soient exponentielles de même paramètre, avec  $\alpha > 0$ . Ainsi, dans notre recherche, le comportement de la variable aléatoire  $T$  suite à un évènement de crédit ne dépend pas de facteurs antérieurs à l'évènement.

La fonction de hasard se présente sous la forme suivante :  $h(t) = \alpha$ , avec  $\alpha = 0$ .

La fonction de survie est immédiatement déduite (puisque représentant l'inverse de la fonction de hasard) avec :  $S(t) = e^{-\alpha t}$ .

#### 6.3.4.2 Le modèle paramétrique de Weibull

Soit  $\lambda(t, X_1, X_2, \dots, X_p)$  le paramètre d'échelle indiquant le risque instantané de survenue de l'événement. Il représente ainsi la probabilité d'apparition de l'événement dans un intervalle de temps  $[t, t+D_t]$  sachant que l'événement ne se réalise pas avant l'instant  $t$ . Soit  $\alpha$  le paramètre de forme indiquant le *type* de risque instantané ou de

défaillance, correspondant sur notre étude à l'occurrence d'un évènement de crédit (défaut ou restructuration de dette souveraine).

Le modèle de Weibull nous expose une généralisation de la modélisation exponentielle, ce qui permet d'obtenir des fonctions de hasard 1) croissantes avec  $t$  si  $\alpha > 1$  (se traduisant par une forte probabilité d'occurrence des évènements de crédit en fonction du temps); 2) décroissantes avec  $t$  si  $\alpha < 1$  (se traduisant par une faible probabilité d'occurrence des évènements de crédit en fonction du temps).

La fonction de hasard se présente sous la forme suivante :  $h(t) = \lambda \alpha t^{\alpha-1}$ ,  $\alpha, \lambda > 0$ .

La fonction de survie se décline par la suite avec :  $S(t) = e^{-\lambda t^\alpha}$ ,  $t > 0$

Notre recherche emploiera le modèle de Weibull en appui aux résultats obtenus avec le modèle exponentiel.

### 6.3.5 Le modèle semi-paramétrique de Cox

A l'instar des modèles paramétriques précédemment présentés, le modèle de Cox a la particularité d'analyser l'occurrence d'évènements de risque instantané (modélisée sur une échelle de temps définie) en fonction du temps et de l'introduction d'un nombre  $N$  de variables explicatives. Les valeurs des variables explicatives  $X_j$  sont prises en compte pour chaque sujet à la date de son entrée dans l'étude. La variable  $T$  désigne le temps écoulé jusqu'à la survenue de l'évènement de crédit étudié. Ainsi, le modèle de Cox permet d'exprimer le risque instantané de survenue de l'évènement en fonction de l'instant  $t$  et des variables explicatives  $X_j$ .

Il est désigné comme étant « semi-paramétrique » sur la base de l'hypothèse des risques proportionnels (on suppose que le rapport des risques instantanés de 2 individus dont les caractéristiques respectives sont  $(X_1, X_2, \dots, X_p)$  et  $(X_1', X_2', \dots, X_p')$  ne dépend pas du temps). De tels modèles sont dits à risques proportionnels.

Le modèle de régression linéaire présente la formulation suivante de la fonction de hasard :

$$\ln h(t|Z = z) = \ln h(t) + \sum_{i=1}^p z_i \beta_i$$

La modélisation intègre les variables explicatives afin de définir le paramètre  $e^{z'\beta} > 0$  avec  $z = (z_1, \dots, z_p)$  comme un vecteur de  $p$  variables explicatives et  $\beta = (\beta_1, \dots, \beta_p)$  comme vecteur de paramètres.

### 6.3.6 Données et sources

Notre analyse se base sur l'observation de 28 épisodes de défauts et 281 épisodes de restructurations de dette sur toute la période de l'étude (allant de 1995 à 2012). Par ailleurs, dans 20 cas, nous identifions l'avènement simultanée des événements de crédit dans la même année (parmi plusieurs exemples nous pouvons citer la Russie (1998), l'Ukraine (2000) ou encore récemment le Mali (2012)). Dans l'ensemble, notre échantillon se compose de 684 observations répartis en fonction de 38 pays<sup>87</sup>.

L'organisation des données composant notre échantillon en fonction des modèles de durée met en évidence la présence de données censurées et tronquées (termes précédemment définies). Rappelons que les données censurées à droite ne seront pas prises en compte lors de nos estimations. Ainsi, nous organiserons nos données de la manière suivante selon notre intervalle de temps :

- L'échelle de temps s'établit en fonction de  $t_{1995} < t_{1996} < t_{1997} \dots < t_{2012}$  ;
- Nous définissons  $Y_p$  comme étant le nombre de pays composant l'étude, soit 38 pays ;
- Nous identifions la variable ordinaire *EVEN\_CR* comme étant le paramètre de forme indiquant le *type* de risque instantané ou de défaillance, correspondant sur notre recherche à l'occurrence d'un événement de crédit (défaut ou restructuration de dette souveraine). Malgré l'identification de trois types d'événements distincts (soit défaut ou restructuration de dette souveraine ou la survenue des deux événements de crédit sur une même année), nous

---

<sup>87</sup> Nous collectons les données sur 38 pays au lieu des 42 initialement considérés lors des précédents chapitres en raison d'une limitation des données disponibles, notamment relatives à la durée des régimes politiques au pouvoir durant la période de l'étude.

combinerons l'ensemble de ces évènements. Ce choix est guidé par une limitation des données de notre échantillon en cas de distinction des évènements de crédit (tel que précédemment souligné, seulement 28 épisodes de défauts sont recensés contre 281 épisodes de restructurations de dette sur toute la période de l'étude).

Nous rappelons que dans le modèle de durée, la variable dépendante est une combinaison du facteur temps en fonction de l'évènement représentant un facteur de risque instantané. En appliquant ce modèle, notre variable dépendante sera ainsi composé de 1) la durée du régime politique au pouvoir et 2) la survenue d'un évènement de crédit (défaut souverain ou restructuration de dette souveraine).

Nous estimerons la variable dépendante de durée du régime politique au pouvoir en nous référant au rapport de la *Quality of Government Institute (QOG)* qui compile les sources pertinentes se rapportant au risque politique (dont les indices de gouvernance de la Banque Mondiale, les indicateurs du FMI, OCDE, Unesco, le Forum Economique Mondial, etc.). Ainsi, l'utilisation de cette variable permet de mesurer la durée de survie du régime politique au pouvoir.

Concernant la durée de survie du régime politique au pouvoir, la *QOG* se base essentiellement sur les données estimées par Marshall, Jaggers et Gurr (2013) et fournies par le *Center of Systemic Peace (CSP)*. Cet organisme est dédié à la recherche scientifique et à l'analyse quantitative des problématiques liées aux changements politiques. Il retrace notamment les variations politiques affectant l'instabilité politique, la violence, le degré de gouvernance et diverses défaillances politiques à l'échelle domestique de 167 pays, de 1946 à 2013. Ce faisant, cette dernière source mesure le nombre d'années effectué par le régime politique au pouvoir depuis la date de son accession (via des élections, un coup d'Etat etc.) jusqu'à sa date de sa sortie du pouvoir. Nous désignerons la variable *Durée* afin de mesurer la durabilité de survie du régime politique en place. Ainsi, la variable de *Durée* combiné à la variable *EVEN\_CR* permettra d'évaluer empiriquement l'impact des évènements de crédit sur la durée de survie du régime au pouvoir.

Il est également pertinent de tester notre question de recherche selon le type de régime en place. Tel que souligné lors de notre revue de littérature, plusieurs auteurs dont Manasse, Roubini et Schimmelpfennig (2003), Kohlscheen (2007) estiment l'importance de considérer cette variable désignée comme REG\_POL dans notre recherche, et susceptible d'impacter sur la fréquence des évènements de crédit. Ainsi, nous nous baserons sur les données rendues disponibles par la Banque Mondiale et compilées par Keefer (2013). Ces données fournissent l'essentiel de l'information portant sur le type d'institutions politiques régissant les Etats souverains. La typologie pertinente employée sur notre recherche se répartie en fonction de trois régimes : présidentiel (représentant 78% de notre échantillon), semi-présidentiel (élection du président par voie parlementaire pour 6% de l'échantillon) et parlementaire (correspondant 14%).

En outre, la qualité de la gouvernance sera mesurée avec la variable *GOUV* estimée par Kauffman *et al.* (2013) de la Banque Mondiale. Cet indice de gouvernance mesure l'efficacité du gouvernement au pouvoir, la perception de la qualité des services publics, la qualité de la fonction publique et le degré de son indépendance par rapport aux pressions politiques, la qualité de la formulation et l'application des politiques, et la crédibilité de l'engagement du gouvernement à ces politiques.

Enfin, dans le but de compléter notre analyse, nous rajouterons deux variables économiques qui sont : 1) un indicateur économique mesurant l'épargne brute (en % du PIB) avec la variable *EPG* et 2) l'indice de développement humain (*IDH*). Le choix de ces deux variables est motivé par Alvertos (2002) qui les identifie comme étant des déterminants du risque politique. Le niveau d'épargne brute permettra d'établir un lien entre la durabilité du régime politique au pouvoir, l'occurrence des évènements de crédit et le revenu national brut ajusté à la consommation totale et aux transferts nets. L'indice de développement constitue également une variable essentielle alliant les aspects économiques aux aspects sociaux en combinant le PIB par habitant, l'espérance de vie à la naissance, le niveau d'éducation et le niveau de vie. Cet indice est d'ailleurs fréquemment utilisé comme alternative à la variable de croissance du PIB. En outre, le

PNUD (Programme des Nations Unies pour le Développement) souligne l'importance de l'intégration du calcul de l'IDH lors de l'évaluation des décisions et choix des priorités politiques des gouvernements.

Le tableau 6.2 suivant résume les principales données et sources utilisées dans l'application de notre cadre logique. Pour rappel, l'emploi de variables explicatives ne sera effectif que lors de la modélisation des estimations paramétriques (*exponentiel*, *Weibull*) et semi-paramétrique (Cox). En outre, les résultats obtenus à travers les estimations non-paramétriques (*Kaplan-Meier et Nelson-Aalen*) seront présentés sous forme graphique.

**Tableau 6.2: Définition et sources des variables.**

Ce tableau nous renseigne sur les définitions et sources des différentes variables. Notre échantillon se compose de 38 pays sur une période allant de 1995 à 2012. Notons que la fréquence des données est sur une base annuelle.

DEFINITION	VARIABLE	SOURCE
<b>VARIABLES DEPENDANTES</b>		
Durabilité du régime au pouvoir	Durée	Marshall <i>et al.</i> (2013) Center of Systemic Peace
<i>Facteurs de risque instantané :</i> Évènement de crédit (ordinal) 0 aucun évènement 1 Défaut 2 Restructuration de dette 3 Défaut et restructuration de dette sur la même année	EVEN_CR	Standard & Poor's Club de Paris Global Development Finance (GDF)
<b>VARIABLES INDEPENDANTES</b>		
Efficacité de la gouvernance	GOUV	Kauffman <i>et al.</i> (2013) Banque Mondiale
Type de régime au pouvoir 0 Régime présidentiel 1 Régime semi-présidentiel 2 Régime parlementaire	REG_POL	Keefer (2013) <i>Database of Political Institutions (DPI)</i> - Banque Mondiale
Épargne brute (% du PIB)	EPG	World Development Indicators Banque Mondiale
Indice de développement Humain	IDH	PNUD

## 6.4 Analyse empirique des résultats

### 6.4.1 Estimations non-paramétriques : analyse descriptive des résultats

L'analyse de nos résultats débute avec le tableau 6.3 qui nous expose un sommaire des statistiques descriptives obtenues à travers une modélisation des estimations non-paramétriques. Nous obtenons ainsi 684 observations réparties sur 38 pays sur une période de 17 années (allant du 01 Janvier 1995 (date d'origine) au 31 Décembre 2012 (date de point)). Durant cette période, 329 épisodes de défaillance (tous évènements de crédit confondus) furent identifiés.

**Tableau 6.3 : Sommaire des statistiques descriptives**

Variable id :	id
Évènement de défaillance :	EVEN_CR == 1 2 3
Intervalle temporelle observée :	[ANNEE [_n-1], ANNEE]
Date d'origine :	01-Jan-95
Date de point :	31-Dec-12
Fréquence temporelle :	Annuelle
-----	
684	Observations totales
0	Exclusions
-----	
684	Observations représentées
38	Pays
329	Évènements de défaillance
647,85	Durée de l'analyse
17,05	Durée de l'analyse (en années)

Relativement au nombre d'épisodes de crédit identifiés, le tableau 6.4 démontre une dominance significative des périodes de restructurations de dette souveraine (représentant 41% des évènements de crédit de notre échantillon comparé à 4% pour les épisodes de défaut). Ainsi, le nombre limité d'observations liées aux défauts souverains ne nous permet pas d'évaluer séparément l'impact des évènements de crédit sur le risque politique.

**Tableau 6.4 : Répartition des différents évènements de crédit**

<b>EVEN_CR</b>	<b>Def</b>	<b>Freq.</b>	<b>Pourcentage</b>	<b>Cum</b>
0	Aucun évènement	355	51,90	51,90
1	Défaut	28	4,09	55,99
2	Rest	281	41,08	97,08
3	Défaut et Rest	20	2,92	100,00
<b>TOTAL</b>		<b>684</b>	<b>100,00</b>	

Sur le tableau 6.5 suivant, nous observons l'estimation de la fonction de survie sur l'échantillon complet, majoritairement impacté par les épisodes de restructurations de dette souveraine. Pour rappel, l'estimation des modèles non paramétriques de durée n'impliquent pas l'emploi de variables explicatives (contrairement aux approches paramétriques (exponentiel et Weibull) et semi-paramétrique (Cox)). Dans l'application de ces approches, la variable dépendante est une combinaison du facteur temps en fonction de l'évènement représentant un facteur de risque instantané. Notre variable dépendante sera ainsi composé de 1) la durée du régime politique au pouvoir et 2) la survenue d'un évènement de crédit (défaut souverain ou restructuration de dette souveraine).

En observant nos résultats, nous remarquons qu'après une année suivant un évènement de crédit, nous avons 31,6% de chances qu'un régime politique se maintienne au pouvoir (avec un seuil de significativité de 5%). Par contre, les chances de survie s'amenuisent avec le temps et on observe une baisse significative allant jusqu'à 12,5% de chances de maintien au pouvoir (donc une baisse de probabilités de réélection) après la 3<sup>ème</sup> année suivant l'évènement de crédit. A partir de la quatrième année, la probabilité de maintien au pouvoir s'abaisse à un seuil inférieur à 10% de chances de survie, soit 9,5% (avec un seuil de significativité inférieur à 5%). Cette probabilité annonce un changement politique sachant que, à partir de la cinquième année, les chances de survie du régime politique au pouvoir deviennent quasi-nulles (avec un seuil de significativité inférieur à 1%). Ce résultat traduit particulièrement la faiblesse de la probabilité des chances de réélection du régime politique au pouvoir.

Notre analyse est confortée par l'estimateur de Kaplan-Meier (se référer à la figure 6.3) qui nous expose la fonction de survie décroissante sur la durée.

Parallèlement, on observe que la fonction de hasard varie selon la fréquence des évènements de crédit en fonction des périodes. L'estimateur de Nelson-Aalen mesurant le taux de hasard cumulé démontre une augmentation de la probabilité d'occurrence du risque instantané qui croit en fonction du temps.

**Tableau 6.5 : Estimations non-paramétriques des fonctions de survie et de hasard**

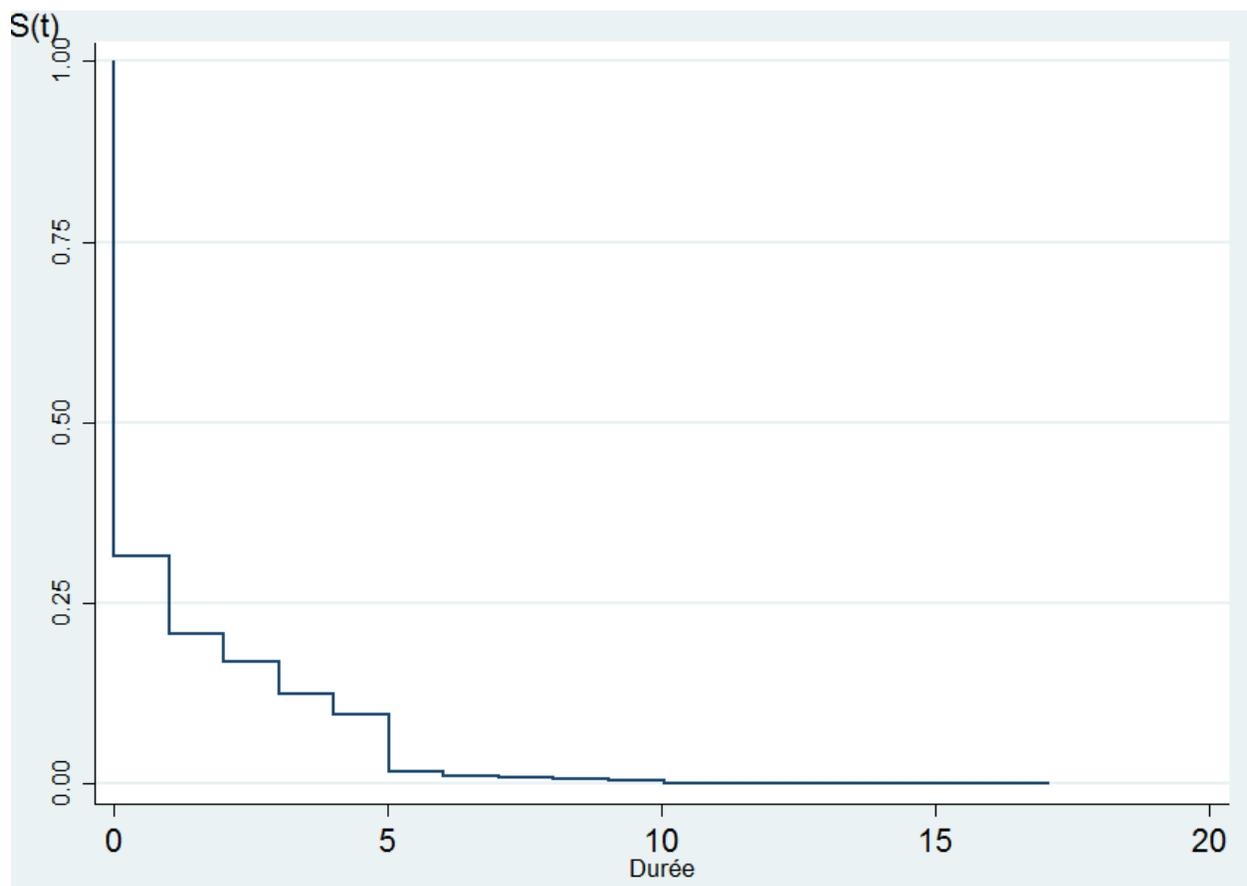
Echelle temporelle	Nombre de régimes politiques à risque (ni)	Nombre d'évènements (de crédit)- (di)	Nombre d'observations censurées à droite	Fonction de hasard-h (ti) = di/ni (1)	Fonction de hasard cumulé (Estimateur de Nelson-Aalen) – F (ti) (2)	Fonction de survie S(t) (3)
0	38	26	(26)	0,684	0,684	0,316 *
1	38	13	(13)	0,342	1,026	0,208 **
2	38	7	(7)	0,184	1,211	0,169 **
3	38	10	(10)	0,263	1,474	0,125 **
4	38	9	(9)	0,237	1,711	0,095 **
5	38	31	(31)	0,816	2,526	0,018 ***
6	38	13	(13)	0,342	2,868	0,012 ***
7	38	11	(11)	0,289	3,158	0,008 ***
8	38	7	(7)	0,184	3,342	0,007 ***
9	38	12	(12)	0,316	3,658	0,005 ***
10	38	28	(28)	0,737	4,395	0,001 ***
11	38	26	(26)	0,684	5,079	0,000 ***
12	38	21	(21)	0,553	5,632	0,000 ***
13	38	22	(22)	0,579	6,211	0,000 ***
14	38	17	(17)	0,447	6,658	0,000 ***
15	38	17	(17)	0,447	7,105	0,000 ***
16	38	30	(30)	0,789	7,895	0,000 ***
17	38	29	(29)	0,763	8,658	0,000 ***

Les symboles \*, \*\* et \*\*\* indiquent le niveau de significativité des coefficients (respectivement à des échelles de confiance de 90%, 95% et 99%).

**Note sur les méthodes de calcul :**

- (1) La **fonction de hasard h(ti)** est déterminée en divisant le nombre d'évènements de crédit (facteurs de risque instantané) par le nombre de régimes politiques au pouvoir présent dans l'échantillon au moment de l'année d'étude. Ainsi,  $h(t_0)=26/38=0,684$  ;  $h(t_1)=13/38=0,342$  ;  $h(t_2)=7/38=0,184$  ; etc.
- (2) La **fonction de hasard cumulé de Nelson-Aalen** est obtenue par la sommation de la fonction de hasard à l'année n-1 + la fonction de hasard à l'année n. Ainsi, nous obtenons  $F(t_0)=F(t_0)+h(t_0)=0+0,684=0,684$  ;  $F(t_1)=F(t_0)+h(t_1)=0,684+0,342=1,026$  ;  $F(t_2)=F(t_1)+h(t_2)=1,026+0,184=1,211$  ; etc.
- (3) Conformément à la formule précédemment présentée, la **fonction de survie** est déterminée de la manière suivante :  $S(t_0)=1-h(t_0)=1-0,684=0,316$  ;  $S(t_1)=S(t_0)*(1-h(t_1))=0,316*(1-0,342)=0,208$  ;  $S(t_2)=S(t_1)*(1-h(t_2))=0,169*(1-0,263)=0,125$  ; etc.

**Figure 6.3 : Estimateur de Kaplan-Meier de la fonction de survie**



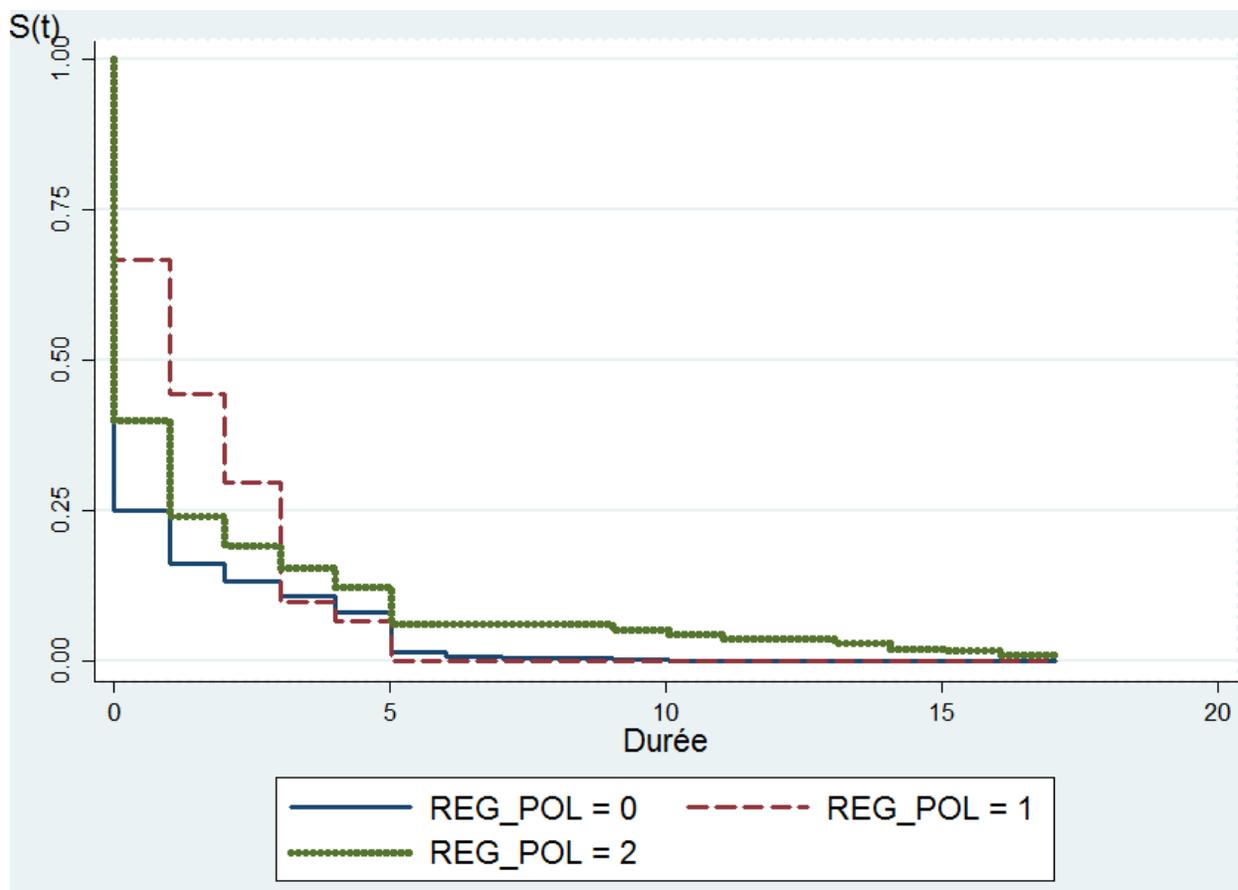
**NB :** Sur cette figure, l'axe des ordonnées mesure la probabilité de survie  $S(t)$  des sujets par rapport à la durée de l'étude (axe des abscisses). A l'origine de l'étude, c'est-à-dire à l'instant  $t_0$ , on obtient  $S(t_0)=100\%$  (représentant la probabilité de survie). On suppose ainsi que l'ensemble des sujets composant notre échantillon sont présents au début de l'étude (à l'instant  $t_0$ ).

La figure 6.3 confirme les résultats obtenus sur le tableau 6.4. En ce sens, nous observons que la probabilité de survie est une fonction décroissante avec le temps (avec une période de survie du régime politique au pouvoir ne dépassant pas une période de cinq années postérieures à l'évènement de crédit sur notre échantillon complet).

En outre, nous remarquons que cette période coïncide souvent avec la fin de la majorité des périodes de mandats présidentiels. Ce résultat laisse supposer que les chances de réélection deviennent extrêmement réduites après cinq années suivant l'occurrence d'un évènement de crédit majeur.

Afin de préciser cette dernière tendance, nous avons choisi d'introduire la variable REG\_POL nous renseignant sur le type de régime politique au pouvoir en fonction de la durée et de l'occurrence des événements de crédit (se référer à la figure 6.4 ci-dessous).

**Figure 6.4 : Estimateur de Kaplan-Meier de la fonction de survie en fonction du type de régime politique au pouvoir**



**NB :**

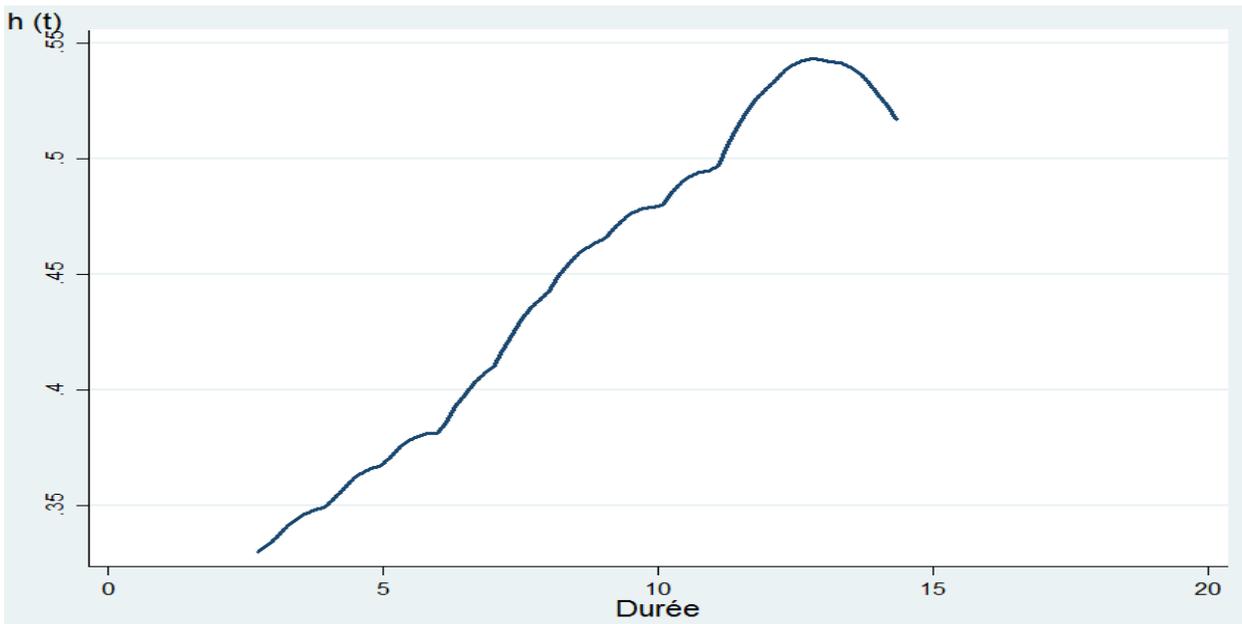
- 1) Sur cette figure, l'axe des ordonnées mesure la probabilité de survie  $S(t)$  des sujets par rapport à la durée de l'étude (axe des abscisses). A l'origine de l'étude, c'est-à-dire à l'instant  $t_0$ , on obtient  $S(t_0)=100\%$  (représentant la probabilité de survie). On suppose ainsi que l'ensemble des sujets composant notre échantillon sont présents au début de l'étude (à l'instant  $t_0$ ).
- 2) Pour rappel, REG\_POL = 0 correspond aux régimes présidentiels, REG\_POL = 1 détermine les régimes semi-présidentiels, tandis que REG\_POL=2 désigne les régimes parlementaires.

Les résultats confirment ceux de Manasse, Roubini et Schimmelpfennig (2003) et Kohlscheen (2007) et prouvent que les régimes présidentiels obtiennent moins de chances de survie comparés aux régimes semi-présidentiel ou parlementaire. Ce

raisonnement s'explique par le pouvoir de veto dont dispose les représentants des chambres parlementaires lors des décisions politiques prises à la veille de l'annonce d'un évènement de crédit. Ainsi, les parlementaires ont tendance à éviter la survenue d'évènements de crédit susceptibles d'entraîner des sanctions sur les marchés des capitaux, les flux commerciaux ou les investissements (pouvant entraîner une baisse du transfert de capitaux étrangers) et ses impacts sur la réputation souveraine. En sus, Sandleris (2008) souligne le fait que la probabilité de défaut souverain diminue significativement lorsqu'on considère les conséquences de ces décisions politiques sur le secteur privé et la consommation des acteurs économiques à l'échelle domestique. En ce sens, Santiso (2003) met l'accent sur la prudence concernant la nomination des officiels du régime politique au pouvoir.

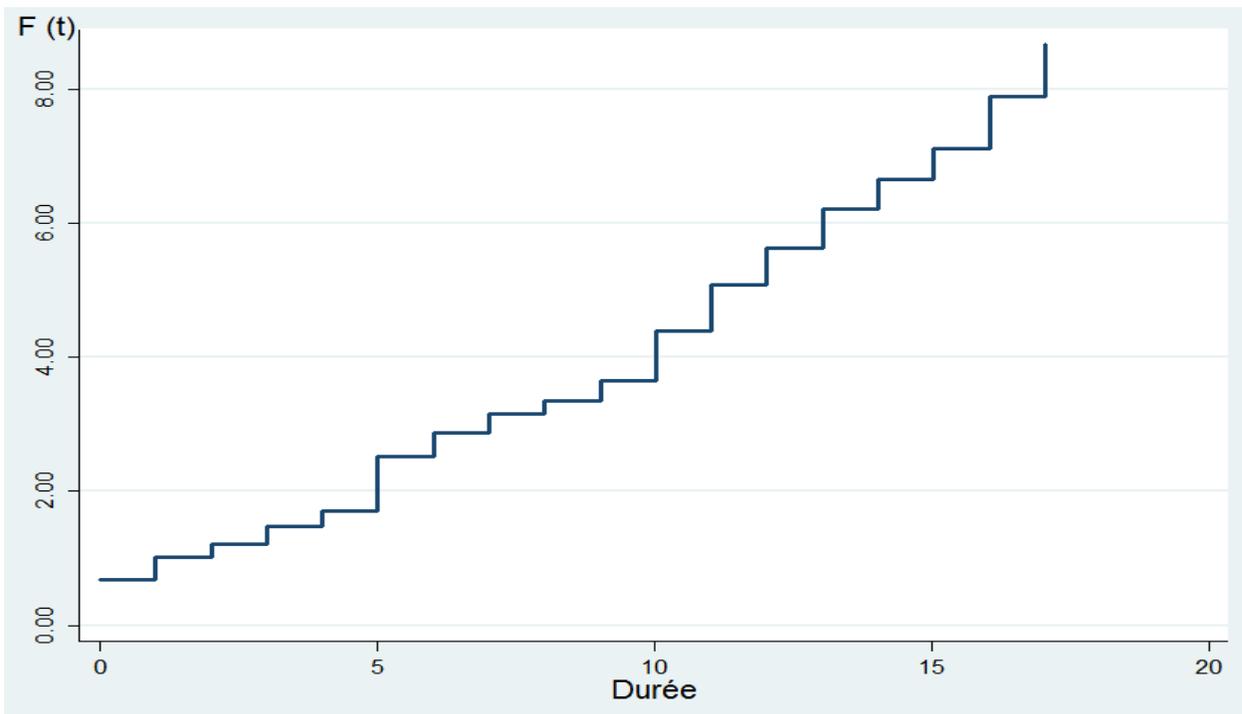
La prochaine étape de notre analyse consiste à observer la tendance de la courbe de hasard exposée sur la figure 6.5 ci-dessous. L'interprétation simple de la fonction croissante de cette courbe de hasard laisse à supposer que la probabilité d'occurrence des évènements de crédit augmente avec la durée du régime politique au pouvoir (le taux de hasard passe de 37,5% durant la cinquième année à 47,5% à la dixième année du régime au pouvoir). Ainsi, la longévité d'un régime politique au pouvoir impacte significativement sur la probabilité en hausse des évènements de crédit. Ce résultat est confirmé avec la courbe de Nelson-Aalen du taux de hasard cumulé (se référer à la figure 6.6 ci-dessous). En ce sens, Rivoli et Brewer (1997) soutiennent que dans les années 80, les régimes politiques ayant expérimentés une longue légitimité dans le temps ou des conflits armés ont déclenchés des processus de restructurations de dette souveraine.

**Figure 6.5 : Evolution de la courbe de hasard**



**NB** : Sur cette figure, l'axe des ordonnées mesure le taux de hasard  $h(t)$  observée par rapport à une période déterminée (la durée de l'étude est représentée sur l'axe des abscisses).

**Figure 6.6 : Evolution du taux de hasard cumulé de Nelson-Aalen**



**NB** : Sur cette figure, l'axe des ordonnées mesure le taux de hasard cumulé  $F(t)$  observée par rapport à une période déterminée (la durée de l'étude est représentée sur l'axe des abscisses). Cette figure est une interprétation graphique des résultats précédemment obtenus par la fonction de hasard cumulé (Estimateur de Nelson-Aalen) au Tableau 6.5.

L'analyse des résultats à travers l'usage de différents modèles non-paramétriques a permis de dégager des conclusions pertinentes à la problématique de notre recherche. Nous dégagons ainsi deux résultats majeurs. Ces derniers sont interprétés sans prise en compte de facteurs externes (tels que la conjoncture économique ou financière, l'avènement de crises (bancaires, de change etc.) ou autres chocs extérieurs).

Premièrement, les chances de survie d'un régime politique au pouvoir s'amenuisent avec le temps et n'excèdent pas plus de cinq années suivant un évènement de crédit. En parallèle, nous démontrons que la longévité d'un régime politique au pouvoir accroît la fréquence des évènements de crédit, affectant ainsi l'historique de crédit du pays souverain.

Deuxièmement, il apparaît que le type de régime politique revêt d'un impact significatif sur sa durabilité en fonction de la survenue d'un évènement de crédit. Nous trouvons que, à l'instar de plusieurs auteurs, les régimes semi-présidentiels et parlementaires ont une durée de survie au pouvoir plus soutenue dans la durée en comparaison aux régimes présidentiels. Ce résultat s'explique par l'exercice du pouvoir de veto des parlementaires sur les décisions politiques majeures engageant la réputation du débiteur souverain.

En somme, ces périodes de crise s'accompagnent de restrictions à l'échelle domestique et favorisent l'application de plans d'austérité rendus très impopulaires auprès de populations. Cette impopularité est d'ailleurs souvent reflétée par une situation d'instabilité politique favorisant des sanctions lors de la tenue des élections.

#### 6.4.2 Estimations paramétriques et semi-paramétrique

L'analyse empirique de ce chapitre sera parachevée avec l'estimation de l'impact des évènements de crédit sur le risque pays à travers des estimateurs paramétriques (avec les modèles exponentiel et de Weibull) et semi-paramétrique (modèle de Cox). L'emploi de ces méthodologies nous permettra de compléter notre analyse en introduisant des variables explicatives (se référer au tableau 6.6 ci-dessous). Ces

dernières précédemment identifiées mesurent respectivement l'efficacité de la gouvernance, l'impact du type de régime politique au pouvoir, l'épargne brute (en % du PIB) et l'indice de développement humain.

Notons que les résultats obtenus à travers les différentes estimations présentent d'importantes similarités. Ils sont présentés sous deux champs : le premier (comprenant les régressions (1), (2) et (3)) estime la fonction de survie en excluant le taux de hasard ; tandis que le deuxième (avec les régressions (4), (5) et (6)) estime la fonction de hasard en mesurant le taux de hasard (ou taux de défaillance).

Les seuils de confiance en comparaison de ceux précédemment obtenus à travers les estimations non-paramétriques sont jugés satisfaisants dans l'ensemble. Nos estimations nous permettent alors de : 1) confirmer la significativité de la variable déterminant le type de régime politique au pouvoir (qui obtient un seuil de confiance de 90% sur l'ensemble des modèles représentés) et 2) dégager l'importance de la variable *IDH* mesurant l'indice de développement humain (avec un intervalle de confiance variant entre 90 et 95%).

Dans un premier temps, l'analyse des différents champs nous permet de déterminer la durabilité du régime au pouvoir, ainsi qu'une baisse de 28,9%<sup>88</sup> de la probabilité de survenue des événements de crédit (taux de hasard), lorsque le type de régime au pouvoir est considéré. En effet, nous avons précédemment soulevé l'importance de la démarche politique et le rôle prépondérant des autorités publiques lors de l'enclenchement du processus de restructuration de dette souveraine (notamment lors des négociations avec les créanciers). La prise en compte de la nature du régime politique au pouvoir oriente ainsi les choix politiques motivant un défaut ou l'enclenchement du processus de restructuration de dette souveraine (se référer aux notions de gouvernement « patient » et « impatient » présentés à la revue de littérature).

---

<sup>88</sup> Ce calcul est obtenu sur la base de l'estimateur de Cox de la manière suivante :  $0,711 - 1 = -0,289$ . Le modèle de Cox est choisi arbitrairement considérant une similarité des degrés de significativité sur l'intervalle de confiance (à hauteur de 5%) pour l'ensemble des trois estimateurs.

Tableau 6.6 : Estimations paramétriques et semi-paramétrique du modèle de survie

Variables	Estimations paramétriques et semi-paramétriques					
	Estimation de la fonction de survie avec exclusion du taux de hasard			Estimation de la fonction de hasard avec inclusion du taux de hasard		
	Exponentiel (1)	Weibull (2)	Cox (3)	Exponentiel (4)	Weibull (5)	Cox (6)
GOUV	(0,013) 0,787	(0,011) 0,822	(0,009) 0,847	0,987 0,787	0,989 0,822	0,990 0,847
EPG	(0,430) 0,236	(0,472) 0,192	(0,392) 0,296	0,650 0,236	0,623 0,192	0,675 0,296
REG_POL	(0,339) ** 0,044	(0,337) ** 0,045	(0,390) ** 0,043	0,712 ** 0,044	0,713 ** 0,045	0,711 ** 0,043
IDH	(1,194) * 0,065	(1,390) ** 0,038	(1,239) * 0,066	0,302 * 0,065	0,248 ** 0,038	0,289 * 0,060
Coeff	0,451 0,244	(0,234) 0,734				
<b>Nb de pays</b>	<b>38</b>			<b>38</b>		
<b>Nb d'observations</b>	<b>213</b>			<b>213</b>		
<b>Nb de défaillances</b>	<b>147</b>			<b>147</b>		

Les statistiques *t* de Student sont reportées en valeur absolue. Les symboles \*, \*\* et \*\*\* indiquent le niveau de significativité des coefficients (respectivement à des échelles de confiance de 90%, 95% et 99%).

**Note :**

- 3) Les coefficients présents dans les régressions (4), (5) et (6) représentent les taux de hasard (ou taux de défaillance) obtenus.
- 4) Notons que l'interprétation des estimations est procédée de la manière suivante :
  - lorsque le coefficient obtenu à travers les régressions allant de (1) à (3) est de signe négatif et le taux de hasard obtenu de (4) à (6) est strictement inférieur à 1, alors la durée de survie est longue, et la probabilité de survenue d'évènements de risque instantané (ou défaillance) est faible.
  - A l'inverse (*i.e* lorsque le coefficient obtenu à travers les régressions allant de (1) à (3) est de signe positif et le taux de hasard obtenu de (4) à (6) est strictement supérieur à 1), alors la durée de survie est courte, et la probabilité de survenue d'évènements de risque instantané (ou défaillance) est élevé.

Dans un second temps, nous notons que l'indice de développement humain (IDH) se caractérise par 1) une durabilité de survie plus soutenue dans le temps et 2) un faible taux de hasard baissant à hauteur de 75,2%<sup>89</sup> en prenant en compte la variable explicative de l'IDH. Ce résultat s'explique par le fait que l'IDH reflète les conditions de vie des agents économiques à l'échelle domestique (degré d'efficacité du système de santé permettant d'impacter positivement sur la démographie, augmentation de l'espérance de vie et des années de scolarisation moyenne, ou encore une meilleure perception de la parité du pouvoir d'achat). L'ensemble de ces facteurs favorisent ainsi une faible probabilité de survenue des événements de crédit et constitue un signe de stabilité politique.

En outre, la variable *GOUV* mesurant l'efficacité de la gouvernance ne présente pas de résultats satisfaisant sur notre intervalle de confiance (significativité supérieure au seuil de confiance de 90%). L'observation est similairement applicable à l'introduction de la variable évaluant l'épargne nationale brute.

Enfin, suite à l'utilisation du modèle semi-paramétrique de Cox, nous nous proposons de vérifier l'hypothèse des risques proportionnels. Spécifiquement, nous assumons que le facteur de hasard est proportionnel dans le temps, ce qui implique une constance du facteur de risque instantané dans le temps (équivalent à l'indépendance de chaque covariable envers le temps). Cette hypothèse pouvant être vérifiée par voie statistique ou graphique, nous optons pour la première option (représentée sur le tableau 6.7 ci-dessous) :

**Tableau 6.7 : Test-hypothèse des risques proportionnels Cox**

	Chi2	df	Prob>chi2
Test sur échantillon global	0,2	3	0,9769

<sup>89</sup> L'interprétation du résultat sera articulée de la manière suivante : l'augmentation d'une unité de la variable IDH sur la base de l'estimation de Weibull est associée à une baisse de 75,2% du taux de hasard (calculé en faisant  $0,248 - 1$ ). Nous privilégions l'interprétation de l'estimation de Weibull considérant le degré de significativité sur l'intervalle de confiance (à hauteur de 5%).

Ainsi, nous constatons que la *p-value* s'approche de 1, impliquant une acceptation de l'hypothèse nulle de proportionnalité des risques. Ainsi, nous sommes en mesure de confirmer la distribution des résidus selon la même constance dans le temps.

## 6.5 Conclusion

Les impacts des évènements de crédit (défaut et restructuration de dette souveraine) sur l'économie et la solvabilité des débiteurs souverains sont fréquemment évoqués dans la littérature. Il apparaît néanmoins que les facteurs politiques découlant de la survenue de ces évènements revêtent similairement d'une importance primordiale. D'une part, les investisseurs s'intéressent souvent aux conséquences économiques des décisions politiques, tandis que les marchés financiers et institutions gouvernementales portent une attention accrue aux signes d'instabilité politique à l'échelle domestique. D'autre part, l'application de diverses sanctions impactant sur la réputation du souverain (notamment par les restrictions aux marchés des capitaux, l'augmentation de la prime de risque ou la dégradation de la notation souveraine) affectent significativement l'orientation des politiques et favorisent souvent les changements du régime au pouvoir ou les situations d'instabilité politique (surtout à la suite de l'application de plans d'austérité).

Le principal objectif de ce chapitre était de déterminer l'impact distinct des évènements de crédit sur le risque politique. A l'aide du modèle de durée, nous démontrons qu'un évènement de crédit raccourcit la durée de survie d'un régime politique au pouvoir (qui sera évaluée à cinq années de survie, soit l'équivalent d'un mandat présidentiel). Cependant, ce résultat est traité dans notre recherche avec prudence considérant une limitation des observations reliées aux facteurs extérieurs (tels que la conjoncture économique, l'occurrence de crises (bancaires, de change etc.) ou autres chocs extérieurs).

D'autres résultats constituent néanmoins des contributions importantes à la littérature. L'emploi de la méthodologie des modèles de durée habituellement employés à l'étude des problématiques liées à la santé ou dans le domaine de l'assurance (incluant l'usage des modèles non-paramétriques (Keiplan-Meier, Nelson-Aalen), paramétriques (exponentiel et Weibull) et semi-paramétrique (modèle de Cox)) constitue une primauté avantageant le développement de cette question de recherche.

Nous confirmons également l'importance de distinguer le type de régime au pouvoir en confirmant une prépondérance de la durée de survie des régimes semi-présidentiels et parlementaires comparés aux régimes présidentiels. Enfin, ce chapitre met en exergue la valorisation de l'indice de développement humain (IDH) comme étant une variable déterminante du risque politique. Il est à noter que l'IDH est un indice composite permettant d'introduire les facteurs de santé, de savoir (niveau d'éducation) et de niveau de vie. Il apparait que ces derniers facteurs sont positivement corrélés à la stabilité politique.

En définitive, il serait pertinent de développer des avenues de recherches futures, notamment avec l'introduction de modèles à effets aléatoires permettant de considérer les variables inobservables et leurs impacts sur la forme de la fonction de survie.

## Conclusion de la deuxième partie

Cette deuxième partie de la thèse avait pour principal objectif de mesurer l'impact des événements de crédit (défaut et restructuration de dette souveraine) sur le risque pays selon trois axes : le risque souverain, le risque économique et le risque politique.

La revue de la littérature nous a permis de confirmer l'impact principalement négatif du défaut souverain sur le risque pays. Ainsi, lors de notre recherche, la distinction des événements de crédit a surtout mis en évidence l'impact des restructurations de dette sur le risque pays.

Nous retenons essentiellement trois contributions à notre problématique de recherche, à savoir :

- 1) L'enclenchement d'un processus de restructuration de dette souveraine permet de diminuer la perception négative des créanciers, tout en favorisant l'implantation de politiques structurelles et institutionnelles ;
- 2) Un démarrage préventif d'une restructuration de dette souveraine (avant l'annonce d'un défaut) résulte sur un impact positif sur la croissance économique, notamment pour le cas des pays à revenu faible et moyen bénéficiant de l'appui financier des créanciers officiels.
- 3) Nous constatons le raccourcissement de la durée de survie d'un régime politique au pouvoir (et donc une diminution de la probabilité de réélection post-élection) suite à l'occurrence d'un événement de crédit.

Notre étude comprend de nombreuses limites (quantification de certains facteurs externes tels que les crises de change ou bancaire, omission de certaines variables qualitatives difficilement mesurables, etc.). Des recherches futures devront être entreprises afin d'approfondir la réflexion permettant une meilleure appréhension des questions liées à la gestion de dette souveraine et son impact sur le risque pays.

# CONCLUSION GENERALE

## CONCLUSION GENERALE

Dans le cadre de cette thèse, nous avons tenté de contribuer à une meilleure compréhension de l'impact des événements de crédit sur le risque pays. Pour ce faire, nous avons entrepris de distinguer ces épisodes de crédit en fonction des défauts souverains et des restructurations de dette souveraine. L'analyse de l'influence de ces événements furent par la suite appliquée aux champs tridimensionnels du risque pays, à savoir : le risque souverain, le risque économique et le risque souverain. Les fondements théoriques de notre démarche s'inspirent des travaux de Eaton, Gergovitz *et al.* (1986), Borensztein et Panizza (2008) et Yeyati et Panizza (2011).

En somme, nos travaux s'inscrivent dans le débat relatif à l'importance de la signature financière d'un pays souverain de nos jours. Cette signature financière est significative auprès des investisseurs, puisqu'étant perçue comme une appréciation de la capacité et de la volonté de remboursement de la créance souveraine. Elle permet ainsi de faciliter l'accession aux marchés des capitaux, de simplifier le financement de la croissance et de constituer un moteur au développement économique. Ainsi, De Paoli, Hoggarth, and Saporta (2006) nous apprennent que suite à un événement de crédit, les pays bénéficiant d'une bonne signature financière arrivent à assurer leurs réintroductions aux marchés financiers (même si les conditionnalités de ré-accession reflètent une augmentation de la prime de risque et du risque de change relié à la baisse des émissions de devises domestiques). Cela suppose que la qualité d'une signature financière souveraine se construit sur le long terme sur la base d'un historique de crédit par les différents prêteurs. Un tel fait explique son évaluation à travers la notation souveraine et son envergure auprès des différentes instances. Elle est d'autant plus à considérer en tenant en compte de la prépondérance actuelle des créanciers privés comme détenteurs de la dette de multiples débiteurs souverains.

Et à la source de la qualité de cette signature financière du débiteur souverain, nous retrouvons la réputation. Tel que souligné lors de notre recherche, un défaut souverain met en jeu la réputation du débiteur qui dépend majoritairement de la

capacité, mais aussi de la volonté du pouvoir en place. Assurément, les prêteurs considèrent significativement la composition et les orientations politiques des autorités au pouvoir avant l'octroi d'une créance souveraine et suite à un évènement de crédit.

A ce stade, il est alors intéressant de distinguer les évènements de crédit afin de déterminer si le régime au pouvoir en situation de crise choisira soit de répudier la dette, d'enclencher un processus préventif de restructuration de dette ou encore de repousser la sortie de crise en privilégiant un retardement de la restructuration. Ces différentes options comporteront des conséquences distinctes selon la conjoncture économique, l'historique de crédit, les types de créanciers impliqués par la créance ou encore le caractère du régime politique au pouvoir. A noter que ce dernier joue un rôle majeur dans la mise en œuvre de stratégies de résolution de crise permettant de mitiger les risques adverses en mesure d'affecter l'économie domestique (notamment le secteur privé). Cela requiert également une bonne volonté de négociation des autorités politiques lors des processus de restructuration de dette souveraine.

Certaines limites méritent cependant d'être soulevées. Premièrement, en lien avec le cœur de notre problématique, il aurait été pertinent de constituer une base de données intégrant un nombre plus significatif d'épisodes de défaut (seulement 44 défauts souverains furent répertoriés pour 141 épisodes de restructurations de dette souveraine allant de 1995 à 2013). Cette limitation provient du fait que notre source de données se base principalement sur les épisodes de défauts souverains tels que enregistrés par l'agence de notation S&P. Or les agences de notation ne distinguent pas les épisodes de défauts des restructurations de dette souveraines. Par contre, dans la littérature récente, de plus en plus d'auteurs marquent une distinction entre ces deux évènements de crédit (se référer à Trebesch (2008), Cruces et Trebesch (2013), et Das *et al.* (2012)). Pour ce faire, ces auteurs identifient les restructurations de dette souveraine en fonction des processus impliquant des échanges d'instruments de dette (prêts ou obligations) à des conditions différentes de celles initialement contractées (les distinguant ainsi des épisodes de défaut agrégés tels que codifiés par S&P). Malgré

le fait que nous soyons parvenus à obtenir des résultats satisfaisants dans l'ensemble (en termes de significativité statistique sur l'intervalle de confiance), il serait intéressant de développer cet angle de recherche en adaptant les données fournies par les diverses agences de notation en fonction d'une nouvelle codification permettant de mieux différencier les évènements de crédit.

Deuxièmement, il est nécessaire de prendre compte de l'intégration de variables qualitatives dans l'estimation du risque politique. Tel que souligné lors du dernier chapitre, les variables politiques s'inspirent de données essentiellement fondées sur la perception de tiers parties. Or, les données politiques reposent significativement sur la volonté et les orientations politiques du régime au pouvoir. Ainsi, l'anticipation de l'occurrence d'évènements de crédit dans l'estimation de la notation souveraine dépend significativement de la volonté de recouvrement de la créance souveraine par les autorités au pouvoir (et cette dernière constitue une donnée difficilement quantifiable). Plusieurs auteurs (se référer à Brewer et Rivoli (1990), Cosset et Roy (1991), Lee (1993), Haque et al. (1993), McKenzie (2002), Mellios et Paget-Blanc (2006)) soulignent à ce sujet que la limitation de données empiriques capables de quantifier le risque politique est un obstacle à la détermination précise de la notation souveraine.

Troisièmement, l'estimation de l'impact des évènements de crédit sur la croissance économique introduit le problème de la quantification des facteurs externes tenant compte de l'environnement macroéconomique. En effet, nos résultats n'ont pas tenu compte de l'interaction des évènements de crédit avec divers facteurs tels que les crises de change ou bancaires, la stabilité politique, l'impact sur les *spreads* de crédit, et autres variables endogènes susceptibles d'influencer leurs interprétations. Ainsi, plusieurs auteurs (dont Aguiar et Gopinath (2006), Rochet (2006), Arellano (2008), ou encore Mendoza et Yue (2008)) soulignent l'importance d'intégrer les chocs macroéconomiques externes afin d'obtenir une meilleure estimation de la pro cyclicité des emprunts souverains combinés aux évènements de crédit. Il serait donc pertinent d'estimer ces facteurs économiques externes à l'aide de base de données disponibles

telle que celle de Reinhart et Rogoff (2010) retraçant les crises financières, de change, l'incidence de l'inflation et autres chocs expérimentés par 70 pays sur une période allant de 1800 à 2010, ou encore celle moins récente de Caprio et Kinglebiel (2003) portant sur le retraçage des crises bancaires.

Enfin, quatrième, nos estimations ne prennent pas compte de l'importance du secteur informel sachant que notre échantillon se compose de 51% de pays classifiés comme étant à revenu faible et à revenu moyen inférieur. La prépondérance du secteur informel dans ces pays a un impact certain sur le niveau réel de productivité et d'investissement, créant ainsi un biais d'estimation pour ces variables (considérant que nos chiffres se basent essentiellement sur le secteur formel).

Malgré l'évocation des principales limites, notre thèse contribue à une meilleure appréhension de la gestion de la dette souveraine en fonction des événements de crédit et permet de développer une intéressante réflexion sur les bases clés de l'orientation et de l'élaboration de stratégies politiques souveraines saines.

*« Les dettes, c'est un état d'esprit » Alfred Capus*



# LISTE DES FIGURES

<b>Figure 1.1:</b> Encours de la dette souveraine à long terme (1970-2012)	27
<b>Figure 2.1:</b> Défauts souverains par région de 1824 à 2004	54
<b>Figure 3.1 :</b> Variation des décotes subies par le créancier en fonction des stades de restructuration de dette	74
<b>Figure 3.2 :</b> Stades d'évolution d'un processus de restructuration de dette souveraine	78
<b>Figure 3.3 :</b> Durée moyenne des processus de restructuration de dette en mois	80
<b>Figure 4.1:</b> Evolution de la notation durant un épisode de restructuration de dette	111
<b>Figure 4.2:</b> Impact des facteurs sur la notation souveraine	118
<b>Figure 5.1 :</b> Tendances de la croissance économique (médiane) de 1995 à 2013.	159
<b>Figure 5.2 :</b> Tableau croisé sur l'impact des défauts et restructurations de dette souveraine sur la croissance	
<b>Figure 6.1:</b> Evolution du régime politique au pouvoir suite à un événement de crédit	186
<b>Figure 6.2 :</b> Répartition des données du modèle de durée sur l'échelle temporelle	190
<b>Figure 6.3 :</b> Estimateur de Kaplan-Meier de la fonction de survie	205
<b>Figure 6.4 :</b> Estimateur de Kaplan-Meier de la fonction de survie en fonction du type de régime politique au pouvoir	206
<b>Figure 6.5 :</b> Evolution de la courbe de hasard	208
<b>Figure 6.6 :</b> Evolution du taux de hasard cumulé de Nelson-Aalen	208

# LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1.1: Les trois champs de l'administration publique	22
Tableau 1.2 : Endettement souverain par type de créancier	28
Tableau 1.3 : Impact des crises de dette souveraine sur la productivité des pays émergents	38
Tableau 2.1: Caractéristiques des restructurations de dette souveraine de 1998 à 2010	61
Tableau 2.2: Chiffres clés du Club de Paris	70
Tableau 3.1: Les différentes formes de restructurations de dette souveraine	73
Tableau 3.2 : Restructuration de dette souveraine par type de créancier	79
Tableau 3.3 : L'Argentine dans l'impasse financière (2014)	84
Tableau 4.1: Synoptique de la revue de littérature	113
Tableau 4.2 : Correspondance des notations à long terme	115
Tableau 4.3: Les cinq facteurs déterminants de la notation souveraine	117
Tableau 4.4 : Déterminants de la notation souveraine	128
Tableau 4.5: Sommaire descriptif des variables	130
Tableau 4.6 : Modélisation linéaire de la notation souveraine	133
Tableau 4.7: Régression linéaire sur la variation des événements de crédit dans le temps	138
Tableau 4.8: Modélisation logistique sur l'impact des événements de crédit sur la notation souveraine	140
Tableau 4.9: Modélisation en fonction des pays présentant des niveaux de risque faible à moyen	142
Tableau 4.10 : Modélisation logistique en fonction des pays présentant un niveau de risque élevé	144
Tableau 5.1 : Revue de la littérature portant sur l'impact des événements de crédit sur le risque économique	153
Tableau 5.2 : Statistiques descriptives des variables	156
Tableau 5.3 : Définition et sources des variables.	158

Tableau 5.4 : Tendance de la croissance économique en fonction du groupe de revenu (de 1995 à 2013)	160
Tableau 5.5 : Étude de l'impact général des événements de crédit sur le PIB.	163
Tableau 5.6 : Observation des événements de crédit dans le temps.	165
Tableau 5.7 : Impact des événements de crédit en fonction du groupe de revenu.	168
Tableau 5.8 : Impact spécifique des événements de crédit en fonction du groupe de revenu.	169
Tableau 6.1 : Revue de littérature portant sur l'impact des événements de crédit sur le risque politique	183
Tableau 6.2: Définition et sources des variables.	200
Tableau 6.3 : Sommaire des statistiques descriptives	201
Tableau 6.4 : Répartition des différents événements de crédit	202
Tableau 6.5 : Estimations non-paramétriques des fonctions de survie et de hasard	204
Tableau 6.6 : Estimations paramétriques et semi-paramétrique du modèle de survie	211
Tableau 6.7 : Test-hypothèse des risques proportionnels Cox	212

# BIBLIOGRAPHIE

- Abdullah F, A. (1985). Development of an Advance Warning Indicator of External Debt Servicing Vulnerability. *Journal of International Business Studies*, Fall, 16 (3), 135–41.
- Ades, A., F. Kaune, Leme, P., Masih, R. & Tenengauzer. D. 2000. Introducing GS-ESS: A New Framework for Assessing Fair Value in Emerging Markets Hard-Currency Debt. *Global Economics Paper No. 45* (Goldman Sachs: New York).
- Afonso, A. (2003). Understanding the Determinants of Sovereign Debt Ratings: Evidence for the Two Leading Agencies. *Journal of Economics and Finance*, Volume 27, Number 1.
- Afonso, A., Gomes, P., & Rother, P. (2007). What "hides" behind sovereign debt ratings? *European Central Bank, Eurosystem, Working Paper Series*, January 2007.
- Afonso, A., Gomes, P., & Rother, P. (2011). Short- and long-run determinants of sovereign debt credit ratings. *International Journal of Finance and Economics*.
- Agenor P.R. & Montiel P.J.(1996). *Development in macroeconomics*, Princeton, New Jersey Princeton University Press.
- Agmon T. & Dietrich J, K. (1983). International Lending and Income Redistribution: An Alternative View of Country Risk. *Journal of Banking and Finance*, Dec, 7, 483–95.
- Agmon T. (1985). *Political Economy and Risk in World financial Markets, USA/Canada*, p7.
- Aguiar, M., Amador M., & Gopinath G. (2007). *Investment Cycles and Sovereign Debt Overhang*. NBER Working Papers 13353, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Aitor E. & Díaz-Cassou J. (2010). *Creditor discrimination during sovereign debt restructurings*. Banco de Espana Working Papers 1027, Banco de Espana.
- Alexe, S., Hammer, P., Kogan, A. & Lejeune, M. (2003). *A non-recursive regression model for country risk rating*. Rutcor Research Report 9, Rutgers Center for Operational Research, March.

- Alfaro, L. & Kanczuk, F. (2005). Sovereign debt as a contingent claim: a quantitative approach. *Journal of International Economics*, Elsevier, vol. 65(2), pages 297-314, March.
- Alfaro, L., Sebnem K-O & Vadym V. (2008). Why doesn't capital flow from rich to poor countries? An empirical Investigation. *The Review of Economics and Statistics* 90:347-368.
- Alfonso A. (2003). Understanding the Determinants of Sovereign Debt Ratings: Evidence of the Two Leading Agencies. *Journal of Economics and Finance*, 27, 56-74.
- Aliber R, Z. (1975). Exchange Risk, Political Risk, and Investor Demand for External Currency Deposits. *Journal of Money, Credit, and Banking*, May, 7 (2), 161–79.
- Alon I. and Martin M, A. (1998). A Normative Model of Macro Political Risk Assessment. *Multinational Business Review*, Fall, 6 (2), 10–19.
- Alvertos, D.K. (2002). A Model of the Determinants of Political Risk. *Review of Accounting and Finance*, Vol. 1 Iss: 2, pp.45 – 5.
- Amador, M. (2003). A Political Economy Model of Sovereign Debt Repayment. Stanford University mimeo.
- Arcand, J-L. & Guillaumont, P. (2000). How to make a tragedy: on the alleged effect of ethnicity on growth, *Journal of International Development* Volume 12, pages 925–938.
- Arellano, C. (2008). Default Risk and Income Fluctuations in Emerging Economies. *American Economic Review*, 98(3), 690-712.
- Arslanalp, S, & Henry P. (2004). Helping The Poor to Help Themselves: Debt Relief or Aid? NBER WP 10234.
- Arteta, C., & G. Hale. (2008). Sovereign Debt Crises and Credit to the Private Sector. *Journal of International Economics*, 74(1): 53–69.
- Arteta, C., & Halem G. (2008). Sovereign Debt Crises and Credit to the Private Sector. *Journal of International Economics*, 74(1): 53–69.
- Artus P. (2012). Attention à bien comprendre ce qu'est vraiment la monétisation. *Flash Économie, recherche économique*, 6 janvier 2012, Numéro 12.
- Artus P. (2013). La relance par la dette publique ou par la dette privée réduit la croissance potentielle. *Flash économie, Recherche économique*, Natixis, 27 mai 2013, numéro 402.

- Artus P., & Virard M.P. (2010). *La liquidité incontournable*. Pearson Education France.
- Artus, P. (2013). Un défaut est inévitable pour les pays les plus vulnérables de la zone euro. *La Tribune*. Juillet 2013.
- Artus, P. (2013). Un défaut est inévitable pour les pays les plus vulnérables de la zone euro », interview menée par Romain Renier, *La Tribune*, 23/07/2013
- Artus. P. (2009). Jusqu'où peut-on monétiser les dettes publiques? Special Report, Natixis, 15 septembre 2009, numéro 260.
- Asonuma, T. & Trebesch C. (2012). Preemptive versus Post-Default Debt Renegotiation. Unpublished Paper.
- Azam, J.-P., J.-C. Berthélemy & Calipel, S. (1996). Risque politique et croissance en Afrique. *Revue économique*, 47, 819-829.
- Bachellerie A. & Couillault B. (2005). Soutenabilité de la dette publique et crises des pays émergents : présentation des concepts et des instruments de diagnostics. *Revue de la stabilité financière*, n° 6, Banque de France, 69-86.
- Baglini, N, A. (1976). *Risk Management in International Corporations*. New York: Risk Studies Foundations Inc.
- Balkan, E. M. (1992). Political Instability, Country Risk and Probability of Default. *Applied Economics* 24 (September): 999–1,008.
- Bastidon C. (2002). Financement extérieur des Pays en développement : une revue de la littérature des modèles de dette et de crises financières. *Régions et développement*, n° 15, 147-165.
- Bastidon C., Brasseul J. & Gilles P.H. (2010). *Histoire de la globalisation financière*, Ed. Armand Colin, 376p.
- Berensmann, K. (2003). Involving private creditors in the prevention and resolution of international debt crisis. *German Development Institute Studies* 8/2003.
- Berman, G. & Fry, T. R. L. (2001). A charitable ranking. *Economic Papers*, 20, 67-80.
- Bilson, C. M., Brailsford, T. J. & Hooper V. C. (2002). The Explanatory Power of Political Risk in Emerging Markets. *International Review of Financial Analysis* 11: 1–27.

- Bissoondoyal-Bheenick, E. (2005). An analysis of the determinants of sovereign ratings. *Global Finance Journal*, 15 (3), 251-280.
- Bissoondoyal-Bheenick, E., Brooks, R., & Yip, A. Y. (2006). Determinants of sovereign ratings: A comparison of case-based reasoning and ordered probit approaches. *Global Finance Journal* (17), 136-154.
- Bissoondoyal-Bheenick, E.; Brooks, R. & Yip, A. (2005). Determinants of sovereign ratings: A comparison of case-based reasoning and ordered probit approaches. *Monash Econometrics and Business Statistics Working Papers 9/05*, Monash University Department of Econometrics and Business Statistics, May.
- Bissoondoyal-Bheenick., E. (2005). An Analysis of the Determinants of Sovereign Ratings'', *Global Finance Journal* 15, pp. 251-280.
- Block, S. A., & Vaaler. P. M. (2004). The Price of Democracy: Sovereign Risk Ratings, Bond Spreads and Political Business Cycles in Developing Countries. *Journal of International Money and Finance* 23 (October): 917–46.
- Bordo M.D. & Meissner C.M. (2005). The Role of Foreign Currency Debt in Financial Crises: 1880 – 1913 vs. 1972 – 1997. *NBER Working Papers*, n° 11897, 45p.
- Bordo M.D., Meissner C.M., & Redish A. (2005). How Original Sin was overcome : the Evolution of External Debt denominated in Domestic Currencies in the United States and British Dominions 1800-2000 », dans *Others People's Money : Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*, sous la direction de B. Eichengreen et R. Haussmann, Chicago: University of Chicago Press, 122-153.
- Borensztein, E. & Panizza, U. (2009). The Costs of Sovereign Default. *IMF Staff Papers*, vol. 56(4), pages 683-741.
- Borensztein, E., Panizza, U. (2010). Do sovereign defaults hurt exporters? *Open Economies Review* 21 (3), 393–412.
- Bouchet, M. Clark, E. & Gros Lambert, B. (2003). *Country Risk Assessment: A Management Tool for. Global Investment WILEY & Sons, New York.*
- Brewer T, L. (1981). Political Risk Assessment for Foreign Direct Investment Decisions: Better Methods for Better Results. *Columbia Journal of World Business*, Spring, 16 (1), 5–12.
- Brewer, T. & Rivoli, P. (1990). Politics and Perceived Country Creditworthiness in International Banking. *Journal of Money, Credit and Banking*, 22(3): 357-369.
- Brooks, R. D., Faff, R. W., & Sokulsky, D. (2002). An ordered response model of test cricket performance. *Applied Economics*, 34, 2353-2365.

- Brooks, R., Faff R., Hillier D., & Hillier J. (2004). The National Market Impact of Sovereign Rating Changes. *Journal of Banking and Finance* 28: 233-250.
- Bulow, J. & Rogoff. K. (1989a). A Constant Recontracting Model of Sovereign Debt. *Journal of Political Economy*, 97(1): 155–78.
- Bulow, J. & Rogoff K. (1989b). Sovereign Debt: Is to Forgive to Forget? *American Economic Review*, 79(1): 43–50.
- Bulow, J. (2002). First World Governments and Third World Debt” *Brookings Papers on Economic Activity* 2002:1, 229-255.
- Burger J, D. & Warnock F, E. (2003). Diversification, original sin and international bond portfolios. *International Finance Discussion Papers*, n° 755. The Federal Reserve Board, 35p.
- Burton, F. N. & Inoue, H. (1985). An appraisal of the early-warning indicators of sovereign loan default in country risk evaluation systems. *Management International Review*, 25(1): 45–56.
- Butler, A. & Fauver. L. (2006). Institutional Environment and Sovereign Credit Ratings. *Financial Management*.
- C. Mulder & Perrelli R.(2001). Foreign Currency Credit Ratings for Emerging Market Economies. *IMF Working Paper*, 01/191.
- Caballero, R. J. & Krishnamurthy A. (2001). International and Domestic Collateral Constraints in a Model of Emerging Market Crisis. *Journal of Monetary Economics* 48: 513-548.
- Calvo, G., Leiderman, L. & Reinhart, C. M. (1993). Capital Inflows to Latin America: The Role of External Factors. *Staff Papers*, International Monetary Fund, Vol. 40 (March), pp. 108–51.
- Cantor, R. & Packer F. (1995). Sovereign Credit Ratings. *Current Issues in Economics and Finance*. Vol. 1, No. 3, June 1995.
- Cantor, R. & Packer, F. (1996). Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings. *Economic Policy Review*, Federal Reserve Bank of New York 2(2) October, pp. 37–53.
- Canuto, O., Santos, P. & Porto, P. (2004). Macroeconomics and Sovereign Risk Ratings, Januray, mimeo.

- Caprio, G & Klingebiel D. (2003). Episodes of Systemic and Borderline Banking Crises. World Bank.
- Castillo, J. (2015). Dans tous les cas, il faudra négocier avec la Grèce. Flash Economie, Recherche Economique, 20 janvier 2015, numéro 44.
- Catão, L. & Kapur S. (2004). Missing Link: Volatility and the Debt Intolerance Paradox. IMF Working Papers 04/51, International Monetary Fund.
- Catão, L. & Kapur, S. (2006). Volatility and the Debt-Intolerance Paradox. IMF Staff Papers, vol. 53(2), pages 195-218.
- Catão, L. & Sandeep K. (2006). Volatility and the Debt-Intolerance Paradox. IMF Staff Papers, vol. 53(2), pages 195-218.
- Chouraqui J. C, Jones B., & Montador R. (1986). La dette publique dans une perspective à moyen terme. Revue économique de l'OCDE, ISSN 0255-0830, N°. 7, 1986 , pages 111-167.
- Chowdhry, B. (1991). What Is Different about International Lending? Review of Financial Studies, Vol. 4, No. 1 (Spring), pp. 121–48.
- Chuan, P. & Sturzenegger F. (2005). Defaults Episodes in the 1980s and 1990s: What Have we Learned in Managing Economic Volatility and Crises?. Ed. par J. Aizenman et B. Pinto, Cambridge University Press.
- Citron J, T. & Nickelsburg G. (1987). Country Risk and Political Instability. Journal of Development Economics, Apr, 25 (2), 385–92.
- Clements B., Bhattacharya R. & Nguyen T. Q. (2005). L'allégement de la dette peut-il doper la croissance des pauvres ? Dossier économique №34, International Monetary Fund.
- Cohen, D. (1993). Low Investment and Large LDC Debt in the 1980's. American Economic Review, 83, 437–49.
- Cole, H. & Kehoe, T. (2000). Self-fulfilling Debt Crises. Review of Economic Studies 67(1): 91–116.
- Cole, H., Dow, J. & English, W. (1995). Default, Settlement, and Signaling: Lending Resumption in a Reputational Model of Sovereign Debt. International Economic Review 36 (1995), 365–85.

- Cosset J, C. & Suret J, M. (1995). Political Risk and the Benefits of International Portfolio Diversification. *Journal of International Business Studies*, 26 (2), 301–18.
- Cosset J.-C. & Roy J. (1991). The Determinants of Country Risk Ratings. *Journal of*
- Couillault, B. & P-F, Weber. (2003). Vers un Code de bonne conduite volontaire pour restructurer la dette souveraine. Direction générale des Études et des Relations internationales, Banque de France, Novembre 2003.
- Cruces, J., & Trebesch, C. (2013). Sovereign Defaults: The Price of Haircuts. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 5(3): 85-117.
- Cuadra, G., & Sapriza H. (2008). Sovereign Default, Interest Rates and Political Uncertainty in Emerging Markets. *Journal of International Economics* 76 (September): 78–88.
- Das U. S., Papaioannou M. G. & Polan M. (2008). Strategic Consideration for First-time Sovereign Bond Issuers », IMF Working Paper, WP/08/261, IMF, 27p.
- Das, U. S., Papaioannou, M. G., & Trebesch, C. (2010). Sovereign Default Risk and Private Sector Access to Capital in Emerging Markets. IMF Working Paper 10/10. International Monetary Fund.
- Das, U. S., Papaioannou, M.G., & Trebesch, C. (2012). Sovereign Debt Restructurings 1950-2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts. IMF Working Papers.
- De Bolle M., Rother B. & Hakobyani. I. (2006). The Level and Composition of Public Sector Debt in Emerging Market Crises, IMF Working Paper, WP/06/186, IMF, 35p. Lien électronique : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2006/wp06186.pdf>
- De Paoli, B. S. (2009). Output Costs of Sovereign Crises: Some empirical estimates. Bank of England Working Paper, No 362
- De Paoli, B., Hoggarth, G., Saporta, V. (2006). Costs of Sovereign Default. Bank of England Financial Stability Paper. No. 1.
- Dell’Ariccia, G., Schnabel, I. & Zettelmeyer, J. (2002). Moral Hazard and International Crisis Lending: A Test. IMF Working Paper 02/181. International Monetary Fund.
- Dessus S., Lafay J-D. & Morrison C. (1997). Un modèle politico-économique de la politique de stabilisation en Afrique. *Revue d’Économie du Développement* , 4, 1997, p. 3-34.

- Desta A. (1985). Assessing Political Risk in Less Developed Countries. *Journal of Business Strategy*, Spring, 5 (4), 40–53.
- Detragiache, E. & Spilimbergo, A. (2001). Crises and Liquidity: Evidence and Interpretation. IMF Working Paper No. 01/2. International Monetary Fund.
- Diaz-Cassou J., Erce-D. & Vasquez-Zamora J. (2008). Recent episodes of sovereign debt restructurings: a case study approach. *Documentos Ocasionales*, №0804, Banco de Espana.
- Dixit, A., & Londregan J. (2000). Political Power and the Credibility of Government Debt. *Journal of Economic Theory* 94 (September): 80–105.
- Dooley, M (2000). Can output losses following international financial crises be avoided? NBER Working Paper No.7531.
- Drazen A. (2000). *Political economy in macroeconomics*. Princeton University Press, Princeton, New Jersey.
- Dreesbeke J.J., Fichet B., Tassi P. (1989). *Analyse statistique des durées de vie*, Paris : Economica.
- Easterly, W. (2002). How Did Heavily Indebted Poor Countries Become Heavily Indebted? Reviewing Two Decades of Debt Relief. *World Development*, Vol. 30, No. 10, pp. 1677-1696.
- Eaton J. & Gersovitz M. (1981). Debt with Potential Repudiation: Theoretical and Empirical Analysis. *The Review of Economic Studies*, Vol. 48, No. 2 (Apr., 1981), pp. 289-309. Oxford University Press.
- Eaton J. & Fernandez, R. (1995). Sovereign Debt. NBER Working Paper No. 5131. May 1995.
- Eaton, J. & Gersovitz, M. (1981). Debt with Potential Repudiation: Theoretical and Empirical Analysis. *Review of Economic Studies*, 48(2): 289–309.
- Eaton J., Gersovitz M. et Stiglitz J, E. (1986). The Pure Theory of Country Risk. *European Economic Review*, Jun, 30 (3), 481–513.
- Eaton, J. & Samuel K. (2001). Trade In Capital Goods. *European Economic Review*, 2001, v45(7,Jun), 1195-1235
- Eaton, J., Gersovitz, M. & Stiglitz J. E. (1986). The Pure Theory of Country Risk. *European Economic Review*. 30(3): 481–513.

- Eaton, J., Gersovitz, M. (1981). Debt with potential repudiation: theoretical and empirical analysis. *Review of Economic Studies* 48 (2), 289–309.
- Eichengreen B. (2003). Restructuring Sovereign Debt. *Journal of Economic Perspectives*, American Economic Association, 17(4), 75-98.
- Eichengreen B., Hausmann R. & Panizza U. (2002). Original Sin: the Pain, the Mystery and the Road to Redemption ». Préparé pour la conférence « Currency Mismatching: redemption Debt from the Original Sin ». Banque interaméricaine de développement, Washington, 21-22 Novembre.
- Eichengreen, B. & Portes R. (1995). *Crisis? What Crisis? Orderly Workouts for Sovereign Debtors*. London: Centre for Economic Policy Research.
- Eichengreen, B., Hausmann, R., & Panizza, U. (2003). Le péché originel : le calvaire, le mystère et le chemin de la rédemption. *L'Actualité économique, Revue d'analyse économique*.
- Eliasson, A. (2002). Sovereign credit ratings. Working Papers 02-1, Deutsche Bank.
- Eng, M. V., Lees, F. A. & Mauer, L. J. (1998). *Global Finance*, Addison-Wesley. (OR. Cat. WP/1039, A, B), p 427.
- English, W. B. (1996). Understanding the Costs of Sovereign Default: American State Debts in the 1840s. *American Economic Review*, Vol. 86, No. 1 (March) pp. 259–75.
- English, W. B. (1996). Understanding the Costs of Sovereign Default: American State Debts in the 1840s. *American Economic Review*, Vol. 86, No. 1 (March) pp. 259–75.
- Erce, A. & Díaz-Cassou, J. (2010). Creditor Discrimination During Sovereign Debt Restructurings (September 3, 2010). Banco de Espana Working Paper No. 1027.
- Feder G. & Uy L, V. (1985). The Determinants of International Creditworthiness and Their Policy Implications. *Journal of Policy Modeling*, Spring, 7 (1), 133–56.
- Feils D, J. & Sabac F, M. (2000). The Impact of Political Risk on the Foreign Direct Investment Decision: A Capital Budgeting Analysis. *Engineering Economist*, 45 (2), 129–43.
- Fernandez, R., & Rosenthal R.W. (1990). Strategic Models of Sovereign-Debt Renegotiations. *Review of Economic Studies*, 57(3): 331–49.
- Ferreira M. A. & Gama, P.M. (2007). Does Sovereign Debt Ratings News Spill Over to International Stock Markets. *Journal of Banking and Finance* 31: 3162-3182.

- Fitzpatrick M. (1983). The Definition and Assessment of Political Risk in International Business: A Review of the Literature. *Academy of Management Review*, Apr, 8 (2), 249–54.
- Flandreau, M., & Zumer F. (2004). *The Making of Global Finance 1880–1913*. OECD Development Center Research Monograph.
- FMI. (2002). *Sovereign Debt Restructurings and the Domestic Economy Experience in Four Recent Cases*. Washington DC: International Monetary Fund, Policy Development and Review Department, 21 Février 2002.
- FMI. (2013). *Sovereign debt restructuring – recent developments and implications for the fund’s legal and policy framework*. 26 Avril 2013.
- Frankel, J.A & Rose A.K. (1996). *Currency Crashes in Emerging Markets: Empirical indicators*. NBER Working Paper, No. 5437
- Frankel, F. R. (2005). *India's Political Economy: The Gradual Revolution (1947-2004)*. Centre for the Advanced Study of India, University of Pennsylvania.
- Fuentes, M. & Saravia, D. (2010). *Sovereign Defaulters: Do International Capital Markets Punish Them?* *Journal of Development Economics*, Elsevier, 91(2): 336-347.
- Gabriel P, P. (1966). *The Investment in the LDC: Asset with a Fixed Maturity*. *Columbia Journal of World Business*, Summer, 1 (3), 109–19.
- Gaddis J, L. (1992/93). *International Relations Theory and the End of the Cold War*. *International Security*, 17, 5–58.
- Gande, A. & Parsley D. (2005). *News Spillovers in the Sovereign Debt Market*. *Journal of Financial Economics* 75: 691-734.
- Gaurtrieaud. S. (2002). *Le risque pays : approche conceptuelle et approche pratique*, ATER-Centre d’économie du développement, Université Montesquieu Bordeaux IV, 2002, 31 p.
- Gelos, G., R. Sahay, & G. Sandleris. (2004). *Sovereign Borrowing by Developing Countries: What Determines Market Access?* Working paper 04/221, IMF, 2004.
- Gelos, G. R., G. Sandleris & Sahay, R. (2011). *Sovereign Borrowing by Developing Countries: What Determines Market Access?* *Journal of International Economics* 83(2): 243-254.
- Gennaioli, N., Alberto M., & Rossi S. (2010). *Sovereign Default, Domestic Banks and Financial Institutions*. Barcelona, Spain: Centre de Recerca en Economia & Imperial College.

- Georgievska. A, Georgievska. L, A. Stojanovic A., & Todorovic. N. (2008). Sovereign Rescheduling Probabilities in Emerging Markets: A comparison with credit rating agencies' rating. *Journal of Applied Statistics* 35:9, 1031-1051.
- Ghose, T. K. (1988). How to analyse country risk. *Asian Finance*, October, 61–63.
- Global Development Finance. (2012). *External Debt of Developing Countries*. The World Bank.
- Goretti, M. (2005). The Brazilian Currency Turmoil of 2002: A Nonlinear Analysis. *International Journal of Finance & Economics* 10:289–306.
- Gori S. (2002). A Cognitive Approach to Political Risk Analysis. Working Paper, 26 April 2002.
- Grande, A. & Parsley, D.C. (2003). News spillovers in the sovereign debt market. *Journal of Financial Economics*. 18 November 2003.
- Greene, W. H. (2000). *Econometric analysis*. (4th edition). Prentice Hall.
- Grossman, H. I., & Van Huyck. J. B. (1988). Sovereign Debt as a Contingent Claim: Excusable Default, Repudiation, and Reputation. *American Economic Review*, Vol. 78, No. 5 (December), pp. 1088–97.
- Guembel, A., & Sussman, O. (2009). Sovereign Debt without Default Penalties. *Review of Economic Studies* 76 (October):1,297–320.
- Gymah-Brempong, K. (1995). Non elite political instability and economic growth: Evidence from Sub Saharan Africa. Department of economic, University of South Florida.
- Hadenius, A. & Teorell, J. (2007). Pathways from authoritarianism. *Journal of democracy*, vol. 18, no. 1, pp. 143\_157, 2007.
- Haque N., Kumar M., Mark N. & Mathieson D. (1996). The Economic Content of Indicators of Developing Country Creditworthiness. *IMF Staff Papers*, 43, 688-724.
- Haque N., Mark N. & Mathieson D. (1998). The Relative Importance of Political and Economic Variables in Creditworthiness Ratings. *IMF Working Paper*, 98/46.
- Häsel, S. (2010). Trustees versus fiscal agents and default risk in international sovereign bonds. *German working papers in Law and economics*.
- Hatchondo, J. C., & Martinez L. (2009). Heterogeneous borrowers in quantitative models of sovereign default. *International Economic Review*, Vol 50, No 4, November 2009.

- Hatchondo, J. C., & Martinez L. (2009). Long-Duration Bonds and Sovereign Defaults. *Journal of International Economics* 79 (September): 117–25.
- Hatchondo, J. C., & Martinez L. (2009). The Politics of Sovereign Defaults. *Economic Quarterly – Volume 96, Number 3 – Third Quarter 2010 – Pages 291-317.*
- Hausmann, R., & Panizza, U. (2003). On the determinants of Original Sin: an empirical investigation. *Journal of International Money and Finance.*
- Hibbs, D. (1973). *Mass political violence: A cross-sectional analysis.* New York, Wiley and Sons.
- Hoti, S. & McAleer, M. (2004). An Empirical Assessment of Country Risk Ratings and Associated Models. *Journal of Economic Surveys*, Vol. 18, No. 4, pp. 539-588, September 2004.
- Howell L, D. & Chaddick B. (1994). Models of Political Risk for Foreign Investment and Trade: An Assessment of Three Approaches. *Columbia Journal of World Business*, Fall, 29 (3), 70–91.
- Howell, L. D. (2001). *The Handbook of Country and Political Risk Analysis*, 3<sup>rd</sup> edition, New York: PRS Group.
- Hu, Y.-T.; Kiesel, R. & Perraudin, W. (2002). The estimation of transition matrices for sovereign credit ratings. *Journal of Banking & Finance*, 26 (7), 1383-1406.
- Hurlin, C. (2003). *Econometrie des variables qualitatives. Chapitre 2, Modèles Logit Multinomiaux Ordonnés et non Ordonnés*, Université d'Orléans.
- Idlemouden K. (2009). *Annulation de la dette extérieure et croissance : une application au cas des pays pauvres très endettés (PPTE).* Thèse de doctorat en Sciences économiques. Université de Paris Dauphine.
- Jeanne O. & Guscina A. (2006). *Government Debt in Emerging Market Countries: A New Data Set* », IMF Working Paper, WP/06/98, IMF, 31p.
- Jeanneau S. & Verdia C.P. (2005). Reducing financial vulnerability: the development of the domestic government bond market in Mexico. *BIS Quarterly Review*. December 2005.
- Juttner, D. J. (1995). Risk premia in foreign exchange and interest rates. In *International Finance and Global Investments*, 3rd edn. Melbourne: Longman, chapter 16.
- Jüttner J. & McCarthy J. (2000). *Modeling a Rating Crisis.* Working Paper, Macquarie University.

- Kaminsky, G. & Schmukler S., .2002. Emerging Markets Instability: Do Sovereign Rating Affect Country Risk and Stock Returns? World Bank Economic Review 16: 171-195.
- Kaplan, R., & Urwitz G. (1979). Statistical Models of Bond Ratings: A Methodological Inquiry. Journal of Business, 52, no. 2: 231-61.
- Kaufmann K., Kraay, K. & Mastruzzi, M. (2010). The worldwide governance indicators: a summary of methodology, data and analytical issues, World Bank Policy Research Working Paper, vol. 5430, 2010.
- Kim, S-J. & Wu E. (2008). Sovereign Credit Ratings, Capital Flows and Financial Sector Development in Emerging Markets. Emerging Markets Review 9: 17-39.
- Kletzer, K, M., & Wright. B, D. (2000). Sovereign Debt as Intertemporal Barter. American Economic Review, 90(3): 621–39.
- Kobrin S, J. (1979). Political Risk: A Review and Reconsideration. Journal of International Business Studies, Spring/Summer, 10 (1), 67–80.
- Kohlscheen, E. (2007). Why are there Serial Defaulters? Evidence from Constitutions. Journal of Law and Economics 50(4): 713–30.
- Kraay, A. & Nehru, V. (2006). When Is External Debt Sustainable? World Bank Economic Review, 20, 341–365.
- Krayenbuehl, T. E. (1985). Country Risk: Assessment and Monitoring, Toronto: Lexington Books.
- Krueger A. (2001). International financial architecture for 2002: A new approach to sovereign debt restructuring. National Economists' Club Annual Members' Dinner, American Enterprise Institute, Washington D.C., 26 Novembre.
- Lambertini L. (2004). Volatility and sovereign default. Unpublished: Boston College.
- Lapalle M. (2012). Etude des impacts de la démarche globale de RSE sur les attitudes et comportements des parties prenantes internes et externes de l'organisation : salariés, clients et militants. Le cas d'une entreprise de l'économie sociale : La MAIF. Thèse de doctorat en Sciences de gestion, Université Toulouse I Capitole, Janvier.
- Larrain G., Helmut R. & Maltzan J. (1997). Emerging Market Risk and Sovereign Credit Ratings. OECD Development Center. Technical Paper, 124.
- Le Bras H. (2000). Naissance de la mortalité, Col. Hautes Etudes, Gallimard – Le Seuil

- Lee S. (1993). Relative Importance of Political Instability and Economic Variables on perceived Country Credit Worthiness. *Journal of international business studies*. February 1993.
- Levin, A. & Lin, C.F. (1992). Unit root tests in panel data: Asymptotic and finite sample properties. Discussion Paper 56, Department of Economics, University of California at San Diego.
- Levin, A. & Lin, C.F. (1993). Unit root tests in panel data: new results. Discussion Paper 92-93, Department of Economics, University of California at San Diego.
- Levy-Yeyati, E. & Panizza U. (2011). The Elusive Cost of Sovereign Defaults. *Journal of Development Economics* 94(1): 95-105.
- Lim, C. H., Medeiros, C. & Xiao Y. (2005). Quantitative Assessments of Sovereign Bond Restructurings. Unpublished Paper, International Capital Markets Department, International Monetary Fund.
- Lim, C. H., Medeiros, C. & Yingbin X. (2005). Quantitative Assessments of Sovereign Bond Restructurings. Unpublished Paper, International Capital Markets Department, International Monetary Fund.
- Lindert, P., & Morton P. (1989). How Sovereign Debt Has Worked in Developing Country Debt and the World Economy. Ed. by Jeffrey Sachs (Chicago and London: The University of Chicago Press).
- Londregan, J. B. & Poole T. (1990). Poverty, The Coup Trap, and the Seizure of Executive Power. *World Politics*, 42,151–183.
- Lorenzo F. & Pisani M. (2013). Macroeconomic Effects of Sovereign Restructuring in a Monetary Union: A Model-based Approach. IMF Working Papers 13/269, International Monetary Fund.
- Manasse, P. & Roubini N. (2009). Rules of thumb' for sovereign debt crises. *Journal of International Economics*, 78, 192–205.
- Manasse, P., Roubini, N. & Schimmelfennig A. (2003). Predicting Sovereign Debt Crises. IMF Working Paper 03/221 (Washington: International Monetary Fund)..
- Mankiw N. G. (2010). *Macroeconomics*, 7th Edition. Worth Publishers.
- Marois, B. (1990). *Le risque pays, Que Sais-Je*, PUF, 127 p. – E2.079
- Marshall M. G., Jagers T. R. & Gurr K.. (2013). Polity IV project: Political regime characteristics and transitions, 1800-2012, <http://www.systemicpeace.org/>, Tech. Rep., 2013.

- Martinez, J., & Sandleris G. (2006). Is it Punishment? Sovereign Defaults and the Decline in Trade. Unpublished.
- McKelvey, R. C. & Zaviona, W. (1975). A Statistical Model for the Analysis of Ordinal Level Dependent Variables. *Journal of Mathematical Sociology* 4, pp. 103-120.
- McKenzie D. (2002). An Econometric Analysis of IBRD Creditworthiness. World Bank, Policy Research Working Paper.
- Meldrum D, H. (2000). Country Risk and Foreign Direct Investment. *Business Economics*, Jan, 35 (1), 33–40.
- Mellios, C. & Paget Blanc E. (2006). Which factors determine sovereign credit ratings? *The European Journal of Finance* 12:361-377.
- Mendoza, E.G., & Yue, V.Z., (2008). A solution to the default risk-business cycle disconnect. NBER Working Paper, p. 13861.
- Merrill J. (1982). Country Risk Analysis. *Columbia Journal of World Business*, Spring, 17 (1), 88–91.
- Mitchener, K. J. & Weidenmier M. D. (2005). Supersanctions and Sovereign Debt Repayment. NBER Working Papers 11472, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Monfort B. & Mulder C. (2000). Using Credit Ratings for Capital Requirements on Lending to Emerging Market Economies: Possible Impact of a New Basel Accord. IMF Working Paper, 00/69.
- Moody's. (2002). Sovereign Rating History: Special Comment. New York: Moody's Investors Service, January, 73505.
- Moon, C. G. & Stotsky, J.G. (1993). Testing the Differences Between the Determinants of Moodys and Standard and Poors Ratings. *Journal of Applied Econometrics* 8, pp. 51-69.
- Nelson W.B. (1972). Theory and applications of hazard plotting for censored data. *Technometrics*, 14, 945-965.
- Nelson, C.; Plosser, C. (1982). Trends and random walks in macroeconomic time series: some evidence and implications. *Journal of Monetary Economics*, v. 10, p. 139-169.
- Osler S. & Tabellini, G. (1992). External debt and political instability. Department of economics, UCLA, Los Angeles.
- Ozler, S. (1993). Have Commercial Banks Ignored History? *American Economic Review*, Vol. 83, No. 3 (June), pp. 608–20.

- Paget Blanc, E. & Painvin, N. (2007). *La Notation financière : Rôle des agences et méthodes de notation*. Dunod (21 mars 2007). ISBN-13: 978-2100484263.
- Paget Blanc, E. & Souissi, S. (2012). Foreign currency debt burden and reserve-currency status: Which impact on the sovereign credit ratings? Université d'Evry-Val-d'Essonne.
- Panizza, U., Sturzenegger, F. & Zettelmeyer, J. (2009). The Economics and Law of Sovereign Debt and Default. *Journal of Economic Literature*.
- Pattillo, C., Poirson, H. & Ricci L.A. (2011). External Debt and Growth. Review of Economics and Institutions. Perceived Country Creditworthiness. *Journal of International Business Studies*, 24, 801-812.
- Pesaran, H. & Shin, Y. (1999). An Autoregressive Distributed Lag Modelling Approach to Cointegration in Econometrics and Economic Theory in the 20th Century. The Ragnar Frisch Centennial Symposium Cambridge University Press, chapter. 4, pp. 371-413.
- Pesaran, H. & Smith, R. (1995). Estimating Long-Run Relationships from Dynamic Heterogeneous Panels. *Journal of Econometrics*, vol. 68, no. 1, pp. 79-113.
- Pesaran, H. (1997). The Role of Econometric Theory in Modelling the Long Run. *Economic Journal*, vol.107, no. 440, pp. 178-191.
- Pesaran, M.H., Shin, Y. & Smith, R.P. (1999). Pooled Mean Group Estimation of Dynamic Heterogeneous Panels. *Journal of the American Statistical Association*, 94(446), 621-634.
- Petitpont J-L. (2009). L'inflation est-elle une solution pour réduire les déficits? », *Les Échos*, 17 septembre 2009.
- Pimentel, L., & Murphy, H. (2006). Ecuador's Bonds Fall on Correa's Restructure Pledge, Oil Prices. *Bloomberg* (2006), November 17.
- Planchet, F. (2014). *Modèles de durée*. Support de cours 2014-2015, Septembre 2014.
- Raffinot M. (2008). *La dette des tiers mondes*, coll. Repères. La Découverte, 128p
- Ray J,L. & Russett B. (1996). The Future as Arbiter of Theoretical Controversies: Predictions, Explanations and the End of the Cold War. *British Journal of Political Science*, Oct, 26, 441–70.
- Reinhart, C. M. & Rogoff, K. (2008). *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton: Princeton University Press.
- Reinhart, C. M. & Rogoff, K. (2011). From Financial Crash to Debt Crisis. *American Economic Review* 101(5): 1676-1706.

- Reinhart, C. M., Rogoff, K. S. & Savastano M. A. (2003). Debt Intolerance. *Brookings Papers on Economic Activity*, 34, 1–74.
- Reisen, H. & Maltzan, J. (1999). Boom and Burst and Sovereign Ratings. *International Finance*, 2 (2), 273-293.
- Rijckeghem, C. & Weder, B. (2009). Political Institutions and Debt Crises. *Public Choice* 138 (March): 387–408.
- Ritter, R. (2009). Transnational Governance in Global Finance: Principles for Stable capital flows and fair debt restructuring in Emerging markets” Occasional Paper Series, numéro 103.
- Rivoli P. & Brewer T. (1997). Political Instability and Country Risk. *Global Finance Journal*, Fall–Winter, 8 (2), 309–21.
- Robock S, H. (1971). Political Risk: Identification and Assessment. *Columbia Journal of World Business*, Jul/Aug, 6 (4), 6–20.
- Robock, S. H. & Simmonds, K. (1973). *International Business and multinational Enterprise*, R. Irwin, Homewood.
- Rochet, J.C. (2006). Optimal sovereign debt: an analytical approach. IDB Research Department Working Paper, p. 573.
- Rodado, J. C. (2012). Les marchés émergents sont-ils bien notés. *Flash Economie – Recherche économique* numéro 797 – 19 Novembre 2012.
- Root F, R. (1968). The Expropriation Experience of American Companies. *Business Horizons*, 11 (2), 69–74.
- Root F, R. (1972). Analyzing Political Risks in International Business. In: A Kapoor and PD Grub, eds *The Multinational Enterprise in Transition*. Princeton: Darwin Press, 354–65.
- Rose, A. (2005). One Reason Countries Pay their Debts: Renegotiation and International Trade. *Journal of Development Economics*, 77(1). 189-206.
- Roubini N. (2001). Debt sustainability: how to assess whether a country is insolvent » Unpublished, Décembre 2001.
- Roubini, N. (2002). Do we need a bankruptcy regime? *Brookings Papers on Economic Activity* 1 : 321-333.
- Rummel R, J & Heenan D, A. (1978). How Multinationals Analyze Political Risk. *Harvard Business Review*, Jan/Feb, 56 (1), 67–76.

- Sandleris G. (2008). Sovereign defaults: Information, investment and credit, *Journal of International Economics* 76 (2), 267-275.
- Santiso, J. (2003). *The political economy of emerging markets: actors, institutions and crisis in Latin America*. New York, Palgrave Macmillan.
- Schwartz E,S. & Zurita S. (1992). Sovereign Debt: Optimal Contract, Underinvestment, and Forgiveness. *Journal of Finance*, Jul, 47 (3), 981–1004.
- Schwengler B. (2012). *Déficits publics : l’inertie française*. Edition Harmattan.
- Serbini, B. (2010). *Gestion des crises de dette souveraine : vers une révision des seuils de vote des Clauses d’Actions Collectives*. Université du Sud Toulon Var.
- Shapiro A, C. (1985). Currency Risk and Country Risk in International Banking. *Journal of Finance*, Jul, 40 (3), 881–91.
- Simon J, D. (1982). Political Risk Assessment: Past Trends And Future Prospects. *Columbia Journal of World Business*, Fall, 17 (3), 62–70.
- Sionneau B. (2000). *Risque-Pays et Prospective Internationale: Théorie et Application*. Thèse de Doctorat, Sciences de Gestion, CNAM.
- Solnik B, H. (1974a). The International Pricing of Risk: An Empirical Investigation of the World Capital Market Structure. *Journal of Finance*, 29 (2), May, 365–78.
- Somerville, H, (1990). *Negociar en Tiempos Dificiles*. Zig Zag Editores, Santiago, Chile.
- Stevens F, Y.(1997). Quantitative Perspective on Political Risk Analysis for Direct Foreign Investment – A Closer Look. *Multinational Business Review*, Spring, 5 (1), 77–84.
- Stobaugh R, B. (1969a). Where in the World Should We Put that Plant? *Harvard Business Review*, Jan/Feb, 47 (1), 129–36.
- Stobaugh R, B. (1969b). How to Analyze Foreign Investment Climates. *Harvard Business Review*, Sep/Oct, 47 (5), 100–8.
- Sturzenegger, F. & Zettelmeyer, J. (2006). *Debt Defaults and Lessons from a Decade of Crises* (Cambridge, Massachusetts: MIT Press)
- Sturzenegger, F. & Zettelmeyer, J. (2006). Has the Legal Threat to Sovereign Debt Restructuring become Real? *Business School Working Paper*, Universidad Torcuato Di Tella, p 58.
- Sturzenegger, F. (2004). Toolkit for the analysis of debt problems. *Journal of Restructuring Finance* 1 (1), 201–203.

- Tirole, J. (2002). *Financial Crisis, Liquidity and the International Monetary System*. Princeton University Press.
- Tomz, M., & Wright, M. L. J. (2007). Do Countries Default in 'Bad Times'? *Journal of the European Economic Association* 5 (2007), 352–60.
- Trebesch, C. (2008). *Delays in Sovereign Debt Restructurings. Should we Really Blame the Creditors?* Free University of Berlin and Hertie School of Governance. July 2008.
- Trebesch, C. (2011). *Sovereign Debt Restructurings 1950-2010: A New Database*. Unpublished Paper, University of Munich.
- Trevino, L., & Thomas S. (2001). Local versus Foreign Currency Ratings: What Determines Sovereign Transfer Risk? *The Journal of Fixed Income* 11:1, 65-75.
- Usher D. (1965). Political Risk. *Economic Development and Cultural Change*, Jul, 453–62.
- Van Rijckeghem, C., & Weder B. (2009). Political Institutions and Debt Crises. *Public Choice* 138(3): 387–408.
- Venerie, Y. & Gupta D. (1986). Income distribution and socio-political instability as determinants of savings: A cross-sectional model. *Journal of political Economy* 96, 873-883.
- Weber P-F. (2005). (Re)structuration des dettes souveraines : Où en est-on? *Direction des relations internationales et européennes, Revue de la stabilité financière*, Novembre 2005, numéro 7.
- Weston V, F. & Sorge B, W. (1972). *International Managerial Finance*. Homewood, IL: Irwin.
- Zenoff D. (1967). Profitable, Fast Growing, But Still the Stepchild. *Columbia Journal of World Business*, Jul/Aug, 2 (4), 51–6.

# ANNEXES

**Annexe A1 : Flux de dette nette vers les pays en voie de développement, de 2001 à 2011.**

\$Milliards

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Flux de dette nette</b>	51.2	8.6	81.0	120.5	138.8	200.0	487.8	229.2	159.6	508.2	464.5
<b>Créditeurs publics</b>	30.9	6.8	-11.9	-24.3	-64.3	-68.9	1.6	30.4	81.0	73.2	30.0
<b>Bilatéraux</b>	-3.6	-8.2	-13.6	-12.1	-31.6	-45.8	-10.6	-1.2	7.1	12.8	5.8
<b>Multilatéraux</b>	34.5	15.0	1.7	-12.2	-32.6	-23.1	12.2	31.7	73.9	60.4	24.1
<b>Banque Mondiale</b>	7.4	-0.5	-2.6	2.4	2.6	-0.3	5.2	7.2	18.3	22.4	6.6
<b>FMI</b>	19.5	14.2	2.4	-14.7	-40.2	-26.7	-5.1	10.8	26.8	13.8	0.5
Autres multilatéraux	7.6	1.3	1.9	0.2	4.9	3.9	12.2	13.6	28.8	24.1	17.0
<b>Créditeurs privés</b>	20.3	1.7	92.9	144.8	203.1	269.0	486.3	198.8	78.7	435.1	434.6
<b>Flux de dette nette à long et moyen terme</b>	0.1	-1.0	38.2	86.1	118.0	171.1	284.8	216.0	60.9	177.6	245.3
<b>Dette publique garantie</b>	3.3	3.8	1.5	40.8	33.3	17.7	50.8	6.2	40.8	85.5	71.4
<b>Obligations</b>	18.9	16.4	17.5	35.5	19.8	1.1	24.1	9.5	39.0	68.9	59.5
Banques et autres créditeurs privés	-15.6	-12.6	-15.9	5.3	13.5	16.6	26.7	-3.2	1.8	16.5	11.9
<b>Dette privée non garantie</b>	-3.2	-4.8	36.7	45.3	84.7	153.4	234.0	209.7	20.1	92.1	173.9
<b>Obligations</b>	0.2	-2.4	1.3	2.1	25.5	32.4	42.8	-18.1	22.1	60.7	64.3
Banques et autres créditeurs privés	-3.5	-2.4	35.4	43.2	59.2	121.0	191.2	227.8	-1.9	31.3	109.6
<b>Flux de dette nette à CT</b>	20.3	2.8	54.7	58.6	85.1	97.9	201.4	-17.1	17.8	257.6	189.3

Source: World Bank Debtor Reporting System.

Source: Global Development Finance Report 2013.

## **Annexe A2 : Spécificités dans la répartition de l'échantillon**

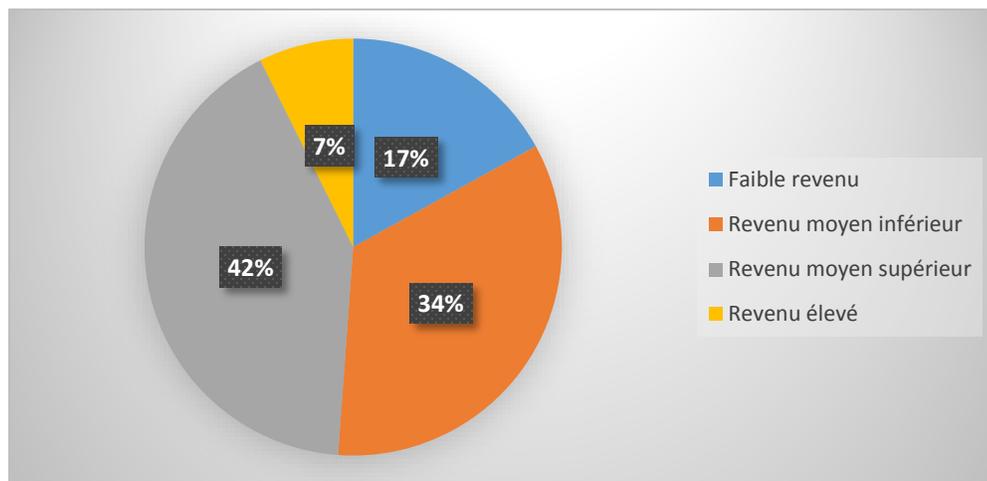
### **1) Liste des 42 pays composant l'échantillon de base - Risque souverain et économique**

Albanie, Angola, Argentine, Bénin, Belize, Bolivie, Bosnie Herzégovine, Brésil, Burkina Faso, Cameroun, Croatie, République Dominicaine, Equateur, Egypte, Gabon, Géorgie, Ghana, Grenade, Honduras, Indonésie, Jamaïque, Jordanie, Kenya, Macédoine, Madagascar, Mali, Mozambique, Nigéria, Pakistan, Paraguay, Pérou, Russie, Rwanda, Sénégal, Serbie, Seychelles, Slovénie, Ouganda, Ukraine, Venezuela, Vietnam, Zambie.

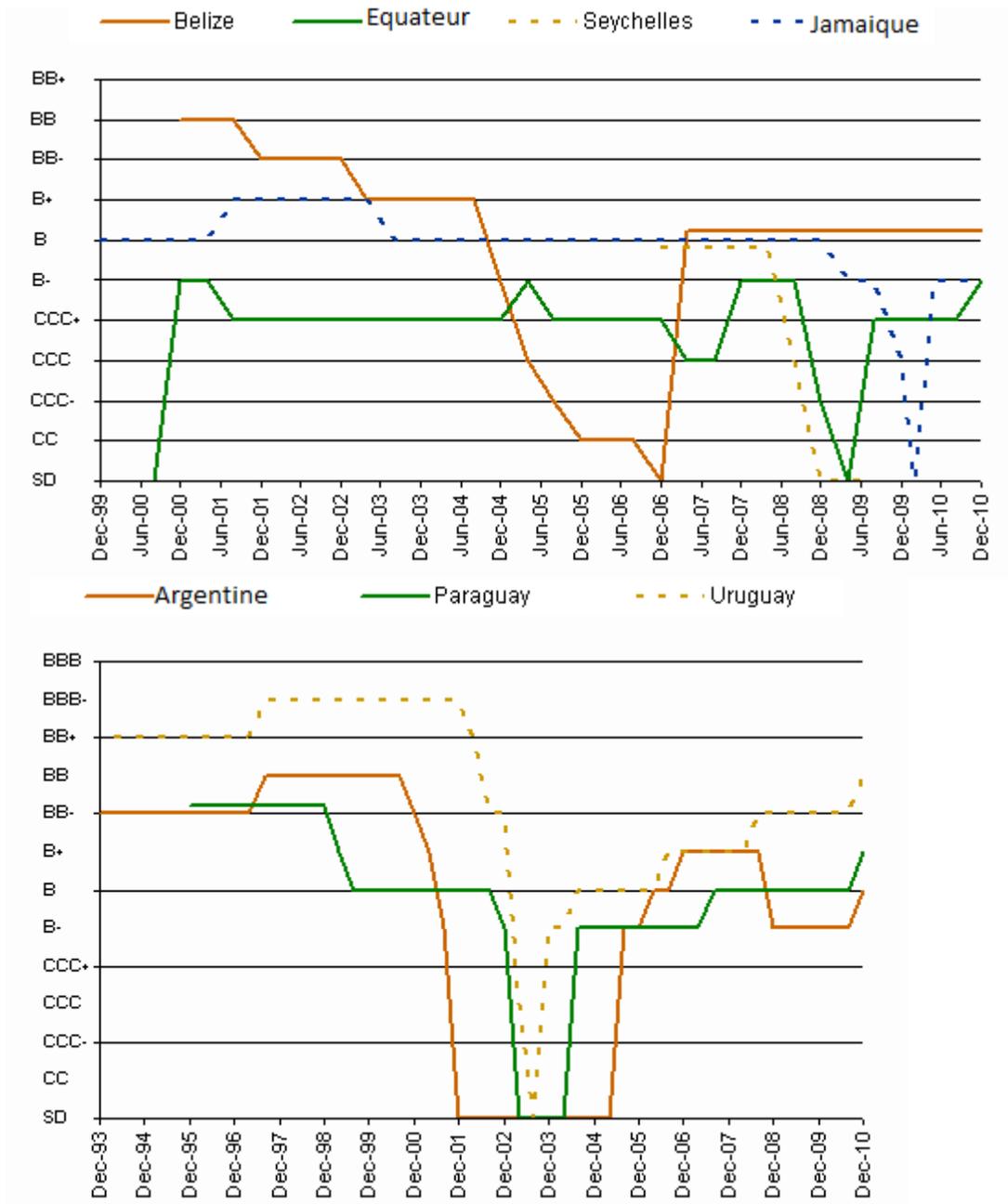
### **2) Liste des 38 pays composant l'échantillon des pays étudiés – Risque politique**

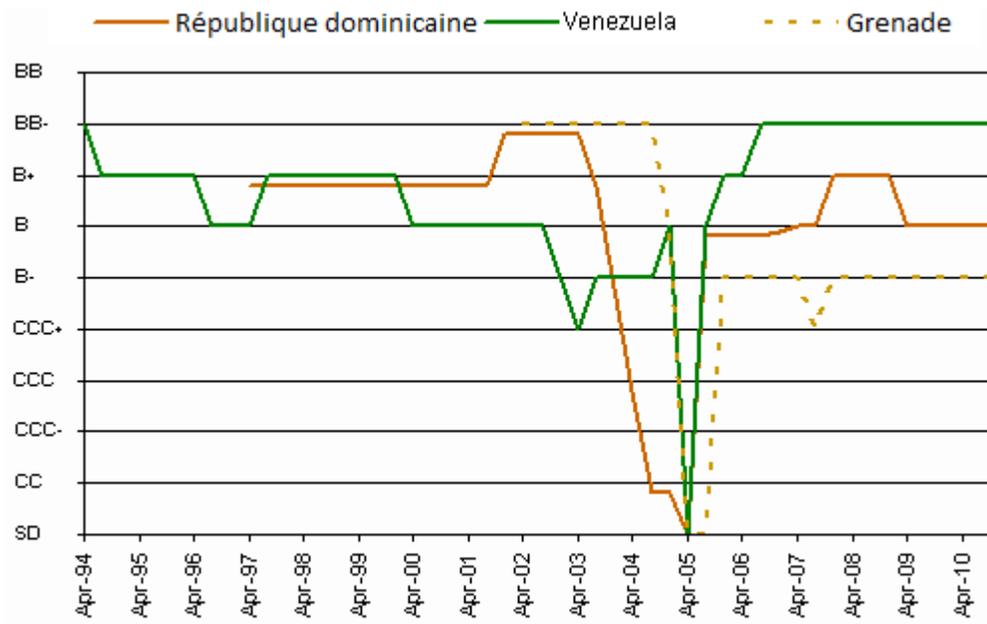
Albanie, Angola, Argentine, Bénin, Bolivie, Bosnie Herzégovine, Brésil, Burkina Faso, Cameroun, Croatie, République Dominicaine, Equateur, Egypte, Gabon, Géorgie, Ghana, Honduras, Indonésie, Jamaïque, Jordanie, Kenya, Macédoine, Madagascar, Mali, Mozambique, Nigéria, Pakistan, Paraguay, Pérou, Russie, Rwanda, Sénégal, Slovénie, Ouganda, Ukraine, Venezuela, Vietnam, Zambie

### **3) Composition de l'échantillon en fonction des groupes de revenu**



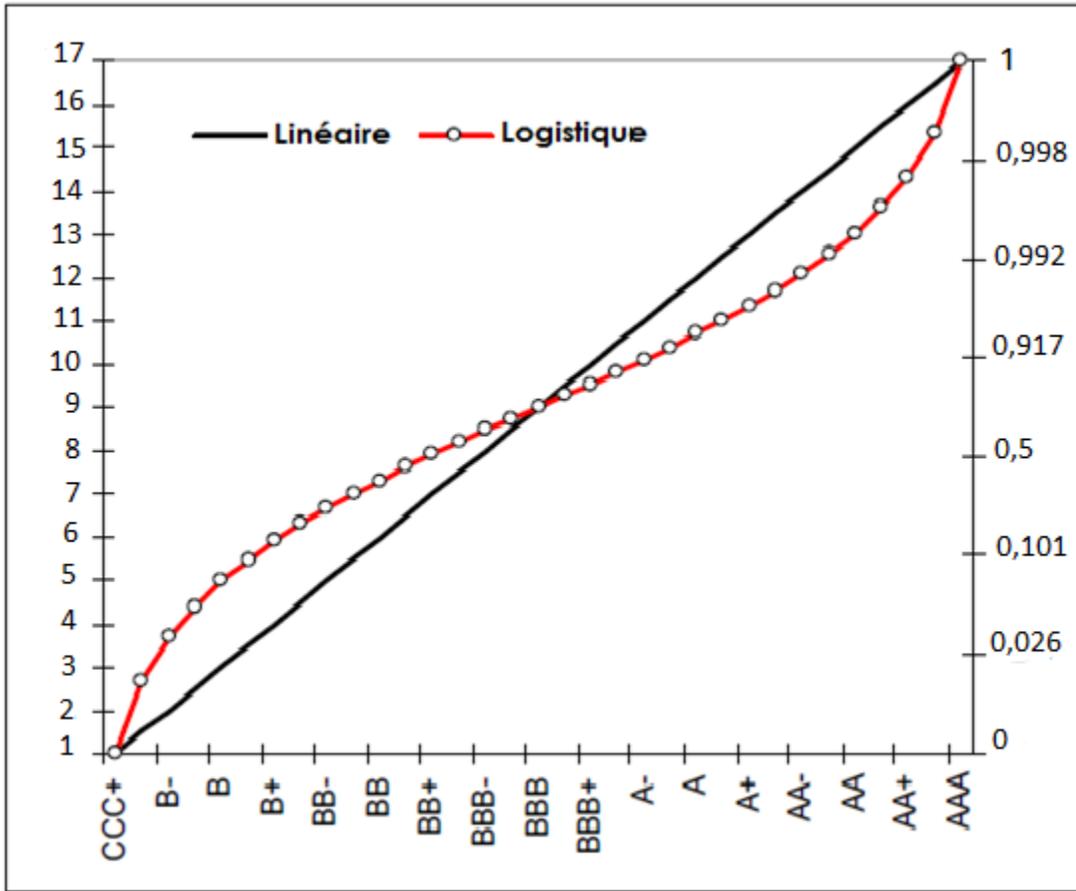
**Annexe A3 : Évolution des notations souveraines (en devise étrangère) avant et après un évènement de défaut.**





Source : Standard and Poors' (2011)

**Annexe A4 : Distinction entre les différentes formes de conversion de la notation.**



## Annexe A5 : Cut-off points pour la régression logistique

### 1) *Cut-off points* pour la régression logistique sur l'impact des événements de crédit sur la notation souveraine

	Variable dépendante : Notation souveraine				
	Reg 11	Reg 12	Reg 13	Reg 14	Reg 15
/cut 1	-11,24	-11,81	-11,96	-11,23	-3,45
/cut 2	-8,99	-9,48	-9,83	-9,13	-2,2
/cut 3	-7,05	-7,44	-7,7	-7,01	-0,77
/cut 4	-5,39	-5,73	-6	-5,34	0,11
/cut 5	-4,49	-4,78	-5,04	-4,25	1,02
/cut 6	-3,73	-3,97	-4,21	-3,47	1,63
/cut 7	-2,16	-2,34	-2,53	-1,48	1,98
/cut 8	-0,44	-0,59	-0,72		2,55
/cut 9					3,16
/cut 10					3,28
/cut 11					3,99
/cut 12					4,13
/cut 13					4,47

### 2) *Cut-off points* pour la régression logistique pour les pays par niveau de risque

	Variable dépendante : Notation souveraine					
	Risque faible et moyen			Risque élevé		
/cut 1	2,743	2,022		-4,39		-4,43
/cut 2	6,456	6,542		-2,88		-3,04
/cut 3	7,969	8,633		-1,64		-1,71
/cut 4	9,786	9,859		-0,38		-0,49
/cut 5				0,55		0,47
/cut 6				1,51		1,45

## Annexe A6 : Liste des abréviations

APU	Administrations publiques	MCO	Moindres Carrés Ordinaires
BERI	<i>Business Environment Risk Intelligence</i>	MRDS	Mécanisme de Restructuration de la Dette Souveraine [ <i>Sovereign Debt Restructuring Mechanism</i> ]
BM	Banque Mondiale	OCDE	Organisation de Coopération et de Développement Economique [ <i>Organisation for Economic Cooperation and Development</i> ]
CAC	Clauses d'Actions Collectives	ODAC	Organismes divers d'administration centrale
CDS	<i>Credit default swaps</i>	OMD	Objectifs du Millénaire pour le développement
COFA CE	Compagnie française d'assurance pour le commerce extérieur	PIB	Produit Intérieur Brut
CSP	<i>Center of Systemic Peace</i>	PNB	Produit National Brut
CVD	Cadre de Viabilité de la Dette	PNUD	Programme des Nations Unies pour le Développement
EPG	Epargne brute	PRS	<i>Political Risk Service</i>
FESF	Fonds Européen de Stabilité Financière	PSI	<i>Private Sector Involment</i>
FMI	Fonds Monétaire International	QOG	<i>Quality of Government Institute</i>
GDF	<i>Global Development Finance</i>	RNB	Revenu National Brut
ICCG	<i>International Country Risk Guide</i>	S&P	<i>Standard &amp; Poor's</i>
IDH	Indice de Développement Humain	SD	<i>Selective Default</i>
IPPTE	Initiative de Pays Pauvres Très Endettés	VAN	Valeur Actuelle Nette
ISDA	<i>International Swaps &amp; Derivatives</i>	WDI	<i>World Development Indicators</i>
LIA	<i>Politique des prêts en arriéré [The policy of Lending Into Arrears]</i>		



# TABLE DES MATIERES

<b>INTRODUCTION GENERALE</b>	<b>1</b>
I. Contexte de la recherche	2
II. Problématique de recherche	3
III. Pertinence du sujet de recherche	6
IV. Contributions à la recherche	9
V. Structure de la thèse	10
<b>PARTIE I : FORMULATION D'UN CADRE THÉORIQUE DE GESTION DE LA DETTE SOUVERAINE DE NOS JOURS</b>	<b>12</b>
Introduction de la première partie	13
<b>CHAPITRE 1 : PRÉSENTATION DES NOUVEAUX DÉFIS DE GESTION DE LA DETTE SOUVERAINE</b>	<b>15</b>
1.1 Introduction	15
1.2 Crises et faits saillants liés à la gestion de la dette souveraine de nos jours	16
1.2.1 Faits stylisés marquants de la gestion de la dette souveraine	16
1.2.2 Les conséquences des défauts et restructurations sur la dette souveraine	17
1.3 Fondements clés de la dette souveraine.	20
1.3.1 Définition	20
1.3.2 Différence entre dette de l'État et dette publique.	21
1.3.3 Différence entre dette domestique et dette extérieure	22
1.3.4 Terminologie de la dette souveraine spécifique à cette thèse	26
1.4 Caractéristiques clés de la dette souveraine	26
1.5 Défis de soutenabilité de la dette souveraine	31
1.6 Déficit (ou surplus) budgétaire et endettement souverain.	35
1.7 Analyse de l'impact des crises sur la dette souveraine	36
1.8 Conclusion	40
<b>CHAPITRE 2 : DU DÉFAUT SOUVERAIN À LA RESTRUCTURATION DE DETTE</b>	<b>42</b>
2.1 Introduction	42
2.2 Faits stylisés sur les récents cas de défauts et restructurations de dette souveraine	43
2.3 Distinction entre défaut souverain et restructuration de dette souveraine	46
2.3.1 Définitions	46

2.3.2 Codification d'un épisode de défaut souverain	49
2.3.3 Codification d'un épisode de restructuration de dette souveraine	50
2.4 Historique et répartition des épisodes de défauts souverains dans le temps	53
2.5 Évolution des restructurations de dette souveraine	55
2.6 Facteurs à la source et caractéristiques des défauts et restructurations de dette	57
2.7 Interventions des organisations internationales lors des processus de restructuration de dette	63
2.7.1 Rôles et critiques d'intervention du FMI	63
2.7.2 Rôle et interventions du Club de Paris	67
2.8 Conclusion	70
<b>CHAPITRE 3 : CADRE DE GESTION DES CRISES DE DETTE SOUVERAINE</b>	<b>72</b>
3.1 Introduction	72
3.2 Distinction entre les différentes formes de restructurations de dette.	73
3.3 Déroulement et durée des restructurations de dette	76
3.4 Difficultés liées à la participation des créanciers aux processus de restructurations de dette souveraine	81
3.5 Les mécanismes de restructuration de dette souveraine (MRDS)	85
3.6 Les Clauses d'Actions Collectives (CAC) et le Code de conduite	86
3.6.1 Les clauses d'action collectives (CAC)	86
3.6.2 Le Code de conduite	89
3.7 Conclusion	92
<b>CONCLUSION DE LA PREMIÈRE PARTIE</b>	<b>93</b>
<b>PARTIE II - EVALUATION DE L'IMPACT DES ÉVÈNEMENTS DE CRÉDIT SUR LES DÉTERMINANTS DU RISQUE PAYS</b>	<b>95</b>
<b>INTRODUCTION DE LA DEUXIÈME PARTIE</b>	<b>96</b>
<b>CHAPITRE 4 : IMPACT DES ÉVÈNEMENTS DE CRÉDIT SUR LE RISQUE SOUVERAIN</b>	<b>100</b>
4.1 Introduction	100
4.2 Le risque souverain dans la littérature	103
4.2.1 Réputation et exclusion des marchés	103
4.2.2 Conséquences sur le système bancaire	104
4.2.3 Impact des défauts et restructurations de dette sur les <i>spreads</i> de crédit	106
4.2.4 Conséquences sur la notation souveraine	108
4.3 Mesure du risque souverain à travers la notation souveraine	114
4.4 Méthodologie et données	120

4.4.1 Spécifications du modèle linéaire	121
4.4.2 Spécifications du modèle logistique ordonnée	122
4.4.3 Conversions linéaire et logistique de la notation	125
4.4.4 Analyse descriptive : données, sources et choix des variables explicatives	126
4.5 Analyse empirique des résultats	131
4.5.1 Régression linéaire testant l'impact des évènements de crédit sur le risque souverain	132
4.5.2 Impact spécifique des évènements de crédit dans le temps	136
4.5.3 Régression logistique testant l'impact des évènements de crédit sur le risque souverain	137
4.5.4 Analyse de l'impact des évènements de crédit sur le risque souverain selon les différents niveaux de risque.	141
4.6 Conclusion	145
<b>CHAPITRE 5 : IMPACT DES ÉVÈNEMENTS DE CRÉDIT SUR LE RISQUE ÉCONOMIQUE</b>	<b>147</b>
5.1 Introduction	147
5.2 Revue de littérature	149
5.2.1 Impact du défaut souverain sur la croissance économique	149
5.2.2 Impact des restructurations de dette souveraine sur la croissance économique	151
5.3 Méthodologie et données	154
5.3.1 Spécifications du modèle empirique	154
5.3.2 Données et statistiques descriptives	156
5.4 Analyse des résultats	159
5.4.1 Analyse transversale des données	159
5.4.2 Analyse empirique des résultats	162
5.5 Conclusion	171
<b>CHAPITRE 6 IMPACT DES ÉVÈNEMENTS DE CRÉDIT SUR LE RISQUE POLITIQUE</b>	<b>173</b>
6.1 Introduction	173
6.2 Études des impacts politiques des évènements de crédit : une revue de littérature	176
6.2.1 Liens de causalité entre évènements de crédit et risque politique	176
6.2.2 Risque politique et accessibilité aux marchés des capitaux	181
6.2.3 Tableau synoptique de la revue de littérature	183
6.3 Méthodologie et données	184
6.3.1 Définition et spécificités du modèle de durée	186
6.3.2 Détermination des outils probabilistes	192

6.3.3 Les modèles non-paramétriques	192
6.3.4 Les modèles paramétriques	194
6.3.5 Le modèle semi-paramétrique de Cox	196
6.3.6 Données et sources	197
6.4 Analyse empirique des résultats	201
6.4.1 Estimations non-paramétriques : analyse descriptive des résultats	201
6.4.2 Estimations paramétriques et semi-paramétrique	209
6.5 Conclusion	213
<b>CONCLUSION DE LA DEUXIÈME PARTIE</b>	<b>215</b>
<b>CONCLUSION GENERALE</b>	<b>217</b>
<b>LISTE DES FIGURES</b>	<b>222</b>
<b>LISTE DES TABLEAUX</b>	<b>223</b>
<b>BIBLIOGRAPHIE</b>	<b>225</b>
<b>ANNEXES</b>	<b>244</b>
Annexe A1 : Flux de dette nette vers les pays en voie de développement, de 2001 à 2011.	245
Annexe A2 : Spécificités dans la répartition de l'échantillon	246
Annexe A3 : Évolution des notations souveraines (en devise étrangère) avant et après un évènement de défaut.	247
Annexe A4 : Distinction entre les différentes formes de conversion de la notation.	249
Annexe A5 : Cut-off points pour la régression logistique	250
Annexe A6 : Liste des abréviations	251
<b>TABLE DES MATIERES</b>	<b>253</b>
<b>RÉSUMÉ DE LA THÈSE</b>	<b>257</b>

**Titre : Impact des évènements de crédit sur le risque pays : une étude empirique des pays émergents**

**Mots clés** : *Dettes souveraines, risque pays, défaut, restructuration de dettes souveraines.*

Cette thèse contribue à la littérature sur la dette souveraine et le risque pays, en étudiant notamment les impacts des évènements de crédit (défaut et restructuration de dette souveraine) sur le risque souverain, le risque économique et le risque politique. Notre analyse porte sur 42 pays émergents répartis entre l'Afrique, l'Amérique latine et l'Eurasie, sur une période allant de 1995 à 2013.

Premièrement, nous trouvons une diminution de la perception négative des créanciers suite à la mise en place d'un processus de restructuration de dette souveraine favorisant l'implantation de politiques structurelles et institutionnelles.

Deuxièmement, nous observons un impact positif de la restructuration de dette souveraine sur la croissance économique, notamment lorsqu'elle est enclenchée de manière préventive avant le défaut souverain.

Enfin, nos résultats confirment un raccourcissement de la durée de vie d'un régime politique au pouvoir suite à un évènement de crédit (particulièrement dans le cas des régimes présidentiels).

**Title: The impacts of credit events on country risk: an empirical study of the emerging countries.**

**Keywords**: *Sovereign debt, country risk, default, sovereign debt restructuring.*

**Abstract**: This thesis contributes to the literature on sovereign debt and country risk, by studying the impacts of credit events (default and sovereign debt restructuring) on sovereign risk, economical risk and political risk. Our analysis covers 42 emerging countries located in Africa, Latin America and Eurasia, from 1995 to 2013.

Firstly, we find a decrease in the negative perception of creditors following the establishment of a sovereign debt restructuring process which favors the implementation of structural and institutional policies.

Secondly, we observe a positive impact of a sovereign debt restructuring on economic growth, especially when engaged preventively before a sovereign default.

Finally, our results confirm a shortening of the duration of a political regime in power following a credit event (especially in the case of presidential regimes).