



Université d'Oran 2
Faculté des Sciences Economiques, Commerciales et des Sciences de
Gestion

THESE

Pour l'obtention du diplôme de Doctorat en Sciences
Sciences Commerciales

ENDETTEMENT ET DEVELOPPEMENT
CAS DE L'ALGERIE

Présentée et soutenue publiquement par :
Mlle NIMOUR MOUNA

Devant le jury composé de :

M.DERBAL Abdelkader	Professeur	Univ.d'Oran2	Président
M.BOULENOUAR Bachir	Maître de Conférences	AUniv.d'Oran 2	Rapporteur
M.REGUIEG ISSAD Driss	Professeur	Univ.d'Oran 2	Examineur
Mme.DAOUD Soltana	Professeur	Univ.USTO	Examineur
M.MADANI Benchohra	Professeur	Univ.de Tiaret	Examineur
M.BELMOKADDEM Mostafa	Professeur	Univ.deTlemcen	Examineur

Année 2015-2016

TABLES DES MATIÈRES

Introduction générale	6
Chapitre 1 : Analyse de la dette extérieure	
Introduction.....	13
Section 1 : Définition et analyse de la dette extérieure.....	14
1- Définition de la dette extérieure.....	14
1-1- Dette extérieure nette.....	14
1-2- Dette extérieure brute.....	15
2- Les raisons de l'endettement.....	15
3- Composition de la dette extérieure.....	16
3-1- La dette souveraine.....	16
3-2- La dette privée	17
4- Classification des instruments	17
4-1- Les investissements directs	17
4-2- Les investissements de portefeuille.....	18
4-3- Les prêts.....	19
4-4- Transactions de rachat sur titres.....	19
4-5- Contrats de crédit-bail	20
4-6- La monnaie fiduciaire et les dépôts.....	20
4-7- Les autres actifs et autres passifs	21
5- Analyse de la dette extérieure	21
5-1- Composition de la dette extérieure	22
5-2- Ventilation par monnaies et par taux de la dette extérieure	23
5-3- Service de la dette.....	24
5-4- Le rôle des avoirs.....	24
Section 2 : Les indicateurs d'endettement.....	26
1- Ratios et indicateurs de transferts.....	26
1-1- Les ratios	26

1-2- Les indicateurs de transferts	31
2- La nécessité de mesures alternatives de l'endettement externe.....	32
2-1- Les indicateurs proposés.....	32
2-2- Indicateur de soutenabilité de la dette (ISD).....	34
Section 3 : Capacité d'emprunt et endettement optimal.....	35
1- Capacité d'emprunt.....	35
2- Balance des paiements et évaluation de la capacité d'emprunt.....	36
2-1- Les variables changeantes.....	36
2-2- Les variables de compensations.....	37
2-3- Les variables rigides.....	37
3- Les facteurs déterminants de la capacité d'emprunt.....	37
4- Critères d'optimisation.....	38
5- Constitution du tableau de financement en devises	39
6- Endettement et croissance.....	42
6-1- Endettement, investissement et épargne.....	42
6-2- Les explications de la substitution	43
6-3- Apports de capitaux et taux de change réel	44
6-4- La crise de la dette et la surévaluation du taux de change	44
6-5- Paradoxe des transferts et appauvrissement par les financements extérieurs.	45
Conclusion.....	47
Chapitre 2 : Crise et gestion de la dette extérieure	
Introduction.....	49
Section 1 : La crise de la dette extérieure.....	51
1- Les mouvements financiers nord –sud	51
1-1- Les besoins de financement	51
1-2- Les effets des apports de capitaux	52
1-3- Le fardeau grandissant de la dette	53
1-4- Evolution de la dette extérieure des pays en voie de développement par région depuis 1970.....	54
2- De la crise de la dette souveraine aux crises financières systémiques	55

2-1- Les années 80, une crise de la dette bancaire souveraine.....	55
2-2- De nouvelles relations avec les créanciers	56
2-3-les crises financières des marchés émergents	57
2-4- Les difficultés de gestion des crises de la seconde génération	65
2-5- Vers de futures crises financières des marchés émergents	68
2-6- La quête difficile d'une stabilité des changes.....	69
3- Un endettement supportable	70
3-1- La contrainte externe	72
3-2- La contrainte budgétaire intertemporelle de la nation	73
Section 2 : La gestion de la dette extérieure.....	74
1- La gestion de la crise : acte I.....	74
1-1- Les acteurs	74
1-2- La restructuration du service de la dette	75
2- Gestion de la crise : acte II.....	77
2-1- Les arguments économiques en faveur de l'annulation de la dette des PVD	77
2-2- Les créanciers publics et la réduction de la dette.....	77
2-3- La réduction de dette par les créanciers privés.....	78
2-4- Les échanges de créances contre actifs (debt-equity swaps)	79
2-5- Les rachats de dette (debt buy back).....	80
2-6- Les échanges dettes-nature	82
2-7- La titrisation	82
2-8- L'Aide Publique au Développement : définition du CAD	89
3- Pays émergents et emprunt en monnaie nationale	90
3-1- Les facteurs rendant possibles les émissions en monnaie nationale.....	93
3-2- La durabilité des émissions.....	93
3-3- Les conséquences sur les marchés obligataires domestiques	94
3-4- L'émission de titres en monnaie domestique sur le marché international..	95
3-5- L'émission externe libère une partie de l'épargne interne	95
4- Quelle forme de financement pour les pays émergents	95
4-1- Les crédits bancaires, mode de financement extérieur dominant des PVD	96

4-2- Crédits bancaire et euro-obligations émergentes, des caractéristiques de marché proche.....	98
4-3- Crédit bancaires et euro-obligations, des rendements très différents.....	98
4-4- Le fonctionnement des marchés primaires des crédits syndiqués.....	99
4-5- Pourquoi les prêts internationaux ont-ils des rendements plus faibles	99
5- La tendance récente au ré-endettement par les marchés.....	100
6- L'inconvénient de ne pouvoir emprunter en monnaies locales.....	101
Section 3 : Stabilisation de la dette.....	103
1- Mécanismes de stabilisation de la dette extérieure	103
2-Parfaite mobilité internationale du capital et absence d'effet de richesse.....	106
3- Dépréciation monétaire et seuil critique d'endettement.....	107
4- Les zones monétaires	110
5- Volatilité du taux de change et stabilisation de la dette extérieure.....	111
5-1- Le critère du niveau des taux d'intérêt	117
5-2- Modèle.....	118
Section 4 : Résolution des crises de la dette souveraine.....	123
1- La prévention des crises de confiance.....	124
2- FMI et politique de renflouement	125
3- La proposition Krueger (FMI)	128
4- Limites des propositions du FMI	129
5- Nouveau cadre institutionnel.....	130
5-1- Clauses d'action collective	130
5-2- Distinction entre MRDS et CAC.....	131
5-3- Les moratoires	132
6- Une proposition américaine (la commission Meltzer).....	132
7- Les nouveaux créanciers.....	133
7-1- La chine.....	134
7-2- Les fonds souverains.....	135
7-3- Des initiatives nouvelles en Amérique latine et dans la Caraïbe (petrocaribe, l'Alba, et la banque du sud).....	135

Conclusion.....	137
Chapitre 3 : Stabilisation de la dette extérieure algérienne	
Introduction.....	139
Section 1:Dette extérieure de l’Algérie de l’indépendance à 2004	140
1- Endettement extérieur de l’Algérie dans les années 60 et 70.....	140
2- Augmentation de la dette extérieure (1986-1991)	141
3- Le reprofilage (1991-1992).....	142
4- Le rééchelonnement (1994).....	142
4-1- La persistance d’un service de dette préoccupant	143
4-2- Surendettement de l’Algérie	143
5- L’origine de la dette algérienne	144
6- Facteurs aggravant la situation de l’Algérie	145
7- Evolution de l’encours de la dette extérieure (1994-2004)	147
7-1- Evolution des indicateurs d’endettement.....	148
7-2- Evolution du service de la dette	151
Section 2 : Dette extérieure de l’Algérie de 2005 à 2010.....	154
1- Evolution de l’encours de la dette de 2005 à 2010.....	154
1-1- Structure de la dette extérieure à moyen et long terme (2005-2010).....	158
1-2- Evolution des mobilisations (2005-2010)	159
1-3- Principaux ratios (2005-2010)	161
2- Retour à la stabilité macroéconomique et hausse des cours du pétrole.....	162
3- Remboursement de la dette extérieure.....	162
4- Les conséquences du désendettement.....	163
5- L’Algérie face à la crise de l’endettement des états occidentaux.....	164
6- Stabilisation de la dette Algérienne.....	165
Conclusion.....	170
Conclusion générale	171
Bibliographie.....	178

Introduction générale :

La notion d'endettement international fait appel à deux concepts ; la dette et son caractère international avec l'existence de deux perspectives ; la perspective juridique et la perspective financière ou économique.

Dans la perspective juridique, la notion de dette renvoie à l'obligation de rembourser qui pèse sur une personne morale ou physique.

Dans la perspective macroéconomique la notion de dette internationale se réfère à la charge que l'ensemble des obligations financières contractées par des résidents à l'égard du monde extérieur fait peser sur l'économie nationale.

L'approche économique se concentre sur les mécanismes indirects par lesquels les obligations financières internationales peuvent toucher la totalité ou une partie de la population d'un pays. Il s'agit des mouvements de taux d'intérêt, de taux de change et de l'inflation.

Du point de vue de la politique économique, la maîtrise de l'endettement international d'un pays passe par le contrôle de sa dette et par la surveillance de l'exposition internationale en monnaies étrangères des acteurs financiers par rapport aux acteurs étrangers.

Le ménage, l'entreprise et l'Etat s'endettent pour les mêmes raisons, le cout de la dette leur paraît inférieur au bénéfice qu'elle procure. Ces trois catégories d'agents qui sont susceptibles d'être des demandeurs de financement extérieur sont par ailleurs capables d'en être les bailleurs.

Les ménages sont des offrants potentiels, mais non directs de crédit international. Pour les entreprises l'activité internationale est la somme d'une part de leurs revenus, dans chaque transaction, ils modulent les trois variables clés du marché ; le montant de l'exposition, les échéances et les conditions des prêts (intérêts, garanties...) afin d'obtenir le meilleur compromis entre le niveau de risque et celui de la rémunération. Quant à l'Etat, il devient bailleur de fonds en achetant des titres émis à l'étranger. Il ne prête en général qu'aux exclus du marché international en assumant les risques que les créanciers privés refusent de prendre.

Dans les économies développées le financement du déficit budgétaire se fait par émission de bons de trésor sur le marché national des capitaux. Lorsque le marché interne est asséché, l'Etat s'adresse directement aux agents étrangers. Par contre les seuls états susceptibles de recourir au crédit bancaire international sont les pays en voie de développement pour deux raisons l'intensité du besoin ou l'affectation du produit de l'emprunt par le financement de la consommation, de l'investissement, ou les opérations internationales. L'emprunt extérieur est

l'aveu de l'épuisement des ressources intérieures.

Dans la décennie 70, il était un moyen de financer les investissements, ce qui relève d'un choix de politique économique et d'une volonté de développement. Ces investissements peuvent ne pas être directement productifs comme pour les infrastructures et le remboursement se fera grâce aux investissements productifs et les performances en matière d'exportation.

L'épargne intérieure couvre déjà une partie des besoins d'investissement et l'emprunt extérieur est seulement un plus qui accélère la dynamique de l'investissement national et promeut la croissance. Ainsi, il permet à un pays de faire des financements dépassant son potentiel d'épargne et d'avoir des importations supérieures aux exportations.

L'emprunt a joué un rôle de stabilisation pour des pays ayant des déséquilibres de paiements brutaux. Quand les exportations d'un pays connaissent une chute soudaine ou que le prix de ses importations augmente, une politique d'emprunt temporaire peut contribuer à combler le déficit de financement jusqu'à ce que les prix remontent ou que l'économie s'adapte au changement.

D'un autre côté l'emballage de l'endettement traduit l'échec du secteur financier national mais résulte en sa cause première, de l'absence de rigueur budgétaire. Pendant plus de 20 ans, la présence de financements bon marché et des conditions internationales favorables a permis à nombreux pays de négliger la santé de leur système financier. L'avènement de la crise de la dette a amené à une prise de conscience de sa vulnérabilité et de son importance dans la poursuite du développement.

Dès la fin des années 60, il ya eu une montée du financement privé. Il s'agit essentiellement de crédits accordés par un syndicat de banques commerciales dirigées par une banque chef de file, regroupées pour répartir les risques. Ces emprunts bon marché étaient facilités par les dépôts des excédents pétroliers et la faible demande de crédit par les pays industrialisés. Henri Bourguinat parle d'une économie internationale d'endettement par contre Hyman.P.Minsky parle d'un aveuglement au désastre qu'on rencontre dans les périodes d'endettement croissant.

Les durées de ces prêts sont relativement faibles avec des taux d'intérêt fixés par référence au taux directeur sur l'euromarché, le Libor, auquel s'ajoute une prime de risque. Les conditions sont plus dures que celles des prêts publics, mais limitées par des taux d'inflation élevés, qui rendent faiblement positifs, voire négatifs les taux d'intérêt réel.

En 1970, les prêts bancaires représentaient à peu près un quart du financement extérieur des pays en développement. Ce pourcentage s'est sans cesse accru. Certains pays devinrent, dans les années 1980 dépendants des banques et la forte orientation de ces pays vers un financement bancaire a été un facteur important de la crise de l'endettement survenu en 1982, en rupture avec le mode de financement public qui avait prévalu depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale.

Il s'agit pour l'essentiel d'aide publique au développement, c'est-à-dire, des ressources fournies aux pays en voie de développement par les organismes officiels. Les conditions auxquelles les ressources sont mises à la disposition des pays sont très douces, avec des taux d'intérêt faible et une maturité qui peut dépasser les 20 ans.

L'augmentation du dollar et des taux d'intérêt dans les années 80 a causé l'augmentation de la charge de la dette. Dans cette période, il y a eu le recule des recettes d'exportations des pays créanciers et l'arrêt de la croissance. Par l'application de la politique restrictive par la FED, le dollar gagne 43% vis-à-vis des grandes devises. Le taux réel augmente de 0.94% en 1974-1979 à 5.85% en 1980-1989¹.

Le risque s'intensifie par l'augmentation de l'endettement et la solvabilité des débiteurs repose sur les taux d'intérêt. La crise atteint un paroxysme le 13 août 1982, lorsque le Mexique annonce qu'il ne peut rembourser sa dette. Après quarante pays surendettés rencontrent de fortes difficultés pour rembourser leurs créanciers et demande l'aménagement de leur dette auprès du Club de Paris. Le défaut mexicain a démontré à quel point les économies étaient mal préparées pour prévoir et faire face à une telle crise.

Si l'endettement extérieur présente une source de financement, il porte le risque de change par les pays débiteurs dû aux répercussions des mouvements des taux de change croisés entre les grandes devises de référence. Les fluctuations d'une devise peuvent conduire à d'importantes variations de l'encours de la dette extérieure et induire une incertitude sur le montant réel du service de la dette. Les variations du taux d'intérêt et du taux de change ont un effet sur la charge de la dette mais le risque de change se révèle élevé par rapport au taux d'intérêt assez inertes.

¹ Jean Pierre Delas., 2001.

A partir de ces constatations nous pouvons relever la problématique suivante : Peut-on gérer dynamiquement la dette extérieure en neutralisant la volatilité des taux de change des grandes devises qui constitue la dette extérieure? Et par conséquent définir un panier d'ancrage optimal qui limite l'exposition des économies en développement et de l'Algérie à la fluctuation des grandes devises entre elles. Nous répondons à cette question en formulant l'hypothèse suivante :

- La volatilité des taux de change des devises de référence a des effets sur la charge de la dette extérieure via la structure du commerce extérieur, le régime de change et la composition en devises de la dette.

Plusieurs économistes parmi eux Bayoumi et Eichengreen, Bénassy-Quéré et Lahrèche-Révil ont joué sur la composition de la dette extérieure en prenant en considération la composition en devises des recettes d'exportation, la composition en devises des flux de capitaux reçus par le pays, utilisant la théorie des zones monétaires afin de déterminer la monnaie étrangère la mieux adaptée à une stratégie d'ancrage.

Les composantes traditionnelles du risque pays sont d'une part le risque souverain défini par l'incapacité d'un Etat ou d'une entité publique bénéficiant d'une garantie publique à respecter ses engagements en devises et d'autre part, le risque de non-transfert qui se réalise lorsque la banque centrale ne peut procurer aux débiteurs en contrepartie de monnaie locale, les devises nécessaires à assurer le service de la dette.

Le risque peut être lié à une insuffisance de solvabilité appréciée par le ratio de l'encours de la dette extérieure sur le PIB et le ratio de l'encours de la dette sur les recettes en devises où un risque d'illiquidité défini lorsqu'un pays ne peut honorer ces échéances suite à un choc défavorable tout en étant solvable et qui peut être calculé par le ratio encours des réserves officielles sur les importations.

Depuis l'éclatement de la crise mexicaine en 1982, le monde entier vit sous le poids du problème du surendettement. Le poids du service de la dette dans un pays en voie de développement a atteint des proportions élevées. Entre 1982 et 1989, l'Amérique latine a payé près de 235 milliards de dollars à ses créanciers comme intérêts, ce qui ne peut être sans incidence sur le développement économique et social.

Les pays en voie de développement ont conclu des accords d'allègement de leur dette, comportant une combinaison de plusieurs formes de restructuration et de réorganisation de leur

endettement comme le refinancement, le rééchelonnement, la réduction, les rachats et les échanges de dette contre des capitaux.

De 1982 à 1985, pour résoudre la crise du surendettement l'accent a été mis sur des politiques d'ajustement et des solutions purement locales en utilisant leurs propres ressources. Ces Etats n'ont pas pu résoudre tout seuls le problème du surendettement d'où la recherche de solutions alternatives. La première était le rééchelonnement des dettes. Si elle s'est révélée nécessaire dans le cadre du traitement du problème de la dette des PVD, elle ne pouvait suffire à elle seule et devait nécessairement être accompagnée par d'autres moyens comme par exemple l'apport d'argent frais qui est une stratégie du plan Baker mis en œuvre en 1985.

Ce plan envisageant d'apporter sur 3 ans une quarantaine de milliards de dollars d'argent frais à quinze pays très endettés devait contribuer à mettre en place des politiques de lutte contre l'inflation et de renforcement du rôle des institutions financières internationales et favoriser les prêts des banques privées.

En 1989 a été mis en place le plan Brady pour un allègement de la dette souveraine. Il proposait un échange des créances bancaires contre des titres garantis par le trésor américain à condition que les banques réduisent le montant des créances et qu'elles réinjectent de l'argent dans le circuit.

La résolution de ces crises par une combinaison de programmes d'ajustement, de rééchelonnement et de réductions de dettes fait espérer à la fin des années quatre vingt que la page des crises est tournée.

Dans la première moitié des années quatre vingt-dix les flux de capitaux augmentent de nouveau vers les PVD : investissements directs, souscriptions d'obligations, etc. Ils se caractérisent par des placements hautement volatils sur les marchés émergents, facilités par le processus de mondialisation.

Ce financement a l'avantage de faire bénéficier aux emprunteurs les baisses de taux, mais son inconvénient c'est qu'il est fragile par la domination des placements à court terme, et le déplacement des opérateurs d'une place à l'autre. En l'absence d'une nouvelle architecture du système monétaire international, le développement des mouvements de capitaux privés s'est accompagné d'une nouvelle série de crises financières : la crise mexicaine en 1994, la crise asiatique en 1997, la crise russe en 1998, etc.

Ces crises sont de nature différente impliquant une large catégorie de créanciers et d'investisseurs et pas seulement des banques. La répétition de ces crises financières, sans qu'une solution durable ne semble être trouvée, vaudra au FMI d'être fortement critiqué pour son action. En plus l'absence de coordination entre les acteurs constituait un obstacle à la gestion des crises.

L'adaptation des procédures de gestion des crises est apparue d'autant plus souhaitable que le marché de la dette souveraine très spéculatif, présente une forte volatilité, deux types d'approches ont été proposés :

- le SDRM (Sovereign Debt Restructuring Mechanism) qui consiste à établir un dispositif qui s'appliquerait à toutes les parties intéressées. Il comportait la création d'une entité chargée de gérer les conflits, d'identifier les créances à restructurer, d'assurer le suivi des procédures. Ce projet a été abandonné en mi-2003 pour certains inconvénients.

- les CAC qui prévoient d'initiation pour le lancement de la restructuration, des clauses procédurales précisant les modalités de déroulement des négociations, un dispositif de représentation des créanciers assorti d'une règle de décision (majorité qualifiée...).

Ce travail va être organisé de la manière suivante :

Dans le premier chapitre nous allons définir et analyser l'endettement extérieur. Déterminer les raisons pour qu'un pays s'endette; déficit courant élevé, financement des investissements, financement de la consommation, etc., et analyser la composition de la dette extérieure afin de déterminer le risque d'illiquidité ou d'insolvabilité résultant de l'endettement extérieur. Nous examinerons les indicateurs utilisés dans le traitement du problème de l'endettement; les indicateurs classique comme les ratios d'endettement et les indicateurs alternatives qui mesure l'impact social de la dette sur les pays débiteurs. Nous analyserons ensuite la capacité d'endettement, son évaluation et ses facteurs déterminant pour les pays en voie de développement sans oublier de définir l'endettement optimal.

Le deuxième chapitre sera consacré à la crise de la dette qui a fragilisé des pays plus que d'autres. Les premières crises étaient des crises de dettes souveraines ou les pays en voie de développement ont contracté des crédits bancaires. Le deuxième type de crises qui sont des crises financières de seconde génération concernent les flux de capitaux hors crédits bancaires. Chaque génération de crises avait ses propres causes et ses propres solutions ainsi que des avantages et des inconvénients pour les pays débiteurs.

Nous présenterons ensuite les différentes études faites pour minimiser les répercussions de la volatilité du taux de change sur l'économie des pays en développement. Après nous définirons la manière de prévenir les crises de confiances avec une adaptation des procédures de gestion de crises vu que le marché de la dette est très spéculatif, présentant une très grande volatilité.

Dans le troisième chapitre nous examinerons l'évolution de la dette extérieure algérienne, avant et après le rééchelonnement. Chaque période présente des caractéristiques propres dus aux changements de la structure de l'économie algérienne et de l'environnement international. Une décennie d'endettement et de financement des investissements suivi d'une période où l'Algérie a eu des problèmes de solvabilité ayant abouti à une gestion de la crise, pour recourir finalement au remboursement de la dette par anticipation. Nous définirons l'impact de ces changements sur l'encours de la dette, le service de la dette, etc. Nous étudierons ensuite que la priorité doit être donnée à une stabilisation de la dette extérieure. Le principal apport du modèle étudié est celui de définir les politiques qui permettent d'affranchir la dynamique de la dette externe de l'Algérie et de minimiser les répercussions de la volatilité des monnaies internationales.

Chapitre 1: Analyse de la dette extérieure

Pour un pays en développement contracter une dette extérieure est un atout majeur de développement, qui permet d'investir et gérer les besoins de financement. S'endetter est devenu nécessaire à cause de la pénurie d'épargne, l'absorption trop forte par rapport aux capacités productives du pays, le déficit courant élever et les sorties de capitaux. Mais peut être sans contrepartie productive comme par exemple un financement du secteur improductif.

La détermination de la vulnérabilité de l'économie au risque d'insolvabilité et d'illiquidité est nécessaire grâce à l'analyse de la dette extérieure. Pour chaque pays, on doit évaluer la capacité d'emprunt et la capacité à servir la dette grâce a plusieurs instruments parmi eux la balance des paiements.

On peut observer la plus ou moins grande difficulté de remboursements d'un pays grâce aux ratios d'endettement, les indicateurs de transferts et les indicateurs de soutenabilité de la dette.

Sans oublier que pour certain économiste l'endettement international peut influencer négativement une économie. Un remboursement de la dette est un prélèvement sur le revenu national qui doit évoluer suffisamment pour que le service de la dette soit honoré sans qu'il implique un prélèvement excessif sur les revenus et la consommation.

Section 1 : Définition et analyse de la dette extérieure

Une dette extérieure peut être définie simplement comme une créance future sur les ressources de l'économie du résident, elle peut être nette ou brute, composé d'une dette souveraine ou privé et incluant plusieurs instruments.

Un pays peut s'endetter pour différente raison investissement, financement de la consommation...comme un endettement peut être causé par une perturbation de la balance des paiements, un déficit budgétaire...

Déterminer la vulnérabilité d'une économie et le risque d'insolvabilité et d'illiquidité peut se faire par une analyse de sa dette extérieure et sa composition, le taux d'intérêt, le service de la dette, et la monnaie d'emprunt.

1- Définition de la dette extérieure :

Si un résident a un passif exigible envers un non-résident qui nécessitera à l'avenir des versements au titre du principal et/ou des intérêts, ce passif représente une créance future sur les ressources de l'économie du résident et constitue ainsi une dette extérieure de cette économie. Cette dette désigne l'ensemble des dettes qui sont dues par un pays, états, entreprises et particuliers compris à des prêteurs étrangers.

Il y a deux types de dettes extérieures :

1-1- Dette extérieure nette :

Elle peut être définie comme la dette extérieure brute diminuée des avoirs monétaires extérieurs bruts ou comme la dette extérieure à long et à court terme diminuée des avoirs monétaires extérieurs nets.

En d'autres termes, le concept de dette extérieure nette est défini après soustraction de ce qui est, au sens large, les créances de la banque centrale et les banques de dépôts sur les non-résidents. Soit l'ensemble des montants dus moins l'ensemble des créances que possède le pays vis-à-vis de l'étranger².

² Martens André, Decaluwé Bernard., 1996.

1-2- Dette extérieure brute :

Elle est le montant à une date donnée, des engagements contractuels en cours et ayant donné lieu à un versement des résidents d'un pays vis-à-vis des non résidents, comportant obligation de remboursement du principal avec ou sans paiement d'intérêts ou de paiement d'intérêts avec ou sans remboursement du principal³.

L'encours de la dette extérieure brute exclut les dons en capital, les investissements directs étrangers et les actions de sociétés résidentes, détenues par des non résidents. La dette extérieure brute comprend la dette à long terme, les engagements monétaires extérieurs et la dette à court terme.

Sont inclus dans la dette extérieure les titres de créances, les obligations et autres titres d'emprunt et les instruments du marché monétaire faisant partie des investissements de portefeuille lorsque les créanciers sont des non résidents.

2- Les raisons de l'endettement :

Dans les économies développées pour financer son déficit budgétaire l'état émet des bons de trésor sur le marché national des capitaux, quand le marché interne est asséché, il s'adresse aux agents étrangers mais financer d'importants déficits budgétaires peut poser des problèmes⁴.

Un état s'endette pour deux critères, l'intensité du besoin et l'affectation du produit de l'emprunt. Ce dernier concerne le financement de la consommation, l'investissement productif et pas directement productifs et les opérations internationales.

Il est vraisemblable que des afflux de capitaux poseront davantage de problèmes à un pays s'ils financent sa consommation plutôt que son investissement. Cette logique n'est pas toujours réaliste, les pays d'Asie du sud est ont succombé aux crises 1997-1998, car la plupart des capitaux avait financé l'investissement dans l'immobilier et l'industrie lourde non profitable⁵.

³ Banque Mondiale, FMI, La banque des règlements internationaux ., 1984.

⁴ Caves Richard.E, Frankel Jeffrey.A, Jones Ronald.W., 2003

⁵ Le secteur public peut garantir la dette extérieure du secteur privé qui inclut des entités résidentes faisant partie des banques ou d'autres secteurs. Le secteur privé s'engage dans un contrat qui garantit le service par une entité publique résidente de la même économie que le débiteur.

D'un autre coté un pays peut être victime d'un choc extérieur, un changement imprévisible des marchés internationaux qui perturbe gravement la balance des paiements. Le pays choisira entre l'adaptation ou l'endettement.

3- Composition de la dette extérieure :

Elle est composée d'une dette souveraine et d'une dette privée.

Eric Toussaint et Damien Millet (2008) ont donné une signification plus simple, si on se place du point de vue des débiteur la dette extérieure se décompose en dette extérieure publique (due ou garantie par les pouvoirs publics), dette extérieure privée (due par des entreprises privées).

Mais si on se place du point de vue des créanciers, elle se décompose en 3 parts : la part multilatérale (due aux institutions financières internationales), la part bilatérale (due à des états), et la part privée (due au privé)⁶.

3-1- La dette souveraine :

Une dette souveraine est une dette émise ou garantie par un émetteur souverain, un état généralement ou par fois une banque centrale.

Elle peut être décomposée en dette domestique et en dette extérieure selon que les créanciers sont des résidents ou des non résidents.

Elle peut être formée de crédits bancaires, de prêts d'autres états ou institutions officielles, et de titres d'emprunts émis par le trésor public du pays concerné. Ceux ci sont éventuellement négociables sur le marché internationale des obligations ce qui nécessite alors que les émissions soient libellées en une ou plusieurs devises convertibles ou en unités de compte universellement reconnues (DTS...)

Elle peut être bilatérale, de pays en pays, multilatérale, de pays a une organisation internationale ou privée. Elle peut être à court terme à vue ou à quelques mois, à moyen terme ou à long terme jusqu'à 30, voire 50 ans.

Elle est accordée soit à des taux spéciaux comme par exemple les avances du FMI ou prêts de la banque mondiale, autrement dit des taux privilégiés, soit au taux de marché comportant une

⁶ Eric Toussaint, Damien Millet., CADTM., novembre 2008.

prime de risque. Celle ci est fonction de la solvabilité du pays telle qu'estimée par exemple par les organismes de notation de la dette.

Elle est en fonction de la qualité des émetteurs, considérée comme plus sûre que celle des entreprises. Par contre moins sûr du fait de la quasi absence de recours juridique envers les états défaillants.

3-2- La dette privée :

Elle est contractée par les emprunteurs privés, banques commerciales, grandes entreprises et n'est pas garantie par contrat par le secteur public résident de la même économie. Elle peut être à court terme à vue ou à quelques mois, à moyen terme ou à long terme.

La dette extérieure de l'économie peut être garantie par des non résidents. Cela concerne :

- la dette extérieure dont, au titre de l'accord entre le créancier et le débiteur, le paiement est garanti (ou garanti partiellement) au(x) créancier(s) par un non résident en vertu d'un accord ayant force de loi. Le plus souvent, le garant sera une entité apparentée au débiteur, par exemple la société mère de l'entité débitrice.

- la dette extérieure d'une entité résidente qui se trouve sous la dépendance légale d'une entité non résidente.

4- Classification des instruments :

Les instruments financiers devant être inclus dans l'encours de la dette extérieure brute sont les investissements directs, les investissements de portefeuille, les dérivés financiers, autres investissements et avoirs de réserve.

4-1- Les investissements directs :

Ils concernent les créances financières de l'investisseur direct sur l'entreprise d'investissement direct, et vice versa, et toutes les créances financières sur les entreprises affiliées apparentées, ainsi que tous les engagements envers elles. Pour ce qui concerne les composants de l'investissement direct, les autres capitaux, lorsqu'ils représentent des dettes envers des investisseurs directs ou des entités apparentées non résidents, sont inclus dans l'encours de la dette extérieure brute, mais les autres composantes ne le sont pas.

La catégorie « autres capitaux » regroupe les emprunts et les prêts de fonds y compris les titres de créance et les crédits fournisseurs⁷ entre investisseurs directs et filiales, succursales et entreprises affiliées.

Les actions privilégiées non participantes sont considérées comme des instruments de dette, elles entre dans la catégorie du capital social et les bénéfices réinvestis.

Dans la pratique, il est parfois difficile de dire si les créances d'un investisseur direct sur une entreprise d'investissement direct font partie des autres capitaux qui sont classés dans la dette extérieure ou au contraire du capital social qui n'en fait pas partie. La distinction est particulièrement difficile lorsqu'une entreprise appartient à 100% à l'investisseur direct.

Si l'on considère qu'une créance de l'investisseur direct sur l'entreprise d'investissement direct représente du capital social ou des parts des actionnaires dans les comptes de l'entreprise d'investissement direct, cette créance est aussi considérée comme faisant partie du capital social dans l'optique de la dette extérieure.

Les stocks d'avoirs et d'engagement interentreprises entre deux intermédiaires financiers apparentés qui sont enregistrés dans les investissements directs, se limitent aux dettes permanentes qui sont des capitaux empruntés représentant un intérêt permanent que l'on classe dans l'investissement direct prêts interentreprises, et aux participations au capital social (capital actions) ou dans le cas des succursales, au capital fixe. Les autres titres de dette interentreprises entre intermédiaires financiers apparentés sont classés en fonction de la nature des instruments, par exemple les prêts, les titres de créance... et attribués au secteur institutionnel de l'entité débitrice.

4-2- Les investissements de portefeuille :

Cela concerne les titres de créance, les obligations et autres titres d'emprunt et les instruments du marché monétaire. Ces instruments sont généralement négociés sur des marchés organisés et d'autres marchés de capitaux, y compris les marchés de gré à gré.

Les obligations et autres titres d'emprunt sont des titres de créance à échéance initiale de plus d'un an. Ces titres donnent généralement au détenteur le droit inconditionnel de recevoir un revenu monétaire fixe ou déterminé par contrat. A l'exception des obligations perpétuelles, ils

⁷ Comme les crédits commerciaux qui sont des crédits accordés directement par des fournisseurs au titre de transactions sur biens et services et avances à la commande de biens et services effectués par les acheteurs ainsi que les travaux en cours ou à entreprendre.

donnent aussi le droit inconditionnel de recevoir un montant fixe en remboursement du principal à une ou plusieurs dates déterminées.

Les obligations et autres titres d'emprunt comprennent aussi les actifs adossés à des titres et les obligations servant de nantissement, des titres dont les paiements aux créanciers dépendent d'un certain flux de revenus comme par exemple les exportations.

Les instruments du marché monétaire sont des titres de créance à échéance initiale d'un an au maximum. Ils comprennent les bons du trésor, le papier financier et le papier commercial du type billet de trésorerie ou les acceptations de banque. Ces instruments donnent généralement au détenteur le droit inconditionnel de recevoir à une date précise une somme fixe déterminée. Les titres peuvent être adossés à un flux déterminé de revenus ou à un bouquet d'instruments non négociés.

4-3- Les prêts :

Ils comprennent les actifs financiers résultant d'un prêt direct de fonds d'un créancier à un débiteur selon un accord en vertu duquel le prêteur ne reçoit aucune garantie faisant foi de la transaction ou reçoit un document ou un instrument non négociable. Si un prêt devient négociable et qu'il est, ou a été, négocié sur le marché secondaire, il doit être reclassé dans les titres de créance.

4-4- Transactions de rachat sur titres:

Les transactions de rachats sur titres sont tous les accords en vertu desquels une partie acquiert légalement des titres et s'engage, par contrat passé initialement, à constituer les mêmes titres ou des titres équivalents, au plus tard à une date convenue, au vendeur. L'acquéreur des titres fournit au vendeur des fonds garantis par les titres en contrepartie d'une rémunération, calculée au prix fixe convenu auquel les titres sont revendus lorsque l'accord est dénoué.

Ces transactions sont connues sous les noms de mise en pensions, de prêts de titres et d'opérations couplées de rachat et de revente⁸. Ces dernières sont identiques aux mises en pension pour ce qui concerne l'effet économique, mais sont moins complexe.

⁸ FMI., 2003.

4-4-1- Mise en pension :

Dans une mise en pension, des titres sont fournis contre des liquidités, le vendeur qui est le fournisseur des titres s'engage à racheter les mêmes titres ou des titres analogues contre des liquidités à une date et à un prix déterminés.

Pour l'acheteur des titres, la transaction est une prise en pension. Il reçoit des intérêts sur les liquidités avancées, sa rémunération représente la différence entre le cours d'achat et le cours de vente des titres, le taux d'intérêt est lié au taux interbancaire du moment. Les pensions ont plus souvent une durée courte.

4-4-2- Prêts de titres :

Dans un accord de prêts de titres, des titres sont fournis dans le cadre d'un contrat qui exige que l'acquéreur restitue les mêmes titres, ou des titres analogues, d'ici à une date convenue à la partie à laquelle il les avait achetés initialement.

L'acquéreur ne fournit pas de liquidités au pourvoyeur en contrepartie de l'acquisition, mais parfois il paie une commission et fournit une garantie, par exemple d'autres titres. Si une garantie en liquidités est fournie, la transaction a le même effet économique qu'une mise en pension.

4-5- Contrats de crédit-bail :

Le crédit bail est un crédit permettant l'acquisition d'un bien en échange de redevances et avec option d'un droit de propriété à l'échéance. On peut le définir aussi comme une technique contractuelle par laquelle une entreprise, dite de crédit bail acquiert, sur demande d'un client, la propriété de biens d'équipement mobiliers ou immobiliers à usage professionnel, en vue de les donner en location à ce dernier pour une durée déterminée et en contrepartie de redevances ou de loyers.

4-6- La monnaie fiduciaire et les dépôts :

Elle se compose de :

- Billets de banque et monnaie métallique :

Ils représentent des créances, généralement sur une banque centrale ou une administration publique d'une valeur nominale fixe.

- Dépôts transférables et autres dépôts :

Les dépôts transférables se composent des dépôts qui soient échangeables à vue au pair sans pénalité ni restriction ou directement utilisables pour effectuer des paiements par chèque, ordre de paiement...

Les autres dépôts comprennent toutes les créances qui sont matérialisées par des dépôts, par exemple les dépôts à terme et d'épargne, les dépôts à vue avec possibilité de retrait immédiat, mais non de transfert direct en faveur de tiers et les parts dans les associations d'épargne et de prêt, les caisses de crédit mutuel et les sociétés de crédit immobilier..., qui sont remboursables à vue ou à délais relativement brefs.

L'or emprunté, sans contrepartie en liquidité à un non résident pourrait être classé par l'emprunteur dans les dépôts en devises.

4-7- Les autres actifs et autres passifs :

Ils comprennent les engagements des fonds de retraite et des sociétés d'assurance vie envers leurs participants et leur assurés non résidents, les créances sur les sociétés d'assurances autres que l'assurance vie, les souscriptions au capital d'organisations internationales non monétaires, les arriérés et les produits à recevoir et les charges à payer, par exemple au titre d'impôts, de dividendes déclarés mais non encore versés, d'achats et de ventes de titres et de traitements et salaires.

Les autres engagements à court et long terme sont indiqués séparément sous la rubrique « autres instruments de dette » en engagement de l'encours de la dette extérieure brute.

5- Analyse de la dette extérieure :

Il peut être nécessaire d'examiner plus en détail la composition de la dette extérieure et les activités qui s'y rapportent et avoir des considérations supplémentaires pour la détermination de la vulnérabilité de l'économie au risque d'insolvabilité et d'illiquidité résultant de l'endettement extérieure⁹.

⁹ Idem.

5-1- Composition de la dette extérieure :

L'analyse de la dette peut être par le rassemblement et l'exploitation des données sur la dette extérieure par secteurs emprunteurs. Les informations sur la dette extérieure du secteur public et sur sa dette à court terme, sont importantes en l'absence d'un contrôle des mouvements de capitaux ou de marchés captifs.

Ces informations sont importantes parce que si le secteur public cesse de s'acquitter de ses engagements extérieures, il y'aura des doutes sur la volonté gouvernementale d'assurer une situation économique permettant le remboursement de la dette du secteur privé.

Les renseignements sur la composition des avoirs et des engagements sont importants pour les banques et les sociétés financières non bancaires en particulier les informations sur la structure des échéances et les mauvais appariements des échéances, à savoir les décalages d'échéances, y compris en monnaies étrangères qui aident à connaître la vulnérabilité des banques à de tels retraits et leur sensibilité à l'évolution des taux de change et d'intérêt.

Pour le secteur des sociétés, un emprunt en monnaies étrangères, en particulier à court terme, trop élevé par rapport aux couvertures et aux avoirs en monnaies étrangères ou par l'intermédiaire de produits dérivés tels que les futurs, l'expose à des problèmes de liquidité si le taux de change varie fortement.

Si l'emprunt en monnaies étrangères est trop élevé par rapport aux avoirs en monnaies étrangères, et s'il y a une dépréciation de la monnaie nationale, les sociétés pourraient connaître des problèmes d'insolvabilité. Tout cela risquerait de réduire les flux de financement extérieur.

Il est nécessaire de surveiller l'activité des instruments comme les actions à cause des dividendes déclarés qui sont inclus dans les services de la dette, les ventes soudaines d'actions par des non résidents ou des résidents peuvent avoir des répercussions importantes sur une économie et sur sa capacité à emprunter et à assurer le service de la dette.

Il est nécessaire d'analyser la dette par échéance, et la ventilation par échéances de la dette est importante, car elle peut exercer un effet marqué sur la liquidité. Si le pourcentage élevé de la dette extérieure est à court terme, une économie devient particulièrement vulnérable à des retournements imprévus de la conjoncture financière. Une économie dont la dette extérieure à court terme est élevée risque d'être vulnérable à un retournement soudain du sentiment des investisseurs.

Pour assurer une liquidité suffisante exprimée par un ratio approprié, réserves

internationales sur dette à court terme, un pays doit éviter la concentration dans le temps des paiements au titre de la dette.

Les pays qui empruntent des capitaux à court terme encourent davantage de risques, en particulier si ces capitaux passent par l'intermédiaire du système bancaire et sont libellés en dollars ou autres devises étrangères.

Les pays qui empruntent à long terme sont moins susceptibles de rencontrer des problèmes, en particulier si ces entrées de capitaux prennent la forme d'investissement direct étranger plutôt que de prêts bancaires.

Les financements bancaires sont plus vulnérables à des problèmes d'aléa moral que d'autres modes de financement. Les investissements directs étrangers sont censés être plus stables que les afflux de capitaux bancaires.

Les flux de titres de long terme ont pour avantage que le prix d'une action ou d'une obligation s'ajuste automatiquement dans le cas de circonstances défavorables avec un partage du risque, ce qui pose moins de problèmes délicats de négociations avec les banques quant aux refinancements ou restructurations de dette.

La valeur de marché de la dette d'un débiteur pourrait influencer sur les projets d'emprunts futurs, parce qu'elle donne à l'emprunteur une indication du sentiment du marché sur son aptitude à faire face à ses échéances, et du sentiment actuel du marché à son égard. D'un autre côté il pourra voir s'il est avantageux d'emprunter à nouveau car avec une augmentation des coûts d'emprunt il pourra connaître des difficultés de refinancement.

5-2- Ventilation par monnaies et par taux de la dette extérieure :

Une distinction entre dette extérieure payable en monnaie nationale et une dette extérieure payable en devise est importante. Ainsi qu'une décomposition en monnaie de la dette, secteur par secteur.

Une ventilation par devise doit tenir compte du volume et de la composition des avoirs en devises, ainsi que des revenus, de même que de l'encours de dérivés financiers liés à une monnaie étrangère. Ces derniers instruments peuvent servir à modifier l'exposition de la devise vers la monnaie nationale, ou vers une devise différente.

Sans oublier l'importance de la ventilation de la dette par taux d'intérêt qui peut avoir un effet sur le coût réel de la dette.

5-3- Service de la dette :

Il est fort improbable que le calendrier du service de la dette soit connu de manière certaine à un moment donné. Les estimations des montants à payer peuvent varier au fil du temps du fait des variations des taux d'intérêt et des taux de change, et les dates de remboursement de dette qui comportent des options d'achat ou de vente intégrées, lesquelles peuvent jouer dans certaines conditions.

L'un des signes indiquant qu'une économie commence à avoir des difficultés de service de la dette extérieure est la tendance du niveau des arriérés à augmenter aussi bien par rapport à l'endettement extérieur qu'au montant du service de la dette arrivant à échéance. En pareil cas des données détaillées classées par secteurs institutionnels et par types d'instrument peuvent aider à identifier les causes difficultés.

Sans oublier que la tendance future des recettes comme les exportations est manifestement pertinente, car elle a un effet sur l'aptitude du débiteur à assurer le service de sa dette. La décomposition en monnaies des recettes d'exportation peut être elle aussi pertinente.

5-4- Le rôle des avoirs :

L'encours de la dette extérieure doit être considéré dans le contexte des avoirs extérieurs, car ces derniers aident à acquitter le service de la dette.

Les avoirs devraient pouvoir générer des recettes et/ou présenter une liquidité telle qu'ils puissent être vendus au besoin. Les avoirs d'investissement direct sont moins liquides et les installations ainsi que les équipements sont illiquides à court terme.

S'ils peuvent être négociés comme les prises de participations non majoritaires dans des sociétés de pays dont les marchés des actions sont très profonds, il pourra y avoir un retrait des titres.

Les investissements de portefeuille sont par définition négociables. Les investissements, tels que les prêts et les crédits commerciaux génèrent des recettes qui sont parfois moins liquides que les investissements de portefeuille, mais les échéances de ces instruments peuvent être importantes, car les avoirs à court terme peuvent être réalisés rapidement.

Lorsqu'on évalue les avoirs dans le cadre d'une analyse de la dette, la qualité des avoirs est un facteur essentiel. En principe, cette qualité se reflète dans le prix des avoirs. Une certaine connaissance des émetteurs et de leur pays de résidence permet parfois de mieux appréhender la

qualité des actifs et la possibilité d'en disposer en période de crise. Cette possibilité est souvent liée à la situation géographique ou à la nature du pays.

La décomposition par monnaies des avoirs, ainsi que celle des instruments de dette, donne une idée de l'impact qu'exercent sur l'économie les variations des divers taux de change.

La concentration de la dette sur un petit nombre de créanciers peut entraîner la propagation de difficultés financières et l'apparition d'un phénomène de contagion. Par exemple, si un ou deux pays sont les créanciers principaux, l'apparition d'un problème dans leur propre économie ou au niveau de leur propre endettement extérieur risque d'entraîner le retrait de leurs fonds du pays débiteur. Cela peut rendre une économie extrêmement dépendante de la conjoncture dans le pays créancier.

Section 2 : Les indicateurs d'endettement

Il y a deux types d'indicateurs classiques. Les ratios d'endettements et les indicateurs de transferts, les premiers mesurent la capacité relative du pays et indiquent les risques potentiels liés à la dette, aidant ainsi à une gestion de la dette. Les seconds se penchent sur les perspectives d'évolution de la dette prenant en considération l'évolution des flux nets en devises. En ce moment, il existe de nouveaux indicateurs qui mesurent la charge et l'impact social que représente la dette sur les pays en voie de développement.

1- Ratios et indicateurs de transferts :

A partir de la capacité de paiement, il est possible de dégager des indicateurs susceptibles de caractériser la situation d'endettement du pays.

Ces indicateurs sont de deux types :

1-1- Les ratios : qui mesurent la capacité relative du pays, sans endettement nouveau, à dégager des ressources qui seront utilisées pour le paiement de sa dette. Ces ratios sont le ratio du service de la dette, le ratio de la dette, le ratio résultant du rapport entre dette et PNB, et le ratio des intérêts dus rapportés aux exportations.

Ces indicateurs permettent de distinguer des catégories de pays, auxquelles des types de solutions peuvent être appliqués. Aussi le niveau de revenu par habitant peut constituer un indicateur complémentaire.

Un pays ayant un revenu par habitant inférieur à 500 dollars est un pays considéré comme très pauvre. Lorsque le revenu varie entre 500 dollars et 6000 dollars, le pays est un pays à revenu intermédiaire¹⁰.

Ces quatre ratios permettent, de distinguer les catégories suivantes de pays : les pays les plus pauvres et lourdement endettés, les pays à revenu intermédiaire lourdement endettés.

Généralement les ratios d'endettement ont été conçus pour aider à indiquer les risques potentiels liés à la dette et soutenir ainsi une saine gestion de la dette. Il convient de considérer les ratios d'endettement conjointement avec les variables économiques et financières clés, en

¹⁰ La Banque mondiale a classé les pays en voie de développement en trois catégories : les pays à revenu faible dont le revenu par habitant est inférieur à 546 dollars ; les pays à revenu intermédiaire tranche inférieure dont le revenu annuel par habitant est entre 546 et 2200 dollars et les pays à revenu intermédiaire tranche supérieure dont le revenu par habitant est supérieur à 2200 dollars et inférieur à 6000 dollars.

particulier les taux de croissance et d'intérêt attendus, qui déterminent leur évolution tendancielle dans les scénarios à moyen terme.

On peut distinguer aussi deux autres catégories d'indicateurs de la dette. Les indicateurs de flux, fondés sur les variables de flux, se rapportent aux exportations ou au PIB et les indicateurs de stock, fondés sur les variables d'encours.

1-1-1- Dette rapportée aux exportations et valeur actualisée de la dette rapportée aux exportations :

Le ratio dette/exportations sert à mesurer la viabilité et la crédibilité d'un pays. S'il devient incontrôlable, le crédit commence à tarir.

Ce ratio est défini comme le ratio de l'encours total de la dette en fin d'année aux exportations de biens et services de l'économie pour toute année donnée. L'augmentation de ce ratio donne à penser que le pays pourrait avoir des difficultés à s'acquitter de ses obligations futures au titre de la dette.

Pour un taux de croissance des exportations donnée, il va dépendre de la durée des prêts. Plus élevé sera cette durée, plus élevé sera ce ratio. Par contre il dépendra fort peu du taux de croissance des exportations pour une même durée des prêts. Les pays dont les exportations augmentent plus vite ne sont gère plus endettés que les autres.

Il est plus avantageux de fonder cet indicateur sur les exportations après la période moyenne de gestation en retenant comme dénominateur les projections relatives aux exportations sur une ou plusieurs périodes ultérieures, car ce ratio peut être élevé pour les pays qui financent des investissements productifs par l'emprunt extérieur, et commencera à fléchir que lorsque les investissements commenceront à produire des biens pouvant être exportés.

Un ratio élevé et en hausse de la valeur actualisée de la dette aux exportations est un signe que le pays est sur un sentier d'endettement intolérable. Le calculer pour mieux cerner le fardeau de la dette se fait en actualisant les projections relatives aux flux de paiements d'amortissement futurs, intérêts compris, avec un taux de référence neutre en termes de risques, lié à celui du marché.

D'un autre point de vu les conditions d'optimalité supposent une correspondance entre le taux relatif de croissance de la dette extérieure et le taux relatif de croissance anticipé des recettes d'exportation. Un équilibre dans le temps de l'endettement exige que le premier taux s'adapte au second.

1-1-2- Ratio de la dette au PIB et de la valeur actualisée de la dette au PIB :

Le premier ratio est défini comme l'encours total de la dette extérieure en fin d'année rapporté au PIB annuel.

Quoiqu'il nous donne une estimation de l'évolution de la grandeur de la dette, il ne semble pas un indicateur approprié pour mesurer les changements dans la situation de la dette, car il ne prend pas en considération la possibilité de transformation des ressources internes en ressources étrangères. Par contre le ratio endettement (total ou net) sur les exportations à l'avantage de la prendre en considération.

Mais il peut nous donner une certaine indication du potentiel de service de la dette extérieure en réorientant l'affectation des ressources de la production de biens nationaux vers celle de biens d'exportation.

Il peut être moins fiable en présence de sous évaluations ou surévaluations de la monnaie en termes réels.

Il faut prendre en considération en le calculant l'importance de l'horizon temporel, l'irrégularité des évolutions, l'alternance de phases croissantes et décroissantes. Avec une projection de long terme d'une dizaine à une vingtaine d'années on vérifie qu'il n'y a pas d'évolution explosive du ratio d'endettement dans la période de projection considérée comme praticable. Ce ratio qui peut être explosif, soutenable, solvable¹¹ ou a double-régime.

Le FMI prend la précaution d'utiliser des ratios qui font intervenir le stock de dette actualisé en utilisant pour cela des taux de marché observés, différents pour chaque flux de devises. Il tient en compte la qualité de l'endettement et le caractère plus ou moins doux des conditions qui y sont attachées. Une dette qui représente 100% du PIB, n'a pas le même poids si elle est contractée à 0,5% ou au taux du marché.

¹¹ Au plan théorique, le critère de solvabilité est que la dette finisse par s'annuler.

1-1-3- Ratio de la valeur actualisée de la dette aux recettes budgétaires :

Il est défini comme les paiements futurs, d'après les projections au titre du service de la dette actualisés en fonction de taux d'intérêt de marché (taux de référence neutre en termes de risque) rapportés aux recettes budgétaires annuelles. Il sert à mesurer la viabilité dans les économies relativement ouvertes dont la dette extérieure représente une lourde charge budgétaire. Un ratio élevé traduit pour le pays des difficultés budgétaires à assurer le service de la dette.

1-1-4- Ratio du service de la dette aux exportations :

Le concept couvre à la fois l'aspect liquidité et l'aspect solvabilité. Il est défini comme les paiements du principal et des intérêts au titre de la dette extérieure à long terme et à court terme rapportés aux exportations de biens et de services pour une année donnée. C'est un indicateur possible de la viabilité de la dette indiquant les recettes d'exportations qui seront absorbées par le service de la dette et la mesure des risques par le paiement des engagements.

Il peut donner des informations utiles sur les structures de remboursement et détermine par référence aux recettes propres de devises en provenance des exportations la capacité du pays emprunteur de servir la dette étrangère.

L'avantage principal du taux du service de la dette est de se présenter comme un instrument excessivement utile de courte période, un clignoteur de la situation de liquidité du pays débiteur.

Le calcul de ce ratio, en utilisant le service de la dette publique et garantie par l'état, peut être un indicateur de la viabilité de la dette publique et du risque de transfert, un risque d'imposition de restrictions de change qui entraveraient le paiement des obligations.

Ce ratio présente certaines limites, la couverture des données du secteur privé peut être souvent limitée, par manque de donnée ou parce que l'indicateur est centré intentionnellement sur le secteur public. En plus il y a la difficulté de déterminer le taux de service de la dette à ne pas excéder, 15% est présumé être le point critique.

Sans oublier que dans les pays où le secteur des échanges extérieurs représente une part importante, les paiements au titre du service de la dette semblent faibles par rapport à leurs recettes d'exportations dus à une forte proportion à exporter.

Le ratio du service de la dette doit être complété par des indicateurs de la pression sur le

système budgétaire car ces pays peuvent rencontrer des problèmes budgétaires dus aux achats additionnels de biens d'importation et qui par la suite vont fournir plus d'efforts pour servir la dette extérieure.

Le taux du service de la dette n'est pas un indicateur de la capacité de l'économie de soutenir à long terme le fardeau du service de la dette, principalement le montant des intérêts. Si on tient compte du long terme, il faut comparer le taux de croissance des recettes d'exportation au taux d'intérêt. Si le premier taux excède le deuxième taux le pays a la possibilité d'emprunter pour rembourser le principal et l'intérêt. Sinon, il emprunte pour couvrir le coût de la dette.

1-1-5- Paiements au titre du service de la dette rapporté aux déboursements bruts :

Cet indicateur montre quelle proportion de prêts et de transferts officiels doivent être consacrée aux paiements de la dette durant une période déterminée. Plus élevé sera ce taux plus grand devra être le montant des emprunts nouveaux pour assurer un transfert net de ressources réelles.

Sur une longue période ce taux dépendra du taux de croissance des déboursements bruts, des termes des prêts et de la manière dont les paiements au titre du service de la dette vont varier à la suite de modifications dans la structure et la croissance des prêts et des dons.

1-1-6- Ratio des réserves internationales à la dette à court terme :

Ce ratio est un indicateur exclusif de la liquidité qui est défini comme le stock de réserves internationales à la disposition des autorités monétaires rapporté au stock de la dette à court terme sur la base des échéances restantes. Il indique si les réserves internationales dépasseront l'amortissement prévu de la dette extérieure à court, à moyen et à long terme en cours de l'année à venir. C'est-à-dire la mesure dans laquelle l'économie est capable de satisfaire la totalité de ses obligations envers les non résidents avec ses propres réserves internationales pour l'année à venir¹². Ce ratio indique dans quel délai un pays devrait s'ajuster s'il perdait son accès à l'emprunt extérieur, comme par exemple lors d'une évolution défavorable sur les marchés de capitaux internationaux.

¹² C'est le niveau de réserves suffisant dans l'éventualité où les prêteurs ne seraient plus disposés à la rééchelonner ou à accorder de nouveaux prêts.

Les pays qui accumulent un stock élevé de réserves internationales encourent moins de risques. Au fur et à mesure que le ratio de la dette à court terme aux réserves dépasse l'unité, le risque d'une crise de liquidité s'accroît.

Le ratio repose sur l'hypothèse que des réserves internationales qualifiées sont de fait disponibles et peuvent servir à honorer les obligations extérieures, qui n'est pas toujours le cas. Un ratio élevé ne mène pas forcément à la crise grâce à des facteurs tels qu'une structure des incitations propice à une saine gestion des risques et des antécédents de bonne exécution des contrats. En outre, les fondamentaux macro-économique en particulier le déficit des transactions courantes et le taux de change réel jouent un rôle important. Un régime de change flexible peut réduire la probabilité de crise et son coût.

Les pays qui ont des marchés de capitaux très ouverts et dont la dette du secteur public en monnaies étrangères est très importante peuvent calculer un ratio analogue centré sur la dette en monnaies étrangères uniquement.

1-2- Les indicateurs de transferts : qui illustrent l'évolution des flux de devises qui interviennent dans la détermination de sa capacité de paiement, à l'exclusion des flux entraînés par le pays débiteur lui-même.

Ils examinent l'évolution des flux nets en devises en excluant les règlements au comptant. Ils portent sur la contribution de l'extérieur (créanciers, donateurs, investisseurs) au financement de la capacité de paiement. Ces indicateurs sont importants parce qu'ils apportent un éclairage sur les perspectives d'évolution de la dette et de sa répartition entre les différentes catégories de créanciers.

1-2-1- Les transferts nets relatifs de la dette :

Les flux nets relatifs à la dette correspondent à la différence entre les prêts nouveaux et les remboursements en principal (amortissement) des prêts anciens.

Les transferts nets relatifs à la dette correspondent à la différence entre les prêts nouveaux et le service de la dette (amortissement et paiement des intérêts).

1-2-2- Les apports nets de ressources :

L'évaluation des transferts nets à partir de l'ensemble des ressources consenties aux pays en développement constitue une seconde approche plus globale. Elle s'efforce d'évaluer la différence entre l'ensemble des apports de toute nature en direction des pays en développement

et l'ensemble des flux qui repartent de ces pays en direction des pays de l'OCDE. Elle cherche à évaluer l'effort net des pays industrialisés et constitue une démarche plus appropriée pour mesurer leur contribution.

1-2-3- Les transferts nets globaux :

Le lien entre transferts financiers nets globaux négatifs et sous développement n'est pas évident. Certains pays industrialisés qui connaissent de forts taux de croissance ont avec l'extérieur des transferts financiers nets globaux négatifs. Se sont des pays à fort excédent commercial et de service, investisseurs et prêteurs à l'étranger tant par leur secteur public que par leur secteur privé.

2- La nécessité de mesures alternatives de l'endettement externe :

Les indicateurs d'endettement existant qui s'adresse fondamentalement aux créanciers ont pour vocation d'être des indicateurs de la capacité des pays à assurer le remboursement de la dette, soit par la richesse qu'ils génèrent (PIB ou PNB) soit par le montant des exportations.

Mais l'impact « social » du remboursement sur les populations des pays débiteurs n'est pas prise en compte, sachant qu'il pèse davantage sur la satisfaction des besoins essentiels des populations des pays en voie de développement que le stock de la dette. D'où la nécessité de calculer de nouveaux indicateurs qui prennent en considération la charge effective que représente la dette sur les pays en voie de développement. Se basé sur les sommes effectivement versé que sur ce que ces pays auraient du verser. La mesure des indicateurs est liée à l'identification de l'objectif visé.

2-1- Les indicateurs proposés :

1- L'indicateur SDHA : qui est le montant annuel du service de la dette par habitant estimé en PPA. Il vise la mesure du poids effectif du service de la dette sur les populations des pays débiteurs.

2- Les indicateurs qui visent à démontrer la substitution du remboursement de la dette à des dépenses qui peuvent être favorables au développement:

SDIK : service de la dette rapporté à l'investissement.

SDPED : service de la dette publique rapporté aux dépenses publiques d'éducation.

SDPSA : service de la dette publique rapporté aux dépenses publiques de santé.

$$SDHA = \frac{\text{Total debt service (current USD)}}{\text{population}}$$

PPP conversion factor

$$SDIK = \frac{\text{Total debt service (current USD)}}{100}$$

$$\frac{\text{Gross fixed capital formation (\% of GDP). GDP (current USD)}}{100}$$

100

Selon une étude faite par Eric Berr, et François Combarrous les pays les plus durement affectés par le service de la dette sont plutôt les pays à revenu intermédiaire ou élevé, d'Amérique latine et des caraïbes ou d'Europe centrale et orientale, appartenant à la catégorie des pays sévèrement endettés¹³.

L'évolution comparée des nouveaux indicateurs et les indicateurs d'endettement (SDEX, SDPEX, SDPIB)¹⁴ traduit une situation plus compliquée que ces derniers ne le laissent paraître de 1975 à 2004, les taux de croissance annuels moyens de SDHA et de SDIK sont systématiquement plus élevés que ceux du service de la dette rapporté aux exportations SDEX.

Cela concerne les pays d'Afrique subsaharienne, pays d'Amérique latine et des caraïbes, pays d'Asie du sud et du pacifique, pays d'Afrique du nord et du moyen orient, pays d'Europe centrale et orientale. Ils sont respectivement de 8,1% et 2,5% contre un SDEX de 1,2%, un SDPEX de 0,3% et un SDPIB de 2,9%¹⁵.

La distinction entre pays, moins endettés, modérément et sévèrement endettés au sens des indicateurs usuels du point de vue des créanciers se rapporte à la capacité de ces pays à rembourser leur dette extérieure. Les pays modérément endettés ne se distinguent des pays sévèrement endettés que par leur plus grande capacité à rembourser qui pourra à son tour avoir un impact sur l'économie de ces pays. Celle-ci leur donne rarement la possibilité de bénéficier des avantages des IFI (la gestion, le rééchelonnement, l'annulation partielle de leur dette, l'initiative PPTE ...)

La prise en compte des intérêts des créanciers dans la gestion du problème de la dette par l'utilisation des indicateurs usuels est insuffisante pour les deux auteurs d'où la nécessité d'une

¹³ Les pays considérés par les IFI comme modérément ou faiblement endettés ont un service de la dette par habitant nettement plus élevé que celui des pays sévèrement endettés.

¹⁴ Le SDEX, SDPEX, SDPIB sont respectivement le ratio du service de la dette rapporté au montant des exportations, le ratio du service de la dette publique rapporté au montant des exportations et le ratio du service de la dette rapporté au PIB.

¹⁵ Gannagé Elias., 1994.

prise en considération du point de vue des débiteurs qui ne peut être que complémentaire de celle du point de vue des créanciers.

2-2- Indicateur de soutenabilité de la dette (ISD) :

L'indicateur de soutenabilité de la dette enrichit la prise en compte de l'endettement en l'élargissant du seul point de vue des créanciers à ceux des deux parties en présence, débiteurs et créanciers. L'ISD est un outil de mesure et de caractérisation du problème de l'endettement international. Il chiffre le niveau moyen atteint par chaque pays du point de vue de trois aspects essentiels :

a) la capacité des pays endettés à assurer leurs engagements de débiteurs. Cela se traduit par le ratio du service de la dette rapporté au montant des exportations (SDEX).

b) la charge effective du « poids social » de la dette sur les populations des pays concernés, on utilise pour cela le montant du service de la dette par habitant.

c) la substituabilité du remboursement de la dette au développement économique et humain qui sera capté par un indicateur composite noté (SDDT), qui rapporte le service de la dette aux dépenses totales de développement. Il vise ainsi à considérer simultanément et à parts égales le problème de la substituabilité du remboursement de la dette au développement strictement économique (SDIK) et au développement humain (SDPDH).

Le SDPDH rapporte le montant annuel du service de la dette publique à celui de l'ensemble des dépenses publiques consacrées au développement humain (liées à la santé et à l'éducation).

$$SDPDH = 1 / [(1/SDPSA) + (1/SDPED)]$$

$$SDDT = (SDIK + SDPDH)/2$$

Ensuite un indice est établi pour chacune de ces trois dimensions et la moyenne arithmétique de ces trois indices correspond à l'ISD. Ce dernier permet de distinguer les pays les plus durement affectés par le problème de l'endettement. Un ciblage des pays, les plus susceptibles de bénéficier d'appuis internationaux.

Car l'approche par solvabilité, qui axée prioritairement sur les intérêts des créanciers, sacrifie la satisfaction des besoins de base des PVD au remboursement de leur dette extérieure.

Section 3 : capacité d'emprunt et endettement optimal

Il n'existe pas de règle générale et universelle pour l'évaluation de la capacité de remboursement d'un pays et aucune règle précise ne permet de déterminer le niveau de dette maximum qu'un pays peut rembourser ainsi que son niveau de soutenabilité.

A priori ce niveau de dette semble simple à déterminer si les intérêts croît moins vite que ce que rapportent les projets financés par l'emprunt où le taux de croissance de l'économie est constamment supérieur au taux d'intérêt des emprunts.

Mais cet écart entre les deux n'est pas suffisant. Ce pays peut rencontrer des difficultés si les intérêts s'appliquent à un stock de dette élevé, car les charges d'intérêt vont croître rapidement.

Il faut voir aussi l'évolution du solde budgétaire, et à quel rythme il peut dégager un solde budgétaire positif hors paiement des intérêts pour payer les intérêts sans le besoin d'emprunter davantage. Dans le cas contraire il devra emprunter pour financer ce nouveau déficit et pour payer les intérêts de la dette.

Il faut aussi estimer la capacité économique du pays à modifier ses orientations budgétaires afin de réduire son déficit s'il existe et augmenter sa croissance. De la même manière, l'introduction d'hypothèses dans les modèles statistiques concernant la façon dont la consommation ou l'épargne évoluent en fonction de la variation des revenus ou des impôts, ou encore étudier la réaction des échanges extérieurs aux variations du taux de change, etc. peuvent faire l'objet de débats, et varier (donner plusieurs solutions) l'appréciation des capacités de remboursement d'un pays.

1- Capacité d'emprunt :

Cerner statistiquement les limites à l'endettement c'est déterminer la capacité d'emprunt. Cette dernière dépend de deux facteurs :

- elle doit être compatible avec un plafond d'endettement comme le taux de service de la dette. Ainsi en empruntant continuellement au niveau de capacité on a un endettement stabilisé par rapport aux exportations ou par rapport à l'économie de l'emprunteur.

En pratique un plafond atteint en cas de soutenabilité peut être très élevé, insupportable, qui mène à une réduction du niveau de vie de la population. Il est possible d'obtenir une évaluation empirique des seuils en observant les valeurs des indicateurs atteintes par les pays qui

n'ont pas pu ou pas voulu honorer la totalité du service de leur dette¹⁶.

- les emprunts doivent être répétés. Pour accélérer le développement, il faut emprunter en continu tout en payant régulièrement les intérêts sur l'encours des dettes. Cette situation va engendrer une progression régulière de la dette. Mais la dette restera soutenable du fait que les ratios d'endettement ne connaissent pas de tendance explosive.

La clé de la dette soutenable, c'est d'utiliser les capitaux pour accumuler un stock de capital tel que le pays soit capable demain de produire, d'exporter et de gagner les devises dont il aura besoin pour rembourser la dette contractée aujourd'hui.

La capacité d'emprunt peut être autrement définie comme le plus haut niveau de versements, en pourcentage des exportations, qui puisse être indéfiniment maintenu sans que le taux de service de la dette dépasse un plafond donné¹⁷. Elle est la limite des emprunts annuels soutenables indéfiniment sans dépasser un plafond imposé au service de la dette¹⁸.

2- Balance des paiements et évaluation de la capacité d'emprunt :

La balance des paiements est l'instrument privilégié pour déterminer la capacité d'endettement car le déficit de la balance courante des paiements qui marque un besoin de liquidité, et des difficultés des pays emprunteur à rembourser le service de la dette, peut aboutir à une crise de paiements.

Il y'a trois catégories de variables stratégiques qui doivent être pris en considération pour évaluer la capacité d'endettement. Ces variables permettent dévaluer la vulnérabilité de la balance des paiements du pays emprunteur et sa capacité de servir la dette à court terme.

2-1- Les variables changeantes :

- Les exportations : l'instabilité des recettes d'exportation est le déterminant majeur de la vulnérabilité de l'équilibre de la balance des paiements et la capacité d'endettement est liée à la grandeur et à l'intensité des fluctuations des exportations.

¹⁶ Raffinot.M., 1999.

¹⁷ La capacité d'emprunt étant déterminée par rapport au taux de service de la dette fixé d'avance.

¹⁸ Le critère de soutenabilité est qu'un ratio déterminé, généralement le rapport D/Q, encours de la dette divisé par le PIB tende vers une limite finie.

- Les flux de capitaux : la liberté des mouvements de capitaux, les changements de conditions dans les pays exportateur et importateur de capitaux, les fuites de capitaux peuvent mener à des changements dans la situation économique du pays emprunteur.

- Les importations induites par des chocs internes : l'augmentation imprévue et irrégulière des importations peuvent détériorer la balance commerciale, affecter ainsi la capacité d'endettement du pays emprunteur.

2-2- Les variables de compensations :

- Les réserves de change : déterminer la capacité d'endettement net d'un pays c'est déduire les réserves de change de l'endettement d'un pays.

- La finance compensatoire : ces opérations consiste a des facilités additionnelles accordées par le fonds monétaire international (tirage sur le FMI)

- Les importations compressibles : que la distinction relève de la politique des autorités publiques.

2-3- Les variables rigides :

Elles agissent sur la structure de la balance des paiements, comme les versements d'intérêts, les amortissements ou le remboursement du principal.

3- Les facteurs déterminants de la capacité d'emprunt :

La capacité d'emprunt dépend du plafond d'endettement plus élevé sera ce plafond, plus élevé sera le niveau des emprunts compatible avec lui.

Pour une croissance donnée des exportations, la capacité d'emprunt augmente lorsqu'on allonge la durée des prêts car les charges périodiques par unité empruntée sont plus faibles¹⁹.

Sans oublier que le premier facteur qui conditionne la capacité d'emprunt d'un pays est le taux de croissance des exportations, ainsi que les conditions de prêt. Des conditions de prêt plus douces augmentent d'autant plus la capacité d'emprunt que la croissance des exportations est plus forte.

¹⁹ Dhonte Pierre., juillet 1979.

L'impact des chocs externe peut aussi avoir un effet sur la capacité d'absorption de la dette comme la baisse du prix des matières premières et par la suite la baisse des recettes d'exportations.

La proportion à épargner du secteur privé est une des principales sources conditionnant la viabilité de la capacité d'emprunt. Les comportements d'épargne relativement faible, les plans ambitieux de dépenses publiques et l'excès de consommation sur le revenu peuvent mener à des déséquilibre et par la suite à des problèmes d'endettement. Le décideur public pourra intervenir en modifiant les paramètres fiscaux ou infléchir le comportement d'épargne.

Le paiement du service de la dette se présente pour l'état comme une dépense qui grève son budget. Le service de la dette extérieure s'ajoute au service de la dette interne en concurrence avec toutes les autres dépenses.

Le poids de l'endettement doit être mesuré par rapport à la capacité de paiements de l'état qui dépend des recettes budgétaires globales et des flux de ressources extérieures comme les nouveaux prêts et les dons.

L'état doit consacrer une part de son revenu courant pour payer le service de la dette externe. La capacité de paiement peut être définie comme l'ensemble des recettes de l'état non affectés. Les recettes budgétaires, extrabudgétaires et en capital, ainsi que les dons non affectés et les tirages sur le FMI peuvent être mobilisées pour les autre dépenses et le paiement du service de la dette.

4- Critères d'optimisation :

Il y'a deux critères d'optimisation qui permettent de déterminer le seuil d'endettement à ne pas excéder parmi eux ceux qui mettent en relief l'utilisation du financement extérieur pour des motifs principalement d'investissement. Repérer l'endettement optimal servant exclusivement à financer des investissements productifs se fait par la maximisation d'une fonction de préférence ou d'utilité des pouvoirs publics, soumise aux constantes économiques et financières.

Le modèle d'optimisation de Hamada tend à rechercher une trajectoire optimale pour l'économie, soumise à une condition financière, celle de l'égalisation entre le cout marginal de l'emprunt et le produit marginal du capital résultant de l'investissement de l'emprunt. L'offre de fonds est une constante présumée élastique au taux d'intérêt pratiqué sur le marché. Cela est possible si l'endettement dans le pays emprunteur est pratiqué dans une large mesure par les autorités publiques au lieu des unités individuelles.

Ce modèle détermine le montant optimal de l'endettement à chaque moment du temps. L'égalité entre cout marginal d'emprunt et produit marginal du capital s'attache particulièrement aux conditions d'emprunt. Les critères d'optimalité sont fonction des contraintes financières imposées au pays emprunteur, d'après la situation de leur crédibilité.

Tout ce qui influence le cout d'emprunt influence la modification de contrainte des modèles d'optimisation : capacité à prélever des impôts d'après la proportion marginale à épargner, proportion entre l'endettement et le capital investi, comportement à l'égard des réserves de change accumulées, considérations sur le risque du pays prêteur.

Si par exemple les autorités du pays emprunteur ne sont pas en mesure de générer des recettes fiscales suffisantes, en raison du comportement à faible épargne du secteur privé. Le rendement marginal de l'investissement doit être fixé à un niveau supérieur au cout marginal de l'emprunt²⁰.

L'endettement optimal d'après le critère de Loser consiste à choisir un bon taux de service de la dette et de définir la capacité d'emprunt optimal, si le taux de service de la dette n'est pas fixé a priori.

La capacité d'emprunt optimale est le rapport versement/exportations soutenable indéfiniment qui procure le transfert net le plus élevé possible sans que la part de celui-ci dans les versements devienne inférieure à 1.

Il y'a un point au delà duquel l'augmentation envisagée de la capacité d'emprunt est entièrement compensée par l'accroissement correspondant du taux de service de la dette. Ce point est celui où le transfert net est maximum en pourcentage des exportations, tout en étant reproductible.

5- Constitution du tableau de financement en devises :

Chaque pays est différent par son niveau d'endettement, sa part des créanciers, ces recettes d'exportations. Sans oublier qu'il y a des regroupements de pays afin d'envisager des modes de financement particuliers de traitement de dette présentant des caractéristiques communes. Comme on la déjà présenté l'évaluation d'un pays au regard du problème de l'endettement peut être faite par sa balance de paiement ou sa capacité de paiement qui est la présentation dans un

²⁰ Kharas.H., 1981.

ordre particulier de la balance des paiements, constituant ainsi le tableau de financement en devises du pays. Ce tableau qu'on va voir en détail énumère les différents flux de devises qui entrent et sortent du pays.

On peut diviser ce tableau en trois parties :

1- La première partie énumère toutes les entrées de devises dont certaines sont nettes de sorties, et détermine le « solde disponible de la balance des paiements » avant service de la dette.

Avant tout la capacité de paiement permet de différencier certains pays par le solde de la balance de paiement puis le solde de la balance des paiements courants à l'exclusion des intérêts sur la dette extérieure.

-Les pays qui ont une insuffisance d'exportation ou des termes d'échange défavorables sont incapables de dégager, hors entrées de capitaux, un flux annuel de devises positif.

-La partie de la capacité de paiement correspondant aux prêts à moyen et long terme diffère largement d'une catégorie de pays à une autre. Les pays les plus pauvres et les plus endettés sont exclusivement financés par des prêts concessionnels et des dons émanant de créanciers bilatéraux ou multilatéraux. Les pays à revenu intermédiaire peuvent bénéficier de flux privés et de crédit privés garantis.

-Le tirage sur ressources du FMI identifie la contribution du FMI, c'est la contrepartie que le pays mène sous son contrôle.

-Le compte « prélèvement ou reconstitution des réserves » renforce le niveau du solde disponible pour le service de la dette, le pays peut également prélever sur ses réserves en devises pour financer ses efforts d'ajustement. Les pays qui n'ont pas mené les politiques adéquates, doivent reconstituer leurs réserves de change.

-Les investissements étrangers dans le pays débiteur constituent un flux non générateur de dette qui peut varier d'un pays à un autre. Ils peuvent être une source d'entrée de devises importante, si le pays d'accueil offre un climat favorable et peuvent être freinées si certaines conditions ne sont pas réalisées comme par exemple l'imposition de restrictions sur les transferts et l'absence de possibilité de réexportation.

-La ligne des mouvements de capitaux à court terme des agents nationaux du secteur privé du pays débiteur ont un effet sur le niveau des ressources en devises disponibles dans le pays pour le paiement de sa dette. Une spéculation nationale en défaveur de la monnaie locale se

traduira par des sorties de devises massives. Des rapatriements de capitaux viendront par contre abonder ces mouvements.

-La ligne « erreurs et omissions » : recouvre ce qui n'est pas inscrit dans un autre poste.

2- La seconde partie du tableau décrit les échéances en devises qui doivent être payées :

-Tout pays débiteur doit en premier lieu rembourser les prêts contractés auprès des institutions financières internationales qui sont une priorité. Le service de la dette multilatérale est un service sur lequel ne peuvent apparaître des arriérés.

-Il vient ensuite les autres paiements aux banques, aux fournisseurs, aux créanciers publics bilatéraux qui sont représentés au club de paris et les autres créanciers qui n'ont pas été précédemment recensés comme par exemple les créanciers du secteur privé de l'état débiteur.

3- Le solde disponible après service de la dette, dégagé par ce tableau, lorsqu'il est prévisionnel, est le besoin de financement en devises du pays, c'est précisément le gap lorsqu'il est négatif.

Lorsque la capacité de paiement d'un pays est prévisionnelle, le solde peut être positif ou négatif. S'il est positif, les autorités du pays disposent d'une marge de manœuvre pour leur politique économique. Ensuite ils peuvent affecter cet excédent à un des postes de la capacité de paiement : diminuer les emprunts, diminuer les tirages sur le FMI, assouplir la politique de change pour donner plus de liberté aux capitaux privés, etc.... Si le solde est négatif, le pays a une capacité de paiement insuffisante et il ne pourra pas effectuer tous les paiements prévus,

Lorsque la capacité de paiement examinée n'est plus prévisionnelle mais réalisée, la notion de gap ou de surfinancement disparaît.

S'il y'a un gap, l'ajustement se fait par :

-des modifications des autres postes que ceux concernant les flux d'entrée et de sortie relatifs à la dette (exportations, réserves, mouvements de capitaux privés...)

-des prêts supplémentaires délibérément consentis ou par l'apparition d'arriérés qui sont des prêts involontaires.

-un report d'échéances, issues de consolidations d'échéances de dettes. Dans ce cas, ces consolidations d'échéances produiront des intérêts moratoires, qui peuvent être définis comme des intérêts de retard conventionnellement agréés.

-des annulations d'échéances ou d'encours de dette.

Le passage d'une « prévision de capacité de paiement » à une capacité de paiement réalisée équilibrée est l'élément essentiel de « la stratégie de la dette ».

La capacité de paiement n'est rien d'autre qu'une balance des paiements présentée d'une façon particulière. La stratégie de la dette est donc la stratégie de l'ajustement de la capacité de paiement qui peut passer par autant de voix qu'il y'a de lignes dans une balance des paiements.

Les pays peuvent avoir des besoins de financements prévisionnels semblables et des capacités de paiement aux structures différentes. La stratégie de la dette ne peut donc reposer uniquement sur des principes généraux et elle ne peut pas reposer sur des efforts provenant uniquement d'une catégorie de créanciers ou de pays débiteurs.

Le traitement doit être défini au cas par cas selon chaque pays.

6- Endettement et croissance :

Un processus de développement fondé sur l'endettement extérieur peut être parfaitement viable. Prenant l'exemple des pays neufs des 19 siècles comme les USA, une nation peut à un moment de son histoire, contracter une dette extérieure importante, sans pour autant s'engager dans un processus de crise d'endettement.

6-1- Endettement, investissement et épargne :

Il peut apparaître un effet négatif indirect des apports de capitaux sur l'épargne intérieure, de telle sorte qu'une partie seulement de la capacité de financement apportée par l'extérieur se trouverait dans l'investissement.

Cette hypothèse est appelée dans la littérature économique sous le nom d'hypothèse de Haavelmo.

Selon cette hypothèse l'investissement intérieur pouvait être considéré comme une fraction du revenu disponible de la nation augmenté des apports de capitaux extérieurs.

Il résulte de cette hypothèse que l'épargne intérieure, égale au solde entre l'investissement et l'épargne extérieure, diminuerait en fonction de la croissance de ces mouvements de capitaux.

L'épargne extérieure viendrait se substituer à l'épargne intérieure. Le lien envisagé dans cette hypothèse n'est pas un lien direct et plusieurs études ont abouti à cette conclusion ou cette

relation en tenant compte du caractère simultané de la détermination de l'épargne extérieure et de l'épargne intérieure.

Une étude²¹ a montré qu'il existait bien un effet négatif des apports de capitaux extérieurs sur l'épargne, notamment quand ces apports de capitaux prennent la forme d'aide au développement.

Des tests en coupes instantanées ou en séries chronologiques sur différents échantillons de pays mettent en évidence une corrélation négative entre apport de capitaux et épargne intérieure, sans que l'existence d'une causalité soit clairement établie. Les résultats sont moins défavorables quant aux entrées de capitaux privés, investissement direct et autres apports²².

Ces résultats sont plus significatifs pour les pays à faible revenu non significatif pour les pays d'Amérique latine. L'hypothèse de Haavelmo n'est pas confirmée de manière certaine par l'observation des faits, même si elle n'est pas non plus infirmée de manière systématique.

6-2- Les explications de la substitution :

Les différentes explications qui peuvent être invoquées reposent toutes implicitement sur l'hypothèse que l'afflux de capitaux à un caractère exogène pour l'économie nationale, de telle sorte que l'épargne extérieure vient modifier les conditions de l'équilibre macro-économique, plutôt que de résulter de cet équilibre.

-la première raison est quand les pouvoirs publics voient leur contrainte budgétaire se desserrer sous l'effet de l'apport de capitaux extérieurs, ils peuvent avoir tendance à relâcher la discipline budgétaire, et l'épargne publique s'en trouve ainsi réduite. Dans cette raison l'épargne publique constitue une part importante de l'épargne intérieure potentielle.

-La deuxième raison est que la rentrer des capitaux peut réduire les occasions d'investissement rentable pour les épargnants locaux qui seront amenés soit à réduire leur épargne soit à la placer à l'extérieur. Mais en règle générale, il n'ya pas eu de diminution importante de l'épargne intérieure dans les pays lourdement endettés, sauf dans les pays à faibles revenus dans les années 70.

-la troisième raison est que l'afflux dans l'économie nationale de capitaux étrangers a pour effet de modifier l'équilibre entre l'offre et la demande sur le marché local des capitaux en

²¹ Gupta Kanhaya. L, Islam. M. Anisul., 1983.

²² Assidon Elsa., 1992.

augmentant l'offre, toutes choses égales par ailleurs, cela va se traduire par une diminution des taux d'intérêts et une diminution de l'épargne intérieure dans des marchés fonctionnant normalement sans le contrôle des taux d'intérêts par les autorités monétaires.

Les arguments de la substitution entre épargne extérieure et épargne intérieure dépendent des structures financières de l'économie considérée, et de l'ampleur des mouvements de capitaux.

6-3- Apports de capitaux et taux de change réel :

Pour régler les charges de sa dette, un pays doit disposer d'une capacité de production en biens échangeables sur le marché international. Ainsi la capacité de transfert de ressources réelles d'une économie ne peut pas se mesurer par sa capacité de production totale, elle dépendra de sa capacité d'exportation ou de substitution d'importation.

L'afflux de capitaux extérieurs se traduit par une augmentation de l'absorption nationale de biens et services qui se répartit entre des biens et services échangeables et non échangeables.

Sachant que la demande de biens non échangeables est satisfaite par des productions locales, il en résulte que, à l'équilibre macro-économique, une partie des capacités de production nouvellement créées du fait des investissements supplémentaires se retrouvera dans les secteurs de production de biens non échangeables pour satisfaire la demande dans ces secteurs.

Pour équilibrer l'offre et la demande de biens non échangeables, il doit y avoir une augmentation des prix relatifs de ces biens afin d'assurer une plus grande rentabilité dans leur production.

Les mécanismes de marché peuvent conduire à ce résultat par l'intermédiaire de l'évolution du taux de change réel de la monnaie nationale.

Cela veut dire une réévaluation du taux de change réel, soit une augmentation du niveau général des prix dans l'économie nationale par rapport au reste du monde.

6-4- La crise de la dette et la surévaluation du taux de change :

l'afflux de capitaux dans l'économie au cours du processus d'endettement à tendance à peser sur le partage des ressources entre secteurs des biens échangeables et non échangeables, de telle sorte qu'il y'a une pression à la réévaluation du taux de change réel. Cette évolution peut naturellement se réaliser par le biais de l'inflation.

Cette évolution peut prendre la forme d'une inflation supplémentaire, sans que la

parité nominal de la monnaie nationale soit modifiée, ou une réévaluation nominale dans un système de taux de change flottants.

Le renversement de l'évolution du taux de change suppose une réduction de l'inflation locale, qui est difficile à réaliser.

La solution au renversement des transferts net est une dévaluation réelle de la monnaie nationale, qui est difficile à obtenir que ce soit sous forme de dévaluation nominale ou sous forme de désinflation. Souvent les dévaluations nominales ont eu pour résultat une accélération de l'inflation et une réduction des gains en termes de dévaluation réelle.

6-5- Paradoxe des transferts et appauvrissement par les financements extérieurs :

Lorsqu'une économie reçoit un transfert de ressources en provenance du reste du monde, son niveau de bien être, mesuré en termes économiques par le revenu réel disponible, s'en trouve augmenté.

Mais ce n'est pas toujours le cas, car une économie peut être appauvrie par un transfert positif de ressources, c'est l'existence d'un paradoxe des transferts. Son bien être sera réduit et sa capacité de remboursement sera réduite.

La théorie du paradoxe des transferts identifie deux catégories principales de mécanismes par l'intermédiaire desquels un transfert de ressources réelles peut exercer une influence négative sur l'économie nationale.

La première concerne l'évolution des termes de l'échange. La détérioration des termes de l'échange du bénéficiaire du transfert peut provoquer pour lui une perte de revenu réel supérieure au montant du transfert, de telle sorte que le transfert est la cause d'un appauvrissement du pays. A moins que les conditions de formation des prix d'équilibre internationaux soient différentes au moment du remboursement de la dette.

Les transferts nets de ressources négatifs, peuvent conduire à une détérioration sensible des termes de l'échange des pays endettés, ce qui détériore leur solvabilité apparente et donc finalement aussi leurs transferts nets de ressources en réduisant l'importance des nouveaux prêts que les banques sont disposées à leurs accorder. Il peut y avoir ainsi un phénomène cumulatif, donnant un caractère auto-entretenu à la crise d'endettement

La seconde met en jeu l'existence de distorsions par rapport à l'équilibre concurrentiel du marché. Cela va concerner les distorsions internes dans l'économie bénéficiaire du transfert,

comme par exemple les politiques commerciales souvent protectionnistes, car il est possible que les coûts occasionnés par une politique commerciale protectionniste soit accrus du fait de l'apparition d'un transfert positif en provenance du reste du monde.

Il peut y avoir des distorsions qui sont associées au transfert lui-même, par exemple si le bénéficiaire d'un don ou d'un prêt d'aide au développement est tenu d'utiliser ce transfert pour acheter des marchandises dans le pays transféreur. Le gain du pays bénéficiaire se trouve amoindri et peut y avoir une perte de bien être pour la nation.

Il suffit que les coûts indirects provoqués par le transfert soient irréversible, pour que la dette contractée initialement se révèle être au moment du remboursement, une opération économiquement coûteuse.

Un autre effet secondaire du renversement des transferts nets de ressources est associé au problème budgétaire du transfert. Soit les difficultés créées au niveau de la gestion des finances publiques dans les pays endettés au moment du renversement des transferts nets. Surtout si l'essentiel de la dette est une dette publique.

Le gouvernement serait dans l'incapacité de collecter des ressources fiscale supplémentaires pour financer les charges de la dette, face à ces difficultés le déficit budgétaire est financé par la création monétaire qui va conduire à l'inflation ce qui va réduire les taux d'intérêts réels sur les dépôts à terme négatifs, et une diminution de la collecte d'épargne locale avec une sortie des capitaux privés.

Le pays se trouve confronté au moment du renversement des transferts nets à une surévaluation persistante du taux de change réel.

Conclusion chapitre 1 :

L'endettement externe est un choix pour un pays en développement pour différentes raisons, un choc extérieur un changement imprévisible des marchés internationaux... ou tout simplement pour financer sa consommation et son investissement qui doit être profitable.

Pour certains auteurs le financement extérieur peut réduire le bien-être d'une économie selon le paradoxe des transferts par :

- La détérioration des termes de l'échange du bénéficiaire du transfert.
- L'existence de distorsions par rapport à l'équilibre concurrentiel du marché.
- Les difficultés créées au niveau de la gestion des finances publiques.

Il est nécessaire d'analyser la dette extérieure et de surveiller l'activité des instruments afin d'éviter le risque d'illiquidité ou d'insolvabilité, qui peuvent réduire les flux de financement extérieur et la capacité du pays à assurer le service de la dette. La valeur de marché de la dette d'un débiteur pourrait influencer sur les projets d'emprunts futurs.

Si la dette extérieure est à court terme l'économie risque d'être vulnérable à un retournement imprévu du sentiment des investisseurs. D'où la préférence pour les capitaux à long terme. S'ils sont des flux bancaires, ils seront moins stables que les autres modes de financement.

Le taux de service de la dette ne doit pas dépasser un taux donné, les conditions de prêts doivent être douces, le rendement marginal de l'investissement doit être supérieur au coût marginal de l'emprunt et la dette ne doit pas être concentrée sur un petit nombre de créanciers.

Chaque ratio a ces avantages et ces inconvénients. Les ratios d'endettement aident à indiquer les risques potentiels liés à la dette et la capacité relative du pays à dégager les ressources pour le paiement de la dette soit par la richesse qu'il génère soit par les exportations.

Certains doivent être étudiés sur plusieurs périodes d'autres peuvent se présenter utile en courte période afin de soutenir le fardeau du service de la dette. Il faut prendre en considération la période propice pour leur calcul. Ils mesurent si un pays a des difficultés budgétaires à assurer le service de la dette et peuvent être un indicateur de la viabilité de la dette publique.

Il y a des indicateurs de transfert qui évaluent l'effort des créanciers et leur contribution au financement de la capacité de paiement, mais qui sont insuffisants pour la gestion du problème de la dette d'où la nécessité du calcul des indicateurs alternatives qui ont une relation avec le

développement économique. Ils démontrent la substituabilité du remboursement de la dette au développement économique et humain et mesure le poids effectif de la dette sur les pays en voie de développement.

La balance des paiements évalue la capacité d'un pays à servir sa dette extérieure ainsi que l'évaluation d'un pays au regard du problème de l'endettement. Distinguer la dette et les exportations payable en monnaie nationale et en devise ainsi l'exposition du pays au changement taux de change est souhaitable. Les variations du taux de change peuvent avoir un impact sur l'économie à travers la composition en devises ou en monnaies des avoirs.

Chapitre 2 : Crise et gestion de la dette extérieure

Introduction :

La dette prend d'abord la forme de prêts public accordés par les états du nord aux états du sud puis de crédits bancaires, avant l'apparition des marchés financiers

A la première mondialisation, entre la fin des guerres napoléoniennes et la crise des années 1930, la dette sur les pays étrangers était principalement détenue par des particuliers.

Après la seconde guerre mondiale, la dette internationale change de nature, les pays empruntant auprès des états des pays riches et non auprès de créanciers privés.

Au début des années 1960, le financement international des PVD est composé de flux publics, et une petite composante d'investissement directs, afin de protéger les épargnants contre les placements aventureux et la souscription à des obligations par des entités non agréées, et des états étrangers.

Mais dans les années 1970, le financement privé fait son retour sous forme de prêts bancaires souvent syndiqués et le crédit aux PVD est devenu un moyen de recycler les excédents des pays pétroliers grâce au choc pétroliers de 1973-1974 et 1979.

La dette change non seulement de nature, mais aussi de volume. Une croissance de dette qui s'explique par le financement du développement des PVD. L'endettement extérieur de ces derniers a augmenté de 70 milliards de dollars courants en 1970, à 537 milliards en 1980.

Entre 1980 et 1982, le ratio entre la dette extérieure et les exportations devient insoutenable dans plusieurs pays. Il passe de 242.4% à 447.3% en Argentine, de 259.2 à 311.5% au Mexique et de 304.8 à 395% au Brésil.

Avec le plan Brady les marchés financiers font leur apparition dans le financement des états du sud, avec l'échange des créances dévalorisées contre des titres de créances (Leur développement remonte aux années 1970) de valeur faciale inférieure mais fiables.

Dans la crise financière des pays émergents les pays en développement ont vu progressé leur dette extérieure et la répudiation de la dette a pu être évité sauf pour la Russie (1998) et l'argentine (2001).

Pour cela il a fallu déployer des mesures de rééchelonnement et de conversion des emprunts avec l'apport d'argent frais. Parallèlement il y'a eu des campagnes en faveur de l'annulation de la dette des pays en développement qui ont parfois abouti.

Mais les dernières années, le retour à l'emprunt de plusieurs pays en voie de développement s'est accéléré alors que cet endettement se transforme profondément.

La part de la dette privé (dette à long terme) dans l'endettement international des PVD est passé de 14.7% en 1990 à 23.8% en 1992 et à 45.8% en 2000. Les entreprises de Pays développés qui sont créanciers ont une part croissante dans cette dette.

La nature des prêteurs change, les détenteurs d'obligations prennent le relais des syndicats de prêts bancaires et les titres ont un rôle croissant dans les instruments d'endettement extérieur, la part de la dette obligataire passe de 9% en 1990 à 35.5% en 2000.

Dans le cas de la finance de marchés, le financement international relève de la logique de rendement rapide, et la survenue de crises financières causée par des crises de confiance par le biais des taux de change ou des taux d'intérêt.

Un pays peut être frappé par une crise financière sans avoir un déséquilibre macroéconomique majeur²³ comme c'était le cas de la Corée dans la crise asiatique en 1997.

²³ Daniel Cohen, Richard Portes., 2003.

Section 1 : La crise de la dette extérieure

Les besoins de financement ont conduit les pays en voie de développement à injecter dans l'économie des ressources par l'apport de financement externe pour différentes raisons (investissement, insuffisance de l'épargne...)

Mais au lieu d'accélérer la croissance, la dette extérieure qui était inégal a plongé ces pays dans des crises financières et des crises de dette souveraine.

1- Les mouvements financiers nord –sud :

1-1- Les besoins de financement :

La première source d'information en matière de besoins de financement extérieur est la balance des paiements. Le solde le plus observé est le compte courant qui est un indicateur macroéconomique externe, il apprécie le besoin ou la capacité de financement international. Il offre une évaluation des flux nets globaux de capitaux extérieurs nécessaires au financement de l'économie nationale.

Le besoin de financement d'une économie qui est satisfait par le reste du monde correspond à l'insuffisance de l'épargne nationale (S^N) pour couvrir la demande d'investissement domestique (I), ($S^N < I$).

Le pays considéré vit au-dessous de ses moyens. Il est importateur net de capitaux, le solde du compte financier (il comporte les investissements directs et les investissements de portefeuille) est supérieur à zéro ($SCF > 0$), et dégage en contrepartie, un déficit courant, le solde des opérations courantes inférieur à zéro ($BOC < 0$).

D'après la relation comptable qui est la condition d'équilibre épargne – investissement :

$$S^N - I = BOC = - SCF$$

$$\text{Soit: } S^N - I = X - M - U = - SCF$$

Où X est les exportations de biens et services.

M : les importations de biens et services.

U : le solde du compte revenu et du compte transferts courants.

Cette équation montre clairement que les déséquilibres externes sont le reflet de déséquilibres internes.

Il y'a identité ex-post entre le solde en ressources extérieures (balance courante) et le solde en ressources internes (épargne-investissement).

Dans le cas contraire l'épargne nationale est supérieure à l'investissement domestique ($S^N > I$), le pays considéré vit au-dessus de ses moyens et dégage une capacité de financement qu'il met à la disposition du reste du monde. Il est exportateur net de capitaux ($SCF < 0$) et dégage en contrepartie, un excédent courant ($BOC > 0$)

1-2- Les effets des apports de capitaux :

1-2-1- Les effets macroéconomiques :

Le premier effet macroéconomique est l'injection de ressources représentée par l'apport de financement externe.

Dans une perspective keynésienne, il s'agit d'un accroissement de la dépense autonome qui entraîne un effet multiplicateur sur le revenu d'équilibre. L'entrée de capitaux exerce un effet expansif sur l'activité domestique.

L'épargne extérieure peut donner une impulsion et modifier la trajectoire de la croissance, à la condition que les termes de l'endettement (taux d'intérêt, maturité des apports) soient adaptés et que l'utilisation des capitaux soit pertinente, l'accélération de la croissance permettra l'élévation du niveau de vie et le remboursement de la dette. Selon le critère de Simonsen²⁴, tant que le taux de croissance des exportations nettes (excédent commercial) est supérieur au taux d'intérêt sur la dette, la solvabilité du pays est assurée.

La dette est soutenable tant qu'elle reste inférieure à la somme des recettes nettes en devises actualisées au taux d'intérêt. Il faudra augmenter les activités qui génèrent des gains en devises. Mais les entrées massives de capitaux entraînent généralement une appréciation du taux de change réel ce qui va altérer l'allocation des ressources et croître le rapport « prix des biens non échangeables/prix des biens échangeables » il y'aura une augmentation de la profitabilité des secteurs domestiques au détriment de ceux qui sont soumis à la concurrence internationale. Si la situation perdure, la capacité d'une économie à obtenir des devises étrangères sera affaiblie.

²⁴ Bret.B., 2002.

1-2-2- Les effets structurels :

La contrainte des flux de dette est la solvabilité de l'emprunteur. Le développement ainsi financé devra être surtout orienté vers des activités échangeables et génératrices de gains en devises. Il faudra veiller à l'adéquation de la maturité des projets et des financements.

Les projets qui devraient être financés par les crédits à court terme sont plus coûteux que ceux financés par les crédits à long terme et Les projets publics d'accumulation du capital humain à long terme ne peuvent être financé par une dette bancaire à court terme en dollars.

1-3- Le fardeau grandissant de la dette :

Le problème de l'endettement extérieur des pays en voie de développement compte parmi les plus préoccupants du début du 21^{ème} siècle.

Le stock global de la dette qui était de 560 milliards de dollars en 1980 atteignait au 31 décembre 2003 selon la banque mondiale environ 2554 milliards de dollars, dont 2152 à moyen et long terme (1557 milliards de dollars de dette publique où garantie par le public, soit 72% et 595 milliards de dollars de dette privée non garantie, soit 28%).

Précisément La dette extérieure des pays émergents et en développement atteignait 2454,4 milliards de dollars en 1999, 2931,5 milliards de dollars en 2004 et 3342,4 milliards de dollars en 2006. Celle de l'Afrique a évolué de 291,4 milliards en 1999, 328,3 milliards en 2004 et 245,6 milliards de dollars en 2006.Elle représente 7,4% du total des PVD en 2006.

Le fardeau de la dette extérieure des PVD s'est accru sans remède efficace et avec une part croissante des créances privées (1600 milliards de dollars en 2007*)

Les PVD ont fini par avoir des difficultés pour assurer le service de la dette lorsqu'ils se sont libérés de la règle de l'endettement extérieure qui unissent les taux d'intérêt et le taux de croissance des exportations²⁵.

En 1998, le Brésil, le Mexique, la Chine, l'Indonésie et l'Argentine totalisent 33,12% de l'endettement total des PVD. En 2004, 51% de cette dette étaient dus par la Chine, Brésil, Russie, Argentine, Turquie, Indonésie, Mexique et l'Inde, 11,2% par l'Afrique.

²⁵ Selon Domar (1950) et Avramovitz (1958) pour que la dette soit soutenable il faut que le taux de croissance des exportations soit supérieur au taux d'intérêt afin que le ratio (dette/exportation) diminue, dès lors que le solde de la balance des paiements (solde courant moins les intérêts de la dette + les sorties de capitaux) est négatif.

Mais ce qu'on peut noter c'est une diminution de la dette extérieure rapportée au PIB de l'Afrique. Une diminution allant de 66,3% en 1999 à 26,7% en 2006 si on la compare avec celle des pays émergents et en développement qui a diminué de 42% à 27%²⁶.

La croissance africaine qui est proche de 5% en 2010, reste dépendante de l'extérieur. L'Afrique reçoit un afflux croissant d'investissement directs étranger²⁷, notamment grâce à la montée en puissance de partenaires émergents comme la Chine, l'Inde ou le Brésil. Elle bénéficie d'une hausse d'ensemble mais très irrégulière de l'aide publique au développement²⁸ et les envois de fonds de ses expatriés²⁹, mais reste dépendante de l'exportation de matières premières qui restent fragile³⁰.

Les exportations subsahariennes de produits primaires en pourcentage des exportations totales et de 51% en 1996 et 55.2% en 2009.

1-4- Evolution de la dette extérieure des pays en voie de développement par région depuis 1970 :

On divisant le monde par six régions on peut constater les évolutions suivantes :

L'Amérique latine a eu très tôt une dette extérieure colossale, leur dette extérieure se réduit légèrement depuis 2004, notamment suite à des remboursements anticipés. L'Amérique latine et caraïbes cumule une dette de 790 milliards de dollars en 2007.

L'Afrique subsaharienne a une dette élevée dès le début des années 1980. Puis à partir du milieu des années 90, les annonces d'allègement de dette stoppent l'augmentation du stock de la dette, sous le seuil de 200 milliards de dollars. Elle est de 190 milliards de dollars en 2007.

Quant à l'Asie de l'est sa dette reste modérée dans les années 80, mais s'accroît dans la première moitié des années 1990 aboutissant à la crise de 1997-1998. L'Asie de l'est et pacifique a une dette de 720 milliards de dollars en 2007.

²⁶ Wold economic Outlook., 2007.

²⁷ Le flux d'IDE entrant et de 3.3% du PIB en 2010 (1.4% du PIB en 1970).

²⁸ L'aide publique au développement est de 4.9% du PIB en 2009 (2.4 % du PIB en 1980).

²⁹ Le transfert des émigrés est de 2.5% du PIB en 2009 (0.5% du PIB en 1980).

³⁰ Manuel Domengue., 2011.

Pour les pays de l'ex-bloc soviétique, leur dette a grimpé de manière très rapide depuis novembre 1989 à cause de la chute du mur de Berlin. En 2007, leur dette a été la plus forte et supérieure à 1200 milliards de dollars. Les PECO et l'Asie centrale ont une dette de 1270 milliards de dollars en 2007.

2- De la crise de la dette souveraine aux crises financières systémiques :

La communauté internationale est régulièrement confrontée à des situations de crises d'endettement. Les deux dernières décennies du 20^{ème} siècle ont été marquées par des crises financières dans les pays en voie de développement.

2-1- Les années 80, une crise de la dette bancaire souveraine :

En août 1982, le gouvernement mexicain est dans l'incapacité d'assurer normalement le service de sa dette extérieure. Au cours de cette période, plus d'un pays en voie de développement sur deux aura traversé une crise de paiement. Cette crise concerne surtout les économies à revenu intermédiaire. L'ensemble de la dette des PED est passé de 70 milliards de dollars en 1970 à 846 milliards de dollars en 1982 soit une multiplication par douze en douze ans et le rapport service de la dette/exportations atteignait 42% pour les quinze pays les plus endettés en 1983³¹.

Dans les années 70, les banques commerciales recyclent les excédents en devises des économies pétrolières et l'activité de prêts internationaux va s'intensifier à partir du 1^{er} choc pétrolier, favorisé par le faible niveau des taux d'intérêts réels, les anticipations de poursuite de l'inflation. Mais le renversement de 1980-1981 à la suite de la hausse des taux d'intérêts réels sur les marchés financiers va augmenter le service de la dette des PVD dans de fortes proportions. Cette hausse est due à la politique monétaire restrictive des USA et d'un programme d'allègement des impôts. A cela s'est ajouté un ralentissement de l'économie mondiale, le commerce international en a subi l'impact en affectant défavorablement les termes de l'échange des pays en voie de développement. Les causes immédiates ne doivent pas occulter les causes structurelles de la crise. On les trouve du côté du changement d'origine des flux financiers vers le sud et dans les mauvaises politiques conduites par les pays débiteurs.

³¹ Guillochon.B., 1995.

Les crédits bancaires ont conduit les pays en voie de développement à privilégier des stratégies commerciales extraverties (pour l'acquisition des devises). Mais le renversement de la situation favorable sur les marchés mondiaux au cours de la seconde moitié des années 70 a révélé un risque potentiel avec la baisse de la part des financements à conditions libérales rendant les pays en voie de développement plus sensibles aux mouvements des taux d'intérêt.

En plus de la déficience de l'utilisation des fonds correspondant à l'endettement comme l'entretien des entreprises nationales mal gérées, d'entreprendre des projets d'infrastructure et industriels surdimensionnés et au rendement incertain ou de soutenir la consommation publique. La politique économique a également contribué à la crise en déstabilisant le processus de croissance (l'appréciation des taux de change réel, les déficits budgétaires, et les tensions inflationnistes). Des défaillances structurelles ont perturbé l'allocation des ressources, affectant négativement la productivité globale des facteurs : système bancaire défaillant, protection commerciale....on peut ajouter à tout cela le comportement des opérateurs financiers privés, la réduction massive des nouveaux crédits accordés après l'apparition des premiers signes de crise qui a créé des conditions de défauts de paiement. Ainsi que la négligence de la sélection des risques. On peut conclure que les responsabilités sont largement partagées dans l'éclatement de la crise souveraine.

Plusieurs facteurs expliquent l'insolvabilité des pays en voie de développement. Certains liés à la conjoncture mondiale, d'autres propres au pays emprunteurs. Les emprunts contractés par les pays en voie de développement étaient dans leurs majorités libellés en dollars et comportaient un taux d'intérêt variable indexé sur le taux d'intérêt pratiqué aux états unis. La décision de Washington de faire monter les taux d'intérêt (pour attirer les capitaux) a eu pour répercussion automatique d'augmenter le service de la dette extérieure des pays qui avaient emprunté dans la période antérieure.

Au milieu des années 1980 et à cause d'un service alourdi, il y a eu un renversement des flux financiers, les pays en voie de développement envoyés de l'argent au pays développés. Dans l'obligation de payer et dépourvus des fonds nécessaires, certains pays ont contracté de nouveaux emprunts pour rembourser les précédents. Ils sont alors entrés dans le cercle vicieux du surendettement.

2-2- De nouvelles relations avec les créanciers :

Pour sortir de la crise le FMI devait préconiser des solutions financières et économiques. Le premier objectif en 1982 était de renflouer les pays endettés de façon à éviter une

contagion des défauts de paiements qui auraient mis en danger le système bancaire.

Le FMI a deux interlocuteurs, tout d'abord les créanciers, il a cherché à les persuader qu'il est dans leur propre intérêt d'octroyer de nouveaux crédits et de participer à des opérations de refinancement, de façon à éviter une rupture totale des remboursements. Ensuite les pays endettés, le fonds a cherché à les persuader de continuer à rembourser leurs dettes au moins pour les intérêts. Une rupture unilatérale des paiements aurait aggravé leur situation. Il a cherché aussi à les persuader d'entreprendre des programmes d'ajustement.

Des relations s'établissent entre le fonds et le club de Paris. Ce dernier compte sur le fonds pour qu'il lui fournisse des rapports sur la situation économique et financière des pays endettés. Il le considère comme l'institution devant couvrir le besoin résiduel de financement extérieur.

Mais le FMI a des règles de fonctionnement qui l'empêchent de couvrir ces besoins, il n'accepte de restructurer la dette que si un accord précis est approuvé par le fonds. Pour sa part le fonds monétaire compte sur le club de Paris pour couvrir les besoins de financement qui ressortent des projections de balance des paiements et n'accepte d'approuver un accord que si le club de Paris indique sa volonté de restructurer le service de la dette.

Quant au club de Londres, il demande au fonds de lui fournir les informations précises sur la situation des pays endettés sous réserve d'accord du pays concerné.

L'approche doit se faire de façon volontaire, car le fonds monétaire ne peut forcer ni les banques ni les pays endettés à adopter une solution. Il établit sa politique fondée sur un supplément de financement indispensable pour assurer le maintien des obligations contractuelles et pour encourager la mise en place de programmes d'ajustement. Avant de l'approuver le Fonds demande que les créanciers s'engagent à octroyer un volume suffisant de nouveaux crédits ou de restructuration de dette. Chaque dollar prêté par le fonds permet de rassembler quatre autres dollars sous la forme de nouveaux prêts ou de restructuration de dette.

Cette stratégie est fondée sur une approche pragmatique adaptée au cas par cas à la situation individuelle de chaque pays. Il rejette les solutions globales avancées par certains observateurs, telles que la création d'un organisme chargé de racheter toutes les dettes.

2-3- Les crises financières des marchés émergents :

Le développement des mouvements privés facilités par le processus de mondialisation va s'accompagner d'une série de crises financières et spéculatives, il s'agit surtout des flux de capitaux hors crédits bancaire. Ils ont vu le jour dans les années 1994-2002 et ont culminé en

1997-1998 en Asie du sud-est. Ces crises sont causées pour l'essentiel par le comportement des investisseurs, contrairement aux crises de la première génération qui sont provoquées par des faiblesses macro-économiques fondamentales.

Qu'il s'agisse du Mexique (1994) ; de l'Asie du sud-est (1997) ; de la Russie (1998) ; du Brésil (1999) ; ou de la Turquie et de l'Argentine (2001-2002), on s'est trouvé en présence d'événements tous plus ou moins singuliers pour lesquels la théorie a dégagé trois générations de modèles ; qui peuvent être souvent imbriqués.

Ces trois générations de modèles sont :

2-3-1- Les modèles de la première génération : un Policy-mix inadapté

Cette génération s'est constituée autour de l'article fondateur de Paul Krugman (1979) et de celui de Robert Flood et de Peter Garber (1984).

La question est de savoir comment un pays qui choisit un Policy-mix inadapté par exemple, un déficit budgétaire financé par la création de monnaie, va voir en change fixes, les spéculateurs anticiper mais non attendre l'épuisement des réserves de change car la banque centrale doit intervenir pour défendre la parité de la monnaie.

L'attaque spéculative intervient lorsque le stock de réserve a atteint le niveau qui permet aux spéculateurs de récupérer leurs mises. Avec une attaque précoce les réserves de change diminuent en avance, et postérieurement le taux de change se déprécie continuellement.

L'essentiel des modèles de la première génération était d'observer la diminution des réserves et d'identifier le point critique à l'attaque spéculative anticipée.

La crise mexicaine a bien correspondu à ce modèle, car les effets induits par les fortes entrées de capitaux se sont révélés incompatibles avec le maintien du cours du change fixe.

2-3-2- Les modèles de la deuxième génération : équilibres multiples et anticipations autoréalisatrices

L'idée de ces modèles développée en particulier par Maurice Obstfeld (1994 et 1996) est l'existence de plusieurs situations possibles à l'équilibre avec crise ou non crise selon la psychologie des agents, optimiste ou pessimiste les anticipations de dévaluation se reflètent dans les taux d'intérêt. Ainsi le pays dévalue sous la pression de la hausse du coût du paiement du service de la dette.

La fonction de perte à minimiser est :

$$L = 1/2 \tau^2 + \theta / 2 \varepsilon^2 + CZ$$

Où τ : est une taxe prélevée pour payer la dette.

ε : le taux de la dépréciation de la monnaie.

c : le coût de réalignement du gouvernement.

Z : une variable muette qui signifie une dévaluation si $Z = 1$.

Cette minimisation donne le taux (ε) préféré du pays (gouvernement). Le marché attend que la monnaie se déprécie jusqu'au taux ($\varepsilon_2 < \varepsilon$) ; alors le taux d'intérêt augmente jusqu'à (i_2).

Le réalignement coutera (c) au pays, tenant compte des anticipations de dévaluation des agents et du coût du maintien de la parité sur la dette.

Ce modèle a été développé à partir des crises du SME (1992-1994) mais n'a pas été suffisant pour expliquer les crises asiatiques, des pays d'Amérique latine et de la Russie de la fin des années 1990 et du début des années 2000.

2-3-3- Les modèles de la troisième génération : les crises jumelles

Ces modèles ont privilégié l'idée de crises jumelles associant les crises de changes et les crises bancaires.

Concernant les crises de change, l'utilisation des changes fixes ou l'ancrage rigide a permis d'emprunter des grandes sommes à taux fixe. La surliquidité de l'économie et la hausse des prix a mis en cause la compétitivité de ces pays, et l'anticipation d'une dépréciation de la monnaie locale.

La crise amorcée, les retraits des capitaux par la peur des prêteurs et des emprunteurs ont contraint la banque centrale à épuiser ses réserves de change, et l'acceptation de la dévaluation par le passage aux changes flexibles.

Au sujet des crises bancaires, les banques se sont généralement endettées en devises et ont prêté en monnaie locale aux entreprises sans contrôle strict du risque de crédit. Les pays emprunteurs ont escompté qu'en cas de difficulté les institutions internationales interviendraient.

En résumé les modèles de la troisième génération ont une relation avec l'augmentation des liquidités. Au delà d'un certain point, les prêteurs comme les emprunteurs prennent peur, le

retrait des capitaux intervient ; les réserves s'épuisent et le décrochage du change bientôt se produit.

2-3-4- La crise mexicaine (1994) :

La crise s'est déclenchée avec une rapidité sans précédent due par une globalisation des marchés financiers, la mobilité des capitaux et la rapidité des flux financiers. Entre 1990 et 1993, les entrées de capitaux au Mexique représentent en moyenne 6% du PIB.

Ces entrées de capitaux principalement à court terme et abondantes (13 milliards de dollars en 1992) combinées à une politique d'arrimage du peso au dollar avec bande de fluctuation se traduisirent par une appréciation de change réel avec un fort déséquilibre des paiements courants de 8% du PIB.

Le renversement du sens des flux de capitaux initié par les résidents mexicains ne put, après une tentative de défense du peg ; couteuse en réserves qu'être sanctionné par une très forte dévaluation, et un flottement du peso.

Cette dévaluation du peso en 1994 qui révèle l'ampleur de la crise financière provoque des sorties de capitaux (avec un déficit de la balance courante de 6,5% du PIB, un recours des autorités à un endettement croissant en devises...) pendant plusieurs semaines, rien ne semble devoir arrêter la chute du peso et de la bourse.

L'action de stérilisation conduisit à un énorme gonflement de la dette interne qui était de 30% du PIB et qui comprenait aussi des titres libelles en dollars.

Le contrôle de la situation imposa au Mexique une cure de déflation interne et un plan de sauvetage de 52 milliards de dollars (20 USA+ 18 FMI). La contagion de l'onde téquila fut ressentie par l'Amérique latine et par les autres pays émergents.

Car en réponse à un appel pressant du trésor américain, le FMI accepte d'accorder au Mexique, le 1^{er} février 1995, un prêt d'un montant exceptionnel de 18 milliards de dollars, en complément d'un prêt de 20 milliards de dollars par les Etats Unis.

D'après le rapport commandé par le FMI en 1995, ce dernier n'a pas su prévoir la crise mexicaine. Il recommande de changer la culture interne du FMI. Des changements sont annoncés en 1995. Le FMI demande à ses pays membres de rendre publique régulièrement, par son intermédiaire, les statistiques financières permettant aux marchés de prendre des décisions d'investissement en pleine connaissance des risques encourus. Il décide d'intensifier le dialogue avec les pays membres au delà des consultations annuelles et de mettre l'accent

sur la composition des flux de capitaux. Il obtient une augmentation des ressources financières disponibles dans le cadre des nouveaux accords d'emprunts, cela va lui permettre d'intervenir dans plusieurs pays à la fois, et éviter ainsi les effets de contagion à l'ensemble des économies émergentes.

2-3-5- La crise brésilienne :

Le 13 janvier 1999 malgré les 41.5 milliards de dollars accordés par le FMI, le Brésil est conduit à laisser flotter sa monnaie, qui se déprécie de 50%.

La surévaluation du real, l'endettement interne débridé, le déficit courant financé par les capitaux courts, le creusement d'un déficit budgétaire important en plus de l'annonce par l'état du Minas Gerais du déficit ont fini par faire fuir les investisseurs internationaux et rendre le décrochage de la monnaie brésilienne inévitable avec une remontée des taux d'intérêt de plus de 30% par rapport aux exigences de croissance de l'économie. Cette crise a touché durement les pays d'Amérique latine.

2-3-6- La crise argentine :

En Argentine c'était surtout un endettement extérieur insoutenable (des emprunts obligataires du gouvernement, des lignes de crédits interbancaires, des dettes contractées par les entreprises) et un taux de change fixe devenu irréaliste.

La loi de convertibilité de 1991 avait instauré une parité de 1 peso pour 1 dollar avec la création de la caisse d'émission, pour résultat le pays a eu une éradication de l'inflation et une augmentation de la croissance (7% jusqu'en 1995).

Mais le décrochage du real brésilien du dollar en 1999 a dérégulé l'économie (baisse des exportations par perte de compétitivité –due à l'appréciation du taux réel d'un peso soudé au dollar - , déficit budgétaire, baisse des réserves de change, accélération de l'endettement extérieur) avec deux renflouements par le FMI, l'Argentine est entrée en crise.

Les ruées bancaires, la limitation des retraits en dollars aux guichets des banques, la déclaration de défaut pour les dettes extérieures privées, et la création de monnaies parallèles ont poussé l'Argentine en 2001 à délaisser son régime de change et la caisse d'émission.

Il a fallu près de trois ans pour un début de rétablissement de l'économie argentine après une dépréciation du peso de 3 à 3.5 peso pour 1 dollar ; un taux de croissance de 7% de 2003 à 2005, une compétitivité retrouvée et une sortie partielle du défaut sur la dette étrangère en 2005.

2-3-7- La crise financière asiatique (1997) :

Les difficultés commencent en Thaïlande à la mi-1997 par la dévaluation du baht et se propagent rapidement à d'autres pays voisins et de développement similaire (Corée du sud, Indonésie, Malaisie, les Philippines, Singapour, la Corée du sud et Hong Kong).

Les principales causes de la crise asiatique sont:

-l'usure du modèle de développement à marche forcée (taux de croissance supérieure à 6%) de ces pays fondés sur un surinvestissement systématique et un transfert de ressources à rythme très élevé du secteur agricole vers le secteur urbain.

-l'appréciation du taux de change réel excepté en Corée qui a causé de forts déficits courant (8% pour la Thaïlande) et un freinage général de l'accroissement des exportations qui est passé de 22.8% en 1995 à 5.6% en 1996 pour le groupe Malaisie, Indonésie, Thaïlande et Philippines.

-la plupart des pays du sud-est asiatique enregistraient dès la fin de l'année 1996 une appréciation du taux de change réel (entre 15 et 20% pour Hong Kong ; Singapour et les Philippines et de 5 à 15% pour l'Indonésie, la Thaïlande et la Malaisie ; excepté la Corée du sud et le Taiwan).

Ces pays avaient choisi une stabilité nominale où un régime de crawling peg (plutôt qu'un ancrage sur un panier de monnaie) qui les avaient arrimés au dollar américain alors que leurs exportations se répartissaient sur trois zones, États-Unis ; Europe, et Japon.

-l'opacité et la faiblesse du secteur financier voir la défaillance des banques et des sociétés financières.

Insuffisamment contrôlé et peu soumis à la concurrence des grandes banques internationales, le secteur financier a emprunté à l'étranger le plus souvent en devises sans contrôler réellement le risque de crédit qui reste difficile à rembourser après une dévaluation à cause d'emplois trop risqués et d'une illiquidité de fonds empruntés en devises, croyant bénéficier d'une garantie de remboursement par l'état en cas de crise.

Dans les pays touchés, des déséquilibres de nature micro-économique s'étaient accumulés dans les portefeuilles de créances des banques, dans la gestion du risque de change, dans l'endettement de court terme et dans le comportement des investisseurs. L'arrivée des vagues de

capitaux privés³² dans un environnement financier libéralisé s'était traduite par des bulles boursières et immobilières qui déclenche des sorties de capitaux, dépréciations monétaires, difficultés des entreprises endettés en devises et généralisation de la crise financière.

Ces pays font appel au fonds monétaire qui leur fournit une assistance financière et des sommes considérables sont aussi promises par des sources bilatérales et multilatérales et le maintien des lignes de crédit par les banques étrangères. Les programmes d'ajustement préconisés par le fonds pour enrayer l'effondrement des taux de change, et restaurer la croissance n'aboutissent pas.

Le PIB chute en 1998 de 7% en Corée, de 6% en Thaïlande et de 14% en Indonésie en raison de la compression de la demande intérieure notamment des investissements.

Le FMI est critiqué de préconisé des programmes qui aggravent la contraction de la demande intérieure et accentuent la récession, de ne pas avoir prévu les crises, et le non traitement des fragilités avant qu'elles n'atteignent des niveaux extrêmes d'où la nécessité de développer des indicateurs avancés permettant de mieux anticiper les risques de tensions financières.

2-3-8- La crise financière russe (1998) :

Durant l'année 1997 et le premier semestre 1998, la Russie a essayé de trouver un financement de l'extérieur le plus souvent à court terme de substitution au prix de l'accroissement de son endettement extérieur qui avoisiné les 290 milliards de dollars à fin de l'année 1997.

Il y'a eu une hausse très forte des taux des bons de trésor, 120% en aout 1998 du a une situation qui a empiré et a une diminution de la confiance. De même une forte appréciation du taux de change réel.

L'abandon de l'arrimage est devenu inévitable dès l'instant que le taux de change nominal n'a pu suivre le différentiel d'inflation qu'avec retard.

³² Il y a une forte entrée de capitaux durant les années qui précèdent la crise...le ratio d'endettement du secteur privé/PIB de 1990 à 1996 était de 58% pour la Thaïlande, 31% pour la Malaisie et 151% pour les Philippines... La part des engagements à échéance inférieure à un atteignait en moyenne 50%.

Par effet de contagion, la Russie est victime d'une crise financière. En août 1998 le gouvernement dévalue le rouble et suspend le remboursement de la dette gouvernementale.

Le peg n'a pas résisté au renversement des flux de capitaux lié au renversement des anticipations des investisseurs extérieurs. La dévaluation du rouble s'est accompagnée d'une hyperinflation, pénuries, désorganisations du circuit économique et de la société. Mais la spécificité de la crise financière russe est qu'il n'y a pas eu de déficit commercial extérieur préalable.

En plus la crise financiers russe est interne (une collecte fiscale défailante, un déficit public, démonétisation croissante de l'économie...) avec une création de monnaie pour financer le déficit (l'hyperinflation...)

La crise va causer des tensions monétaires dans les pays voisins et baisser fortement les marchés boursiers mondiaux. Dans un contexte de politique de change fixe, la Russie avait attiré des capitaux privés, mais ces derniers lors du déclenchement de la crise sortirent de la Russie. L'effondrement du rouble mit a mal les entreprises endettés en devises avec de graves répercutions pour le secteur bancaire. Le déficit budgétaire atteignait 7 à 8% du PIB et la baisse des prix du pétrole avait privé la Russie de recettes en devises. Le rôle du FMI dans la gestion de la crise est critiqué. En 1996, le fonds approuve un crédit dans le cadre de facilité élargie de 3 ans. Cela a permit à la Russie de maintenir artificiellement stable un taux de change surévalué, tout en remboursant sa dette. Sans le concours du FMI, la Russie aurait pris des mesures beaucoup plus tôt pour dévaluer sa monnaie, restructurer la dette et assainir ses finances publiques.

La crise financière russe a touché les autres pays de la région en particulier les PECO (baisse du Zloty, attaque de la couronne tchèque et du forint hongrois...)

Après d'autres crises dans les économies émergentes (Brésil, Turquie, Argentine) voient le jour.

2-3-9- La Turquie :

Après une premières attaque spéculative à la fin de l'année 2000 ; la dette externes s'était élevée de 42 milliards de dollars en février 2001 ; sans oublier l'hyperinflation et les doutes sur la solidité du secteur bancaire.

L'augmentation brutale de 4000% au jour le jour des taux d'intérêt le 4 février 2002 avait pour conséquence l'épuisement des réserves de change et le flottement de la livre turque malgré

l'aide du FMI de 11.5 milliards de dollars en deux programmes.

2-4- Les difficultés de gestion des crises de la seconde génération :

Les crises financières de pays émergents ont toutes donné lieu à réaction des institutions internationales spécialisées et des gouvernements.

Les milieux tiers-mondistes et des auteurs économiques comme Joseph Stiglitz ont critiqué l'intervention du FMI et sa politique d'austérité pour les pays en crise.

2-4-1- Le programme du FMI :

2-4-1-1- Une aide financière massive :

Après le Mexique avec 52 milliards de dollars, l'Asie du sud-est (Indonésie, Corée, Thaïlande) avait avec 117.7 milliard de dollars représenté en 1997-1998 le plus grand sauvetage financier orchestrée par le FMI avec l'aide des grandes puissances industrielles.

Destinée à bloquer immédiatement une crise considérée au moins à l'origine comme une crise de liquidité et à rétablir la confiance, on n'a pas argumenté sur une action du type prêteur en dernier ressort.

2-4-1-2- Un ajustement macroéconomique très sévère :

La contrepartie de l'aide financière a été un durcissement du programme d'ajustement³³ basé en particulier sur :

- la constitution de surplus budgétaire.
- Les politiques de crédit très restrictives et la baisse des taux d'intérêt.
- La restructuration du secteur financier qui a aboutie à de nombreuses fermetures ou suspensions de banques ou sociétés financières et une reprise du contrôle de l'ensemble du secteur.

³³ La Russie n'a pas vraiment tenu ces engagements.

2-4-1-3- Des mesures de bonne gouvernance et de restructuration :

Elles ont été imposées ou recommandées vis-à-vis de nombreuses sociétés publiques ou privées pour accroître la compétitivité du système économique en diminuant les subventions publiques, lutter contre la monopolisation ; programme de privatisation...

2-4-2- La contestation de l'action du FMI :

Le fonds monétaire international a fait l'objet de vives critiques pour son action lors des crises des marchés émergents particulièrement le cas de l'Asie. Mais il faut reconnaître que certaines critiques peuvent être quelque peu relativisées.

2-4-2-1- Une contraction financière et monétaire excessive :

La cure imposée par le FMI correspondrait à une thérapeutique adaptée aux pays latino-américains qu'aux pays asiatiques.

Le FMI a mentionné que l'ajustement n'était pas surdimensionné et que la contraction budgétaire et la rigueur de la politique monétaire n'étaient pas trop poussées (S. Fisher 1998).

2-4-2-2- Une remise en cause de l'idéologie libérale de l'ouverture libre de toute entrave des marchés financiers :

Le FMI a toujours recommandé une ouverture toujours plus grande des marchés financiers des PVD, avant et après la crise. Par contre des auteurs comme Stiglitz et Bhagwati contestent l'existence d'une relation positive entre effet de la libéralisation financière et la croissance comme c'est le cas pour l'ouverture commerciale.

2-4-2-3- Le programme trop brutal de fermeture et de recapitalisation des banques et sociétés financières est également mis en cause :

Il est indispensable selon le FMI de fermer ou de suspendre les activités d'un très grand nombre d'établissement financier géré en dehors des règles habituelles (capitaux propre trop faibles, contrôle internes très légers) avec une mal gérance de son risque de crédit excessif en devise.

2-4-2-3- Une intervention du FMI inopportune comme prêteur en dernier ressort :

Selon M. Feldstein (1998), le FMI serait sorti de son rôle en montant des opérations de renflouement trop coûteuses et contre productives. Pour M. Friedman (1998), l'action du fonds aurait été inefficace, non nécessaire et obsolète.

Le FMI a offert aux prêteurs privés une garantie implicite d'assurance contre le risque car les opérations de renflouement permettaient aux emprunteurs de rembourser les prêteurs. Cette garantie a surdéveloppé le risque et diminuer les précautions prises par les créanciers car sûrs d'être remboursés.

Le FMI se serait attribué, un rôle de prêteur en dernier ressort (PDR) qui n'est pas explicitement prévu par sa charte. De ce fait, il aurait produit de l'aléa moral en donnant aux pays aidés l'impression d'un rattrapage toujours possible.

Sur le plan interne W. Bagehot (1873) conditionnait l'intervention du PDR en quatre points dans la ligne de l'analyse d'Allan Meltzer :

1 : le PDR ne doit prêter qu'à des emprunteurs momentanément illiquides et non pas insolubles.

2 : il doit intervenir à très court terme et en s'assurant de l'existence de bons collatéraux.

3 : à des taux pénalisateurs.

4 : il ne doit pas, par son action, empêcher les mises en faillites et les fermetures d'établissements qui s'imposent.

Si l'intervention du FMI a respecté la dernière condition elle n'a pas satisfait aux trois précédentes.

Pour tenir compte des ressources limitées du FMI et de la conditionnalité, ainsi que son incapacité à créer de la monnaie, on a pensé à lui substituer un réseau de banques centrales coordonnées par la BRI³⁴.

Mais il n'est pas sûr que les critères de Bagehot définis sur le plan interne pour les crises bancaires soient transférables en l'état au plan international, en cas de crise de la dette avec risque de contagion.

En plus comme l'a mentionné Stanley Fisher (1999), dans le cas d'une crise de la dette, le fonds intervient comme prêteur et coordinateur en ayant les moyens techniques et humains pour stopper l'onde de crise et la modification rapide des politiques monétaires que les banques ne

³⁴ Aglietta.M, de Boissieu C., décembre 1998.

peuvent accomplir, ainsi leurs action est beaucoup moins ciblée que celle qui consiste à mettre sur pied des programmes de financement précis.

L'intervention des grandes banques centrales est au centre de la fonction du prêteur en dernier ressort. Cela n'exclut pas le rôle des institutions internationales comme pourvoyeurs et arrangeurs des concours financiers en cas de crise des pays en développement.

2-5- Vers de futures crises financières des marchés émergents :

A la recherche d'une nouvelle architecture cette longue série de crises financières a été prévisualisée pour les pays affectés, dangereuse pour la stabilité du système financier international. Ces crises ont pour origine des mouvements de capitaux privés massifs et volatiles qui peuvent être déstabilisés en cas de retraits massifs et de crise de confiance. Mais qui sont utiles par la canalisation de l'épargne excédentaire des pays industrialisés vers les pays en développement ayant des besoins de financement.

Les pays affectés par les crises financières avaient des politiques de change fixe et des régimes libéraux pour l'entrée et la sortie de capitaux privés. L'expérience montre que la combinaison avec une politique monétaire fondée sur des objectifs internes forme une trinité impossible.

Dans le théorème d'impossibilité, dans la théorie monétaire internationale (le triangle de Mundell), il est impossible d'unir :

- les changes fixes.
- la mobilité parfaite des capitaux.
- et les politiques monétaires indépendantes.

Le régime de change fixe est incompatible avec la forte mobilité des capitaux autorisée par la libéralisation financière³⁵.

³⁵ Plihon Dominique., 1996.

L'immense potentiel déstabilisateur des mouvements de capitaux spéculatifs, obéissant à une logique d'anticipations auto réalisatrices, rend désormais impossible la défense de parités fixes par les autorités monétaires.

2-6- La quête difficile d'une stabilité des changes :

Les états ont tenté de mettre en place plusieurs types de régime de change, pour préserver la stabilité monétaire dans un environnement financier rendu instable par l'extrême mobilité des capitaux. Il y'a le currency board où caisses d'émissions.

Les marchés de capitaux internationaux connaissent des crises récurrentes accompagnées souvent de défauts de paiements ruineux et de vague de contagion par exemple la crise argentine de 1890-1891 et celle de 2001-2002.

Dans les décennies qui précèdent 1914, les crises étaient considérées comme des phénomènes naturels. Après la conférence de Bretton Woods (1944), les états se sont dotés de structures de coordination économique qui ont eu un impact sur le fonctionnement des marchés et sur le déroulement des crises.

Ces marchés qui sont devenus plus complexes par les progrès techniques sur le plan des télécommunications ou de l'ingénierie financières et désintermédies sur lequel une extrême diversité d'opérateurs échange des contrats plus diversifiés. Parmi les opérateurs on peut citer les banques, les fonds d'investissement, les compagnies d'assurance...face à une crise, il y a une difficulté à reconditionner ces multiples acteurs qui pris par la panique cherchent chacun une issue individuelle à la crise.

Dans les années 90, il y a eu une interaction plus instable et dangereuse entre variables internes et externes : faut-il contrôler la contagion sur les marchés de capitaux internationaux ou maîtriser les crises internes notamment sur le plan bancaire. La stratégie recherchée était la stabilisation externe qui devait produire d'elle-même la stabilisation interne. L'intervention massive du FMI, renforcée par les engagements de multiples réformes structurelles devait rétablir la confiance des marchés et la rentrée des capitaux qui inverseraient la chute du change. Le FMI a imposé dans les pays une politique monétaire extrêmement restrictive, comme l'imposition des taux d'intérêt très élevés qui devait bloquer la capacité des banques centrales locales à fournir directement de la liquidité aux banques locales. Le FMI devra être un catalyseur pour l'implication du secteur privé, non une organisation qui se comporte comme un prêteur en dernier ressort.

Les politiques économiques des pays émergents paraissent mieux stables dans ces dernières années. Ces pays ont enregistré des taux de croissance exceptionnels avec la hausse des prix des matières premières ou le pétrole et plusieurs pays se financent sur les marchés internationaux.

Mais on ne s'aurait affirmé que tout risque de crises financières soient écarté avec d'autres facteurs de déclenchement³⁶.

Comme par exemple :

- la superposition d'une récession au Etats-Unis et d'un refroidissement marqué de la conjoncture chinoise qui auront un impact sur les exportations des pays émergents (Goldstein et Wong, 2005)

- une hausse significative et rapide des taux longs américains. La banque d'Angleterre considérait en 2004 qu'une augmentation de 100 points de ceux-ci entraînait une augmentation des spreads de 80 points de base pour les pays émergents.

- Un mouvement brutal de diversification des réserves de change ...etc.

3- Un endettement supportable :

L'emprunt extérieur constitue un facteur accepté du développement économique. La poursuite d'une politique d'emprunt à l'extérieur peut être supportable si les investissements et les importations complémentaires doivent rapporter suffisamment pour payer la dette.

La politique d'emprunt supportable peut être déterminée à partir du modèle à deux disparités. L'emprunt extérieur peut combler le déficit en devises étrangères, l'écart investissement-épargne et le déficit du budget de l'état. En prenant la première disparité, le taux d'endettement supportable par rapport aux exportations peut être déterminé par le ratio suivant :

$$D/E = a / (g_e - i)$$

Ou (a) l'écart entre les devises étrangères et les exportations, (M-E)/E est constant.

g_e : croissance au même taux exponentiel de E (exportations) et M (importations)

³⁶ Goldstein.M, Wong.A., 2005.

i : le taux d'intérêt moyen payé sur toutes les entrées de fonds étrangers (prêts, actions et dons inclus).

Selon cette équation le pays peut continuer à emprunter et amortir sa dette sans augmenter le ratio de son endettement par rapport à ses exportations, si (g_e) est supérieur à (i).

Le ratio de l'endettement par rapport aux exportations chuterait si la croissance des exportations dépasse celle des importations.

Si le taux d'intérêt est supérieur au taux de croissance des exportations la solution consistera à transformer le solde des devises étrangères en un surplus. Le débiteur doit être capable d'affecter ses ressources supplémentaires à un emploi productif dans les secteurs exportateurs³⁷.

Par contre avec la deuxième disparité on peut déterminer le taux d'équilibre à long terme de l'endettement par rapport au PNB (les fonds étrangers comblent l'écart entre investissement et épargne intérieure) quant peut écrire :

$$D/Y = (v - s) / (g_y - i)$$

Sachant que Y est le PNB.

v : la part de l'investissement dans le PNB.

s : la propension à épargner à partir du PNB.

g_y : le taux exponentiel de l'augmentation du PNB et de l'endettement.

La bonne gestion de l'endettement passe par l'investissement des fonds prêtable dans des actifs suffisamment productifs et générateurs de devises étrangères pour élever le taux de croissance du PNB et aussi par l'adoption de politiques réduisant la part de la consommation dans le PNB³⁸.

De la même manière Bourguinat. H, Teiletche. J et dupuy. M ont démontré la soutenabilité de la dette externe et le seuil à partir duquel la dette externe d'un pays devient insoutenable par l'examen de la contrainte externe et de la contrainte budgétaire intertemporelle.

³⁷ Gillis.M, Perkins.D.H, Roener.M, Snodgrass.D.R., économie du développement, 1998

³⁸ Idem

3-1- La contrainte externe :

La contrainte externe d'un pays précise que l'accroissement de sa dette externe est égal à la somme de déficit courant primaire et du service de la dette externe :

$$B_t - B_{t-1} = BC_t + r B_{t-1} \quad (1)$$

Avec B_t : la dette externe à la période t ,

BC_t : le déficit courant primaire [déficit (+), excédent (-)] c'est-à-dire le déficit courant hors paiements d'intérêts.

r : le taux d'intérêt moyen sur la dette externe.

En rapportant l'ensemble des variables précédentes au PIB afin d'examiner le ratio de dette externe au PIB.

On a:

$$b_t = B_t/Y_t, b_{t-1} = B_{t-1}/Y_{t-1}, bc_t = BC_t/Y_t, \text{ et } B_{t-1}/Y_t = B_{t-1}/Y_{t-1}(1+g) = b_{t-1}/(1+g)$$

Avec g le taux de croissance de PIB, la contrainte externe s'écrit alors :

$$b_t = (1+r+g) b_{t-1} + bc_t \quad (2)$$

$$\text{Et } b_t - b_{t-1} = (r-g) b_{t-1} + bc_t \quad (3)$$

Si bc_t est constant ($bc_t = \bar{bc}$), la dette externe est explosive lorsque $r > g$. Par contre si $r < g$ la dette externe est soutenable et se stabilise au niveau $\bar{b} = \bar{bc}/(g-r)$. Ainsi le pays peut accumuler des déficits courants primaires sans accroître son taux d'endettement externe.

Par exemple un pays qui aurait un taux d'endettement de 100% pourrait enregistrer des déficits courants primaires permanents de 2% du PIB sans accroître son taux d'endettement à condition que $r-g$ soit égal à -2%.

L'équation (2) permet également de déterminer le niveau du solde courant primaire (\bar{bc}) permettant de stabiliser le taux d'endettement externe à certain niveau :

$$\bar{bc} = \bar{b} (g-r)$$

Par exemple : si un pays souhaite stabiliser sa dette externe au niveau 20% du PIB, et compte tenu d'un taux de croissance de 5% et d'un taux d'intérêt de 3%, leur déficit courant primaire ne devrait pas dépasser 0.4% du PIB.

3-2- La contrainte budgétaire intertemporelle de la nation :

Les déficits et les excédents courants sont la contrepartie des transferts financiers, d'une épargne qui se place dans les régions où la rentabilité du capital est la plus élevée.

Un déficit courant est viable tant que les flux de revenu provenant d'investissements financés par l'épargne étrangère permettent d'assurer le service de la dette externe (intérêts plus dividendes). Les déficits extérieurs ne peuvent croître indéfiniment : tout pays est soumis à une contrainte budgétaire intertemporelle des secteurs public et privé.

Cette dernière exige que la valeur actualisée des excédents (déficits) courants primaires futurs soit égale à la valeur de la dette externe initiale ou à la valeur initiale des avoirs nets sur l'étranger. Cela veut dire, que cette contrainte indique que tout déficit présent de la balance des transactions courantes appelle des excédents futurs pour rembourser le principal et les intérêts de la dette.

Si l'on considère deux périodes (la période 1 et la période 2, la période 1 correspond au court terme et la période 2 au long terme), la contrainte budgétaire de la nation s'écrit :

$$BC_1 + BC_2 / (1+r) = - (1+r) B_0$$

Avec BC le solde courant primaire [excédent (+), déficit(-)]

r : le taux d'actualisation.

B_0 : la valeur de la dette externe initiale ($B_0 < 0$) ou la valeur initiale des actifs nets sur l'étranger ($B_0 > 0$).

Lorsqu'un pays a une dette externe initiale ($B_0 < 0$), la condition de soutenabilité implique que la valeur actualisée des excédents courants primaires futures permette à terme, de rembourser cette dette (principal plus intérêts).

Section 2 : La gestion de la dette extérieure

Gérer une dette c'est gérer la crise engendré par cette dette soit par les traitements classiques, rééchelonnement et refinancement. Soit par réduction de la dette, échange de créances contre actifs, rachat de dette, échange dettes nature, et titrisation...

Les crises financières ont poussé certain pays en développement comme l'Argentine et l'Uruguay à emprunter en monnaie nationale afin de diminuer la vulnérabilité aux chocs externes tout on ayant les crédits bancaires comme mode de financement.

1- La gestion de la crise : acte I

Entre 1982 et 1989, la plupart des créanciers ont fondé leur stratégie sur un diagnostic d'illiquidité, et ont réagi par des rééchelonnements et la limitation des prêts nouveaux, tandis que les pays débiteurs étaient contraints à des politiques d'ajustement afin de réduire leur déséquilibre de balance de paiements.

1-1- Les acteurs :

Face à la crise de la dette, les créanciers ont cherché à minimiser le coût des défauts de paiement en forçant les pays débiteurs à des politiques d'ajustement en maintenant une égalité de traitement entre eux comme par exemple de poursuivre ensemble le financement d'un débiteur en difficulté.

Parmi les créanciers on trouve :

a- Les états créanciers :

Ils sont créanciers directement par le financement public bilatéral, et indirectement, du fait de leur implication dans les organismes multilatéraux de financement du développement, et se trouvent porteurs d'une grande partie des impayés en matière de crédits commerciaux (garantis par les organismes publics).

b- Les banques commerciales :

Les grandes banques étaient beaucoup plus impliquées que les petites dans le financement des pays en voie de développement, cherchant à ce que la dette devienne perpétuelle, avec un capital jamais remboursé et des intérêts payés intégralement jusqu'à la fin des temps. On peut trouver sur le marché international des obligations perpétuelles avec un remboursement qui n'intervient jamais. Les crédits revolving se situent dans la même optique.

c- Les organisations financières internationales (IFI) :

Dans une crise, l'intervention du FMI est déterminante pour coordonner les apports de banques et des gouvernements créanciers, pour éviter la propagation des défauts de paiements et surtout pour éviter la cessation de paiement totale. Mais ils se trouvent handicapés par leur propre rôle en tant que créancier et par la faiblesse de leurs ressources. Les IFI ont un caractère privilégié du fait que le service de la dette envers ces organisations est prioritaire avec une non-modification des échéances. L'augmentation des ressources a été moins importante de peur d'une modification des rapports de force au sein des institutions.

Les IFI cherchent aussi à assurer le maintien des flux de financement vis-à-vis des économies endettées en provenance des banques commerciales et des trésors nationaux des pays industrialisés.

1-2- La restructuration du service de la dette :

Les traitements classiques sont des traitements fondés sur des négociations conduisant à un rééchelonnement des dettes qui visent à résoudre un problème ponctuel de manque de devises où a un refinancement³⁹.

Dans le cas de créanciers publics bilatéraux le rééchelonnement s'effectue dans le cadre du club de Paris. Ce dernier au cours de brèves réunions examine, cas par cas, la situation d'endettement des pays qui ont fait la demande et signe un accord avec le FMI, en fixant le pourcentage du service de la dette rééchelonné (50% à 100%), la période de consolidation (de 1 an à 18 mois), la date limite de prise en compte des prêts, ainsi que les délais et les taux de remboursement.

Avec le temps, les conditions de rééchelonnement se sont assouplies. Les intérêts sont de plus en plus fréquemment rééchelonnés avec le principal, ainsi que les arriérés et le service des prêts déjà rééchelonnés. Dans certains cas, il y a eu une modification de la date limite de prise en compte des prêts, et les périodes consolidées sont devenues plus longues. La durée de

³⁹ Prêts nouveaux permettant d'assurer le service de la dette antérieure.

remboursement a eu tendance à s'allonger, en revanche le taux d'intérêt a conservé le taux du marché comme référence.

Ces modifications n'ont pas suffi à honorer les échéances après rééchelonnement d'où la nécessité de l'annulation d'une partie des dettes. En plus les tentatives de rééchelonnement sont restées sans effet positif sur la croissance.

A l'instar du club de Paris le club de Londres est l'enceinte dans laquelle se déroule la négociation entre les gouvernements débiteurs et les banques créancières. Le rééchelonnement ne porte normalement que sur les échéances en principal d'une période donnée. Les banques ont mis en place des lignes de crédit nouvelles en fonction des créances détenues sur le pays avec l'allongement des durées (une douzaine d'années à 20 ans), une réduction de la marge (de 2 à 0,8), et l'allongement des délais de grâce (de 3 à 7 ans), mais cela n'a pas permis d'assurer le retour des gouvernements débiteurs au respect des échéanciers de remboursement comme c'est le cas pour les crédits publics bilatéraux.

Repousser les échéances de remboursement en principal ne pose pratiquement aucun problème au créancier, tant que le taux d'intérêt du prêt et des sommes rééchelonnées est celui du marché. La valeur actuelle du prêt n'est pas modifiée par la prolongation de l'échéance. Mais si le taux d'intérêt du montant rééchelonné est supérieur au taux du marché, il y a un gain en valeur actuelle pour le créancier. Le cas contraire réduira la valeur actuelle du prêt.

Concernant le refinancement le risque de rupture a été surmonté dans les débuts des années quatre-vingt grâce aux concours des pays prêteurs aux débiteurs, et la crainte des défauts où des répudiations a conduit les créanciers à développer toujours leurs engagements ; d'où in fine le gonflement sans fin de la dette.

Cline. W (1984) démontre ce processus.

Si le bénéfice anticipé d'un crédit supplémentaire s'écrit :

$$E(B) = (P_0 - P_1) D$$

Avec P_0 et P_1 respectivement la probabilité de défaut avant et après ce nouveau financement et D le stock d'endettement préalable à celui-ci.

Le coût anticipé du nouveau prêt s'établit à :

$$E(C) = P_1 \cdot L$$

Avec L , la valeur monétaire du nouveau prêt.

Le bénéfice net du crédit additionnel ; en pourcentage de la dette, s'écrit :

$$N(B) = E(B) - E(C) = (P_0 - P_1 [1+L/D]) \cdot 100$$

On voit que l'intérêt à faire un nouveau prêt dépend de P_0 et P_1 ainsi que de la dette existante.

Si P_0 est élevé et L/D faible, le système bancaire sera d'autant plus incité à faire intervenir de l'argent frais pour réduire le risque de défaut que P_1 sera moindre.

2- Gestion de la crise : acte II

Les traitements traditionnels qui permettaient aux pays endettés d'honorer le service de leur dette, même restructuré n'ont pas empêché les pays débiteurs de se trouver en état d'insolvabilité, d'où la nécessité d'une réduction de la dette si cela améliore la situation du débiteur de telle manière que leurs créances restantes soient plus sûres ou mieux valorisées.

2-1- Les arguments économiques en faveur de l'annulation de la dette des PVD :

Ils peuvent être cités en trois éléments :

- La dette des PVD a été remboursée plusieurs fois à ce jour, les pouvoirs publics des PVD ont remboursée l'équivalent de 94 fois leur dette de 1970, alors que dans le même temps elle a été multipliée par 29, la dette a cessé d'être la cause du remboursement équitable d'un prêt octroyé dans les conditions régulières.

- Les transferts nets sur la dette sont fortement négatifs. Ces pays ne seraient plus contraint à exporter à tout prix pour rembourser la dette, les rendant dépendantes des demandes extérieures et des fluctuations des cours mondiaux.

- Tout investissement (conséquent) est rendu impossible par le poids de la dette et la contrainte d'austérité budgétaire qu'il implique. L'annulation de la dette peut être un puissant facteur de croissance et d'afflux de capitaux privés.

2-2- Les créanciers publics et la réduction de la dette :

L'annulation des dettes par les créanciers publics pose un problème d'inscription budgétaire qui peut se résoudre en imputant ces annulations sur les crédits d'aide au développement. Elle a surtout été organisée dans le cadre du club de Paris. La réduction porte sur les échéances rééchelonnées et non sur l'encours.

Dès 1978, la CNUCED avait pris l'initiative de demander aux états d'annuler une partie de

leurs créances.

De 1978 à 1989, les annulations de dette publique ont porté sur 3,5 milliards de dollars envers les pays à bas revenus fortement endettés, 1,6 milliards pour les autres pays à bas revenu et 600 millions pour les pays à revenu intermédiaire. Seulement les gouvernements des pays émergents demandent un accès accru et stabilisé aux marchés internationaux des capitaux non une annulation de dette.

2-3- La réduction de dette par les créanciers privés :

Cet allègement de dette a été proposé en 1989 par le secrétaire au trésor américain Nicolas Brady, avec le soutien du fonds et de la banque mondiale. Un soutien aux pays qui élaboreront un programme rationnel de réforme économique à moyen terme.

Elle a été possible par l'apparition d'un marché secondaire des créances sur les pays en voie de développement, qui a permis aux banques de se débarrasser de leurs créances de manière à présenter un bilan plus solide et aux débiteurs d'acheter leurs créances de manière indirecte par l'intermédiaire de pays amis.

Paul Krugman⁴⁰ a montré que la valeur de marché de la dette suit une courbe en cloche. Quand la valeur nominale de la dette dépasse un certain seuil, les créanciers s'attendent à des problèmes de remboursement et la valeur de marché baisse. Ce qui est souhaitable pour les débiteurs.

Il a démontré qu'une réduction de la dette profite généralement plus aux créanciers qu'aux débiteurs sous l'hypothèse que le remboursement reste inchangé quelle que soit l'opération effectuée.

Supposons que la dette (D) d'un pays ait une certaine probabilité (p) d'être remboursée intégralement et dans le cas contraire une fraction (h) sera remboursée.

D'où la valeur effective de la dette :

$$V = p D + (1-p) h D$$

La valeur moyenne sur le marché d'une unité monétaire prêtée est :

$$VM = V / D = p + (1-p) h$$

⁴⁰ Raffinot.M., 1993

Si ce pays veut racheter un montant (R) de sa dette (D), le prix de la dette restante (D-R) après rachat devient :

$$VM' = V' / (D-R) = p + (1-p) h [D / (D-R)]$$

Ce pays pourra racheter sa dette à VM'. En rachetant R, le pays a gagné pR, qui est la différence entre le paiement attendu avant et après rachat soit V-V'. Mais pour cela, il a fallu payer R×VM'. Ce qui signifie que le pays a perdu en achetant sa dette avec ses propres ressources puisque p < VM'. Par contre les créanciers gagnent R (VM'-VM) en vendant.

Le volume des créances sur ce marché est passé de 12 milliards de dollars en 1987 à 120 en 1992. Sur sept ans (86-92) le total de la réduction ne représente que 86 milliards de dollars (environ 6% de la dette total en 1992).

2-4- Les échanges de créances contre actifs (debt-equity swaps) :

C'est une cession de titres de créances bancaires contre des titres de propriété nationaux. Ces titres peuvent être des actions d'entreprises privées ou dans le cadre de programmes de privatisations d'entreprises du secteur public.

Après 1980, plusieurs accords ont été proposés parmi eux celui du Brésil qui a échangé 2 milliards de dollars de dette de 1983 à la mi-1987, l'Argentine à la fin de 1984, et l'équateur en 1986.

Ils ont commencé à être pratiqués au Chili et au Mexique en juin 1985, en Argentine dans le cadre des programmes de privatisations. De 1985 à juin 1993, l'Argentine aurait réduit sa dette extérieure de 10 milliards de dollars.

L'intérêt de l'opération peut être réduit pour les pays débiteurs et les investisseurs par une amélioration de la valeur de marché des créances, si le pays donne le signal d'une certaine libéralisation de l'économie.

Depuis 1991, le club de Paris a autorisé les gouvernements créanciers à revendre leurs créances. En 1993, le gouvernement français a vendu ses créances sur l'Égypte, l'Honduras et la Tanzanie à des banques ou à des entreprises.

Ces échanges dette-capital permettent l'acquisition à bon marché des actifs nationaux. Mais ils peuvent entraîner une expansion désordonnée de la masse monétaire, amplifiant le processus inflationniste domestique, en plus des sorties de devises, sous forme de flux de profits rapatriés.

Bolow et Rogoff (1988) considèrent que cet échange ne peut pas être intéressant pour le

pays endetté ou l'est moins qu'une simple opération d'investissement direct puisqu'il peut être l'équivalent d'un rachat de dette associé à un achat d'actions ou de titres de propriété sur le marché financier national.

Krugman (1989) et Helpman (1989) ont établi que l'échange se fait en fonction d'un prix des titres de créances qui est au mieux égal au cours du marché secondaire, et lui est en général supérieur.

Selon Krugman, les dividendes versés à des actionnaires auront un taux de croissance positif lié à la croissance générale de l'économie, alors que les intérêts dus aux banques sont en général définis par des annuités constantes, avec un étalement dans le temps des charges financières dues au reste du monde.

2-5- Les rachats de dette (debt buy back) :

Ils reposent sur la cession par une banque des flux future de remboursement. Cette cession se fait à un prix qui enregistre une décote, liée au caractère incertain des flux effectifs de remboursement.

La décote sur le second marché de la dette a poussé les pays débiteurs à racheter leurs créances. Ils empruntent à l'organisation internationale les ressources en devises nécessaires et contractent un prêt multilatéral. La dette multilatérale se substitue à la dette bancaire privée. Par exemple en 1991, la banque mondiale a constitué pour le Niger un fonds de 10 millions de dollars pour racheter 108 millions de dollars de dette commerciale (à 18% de sa valeur faciale), l'encours de la dette au Niger était de 1,14 milliards de dollars⁴¹. La décote retenue pour le rachat de la dette doit être au moins 70%. Ce fonds de désendettement de l'IDA⁴² a permis au pays de racheter sa dette.

Au début de l'année 2004, la dette totale du Niger représentait 1,555 milliards de dollars et le service de la dette 142 millions de dollars (46% des exportations). Le 8 avril 2004, les créanciers bilatéraux et multilatéraux lui ont accordé un complément d'assistance avec un apport complémentaire de 4 millions de dollars de la part du club de Paris. La signature d'un accord avec ce club avait permis l'annulation de près de 60% de l'encours de cette dette, soit 114 millions de dollars. La détérioration du ratio dette/exportations était due au marché de l'uranium

⁴¹ Ministère des finances et des réformes économiques Nigérien., 1991.

⁴² Association internationale de développement créée en juillet 1989.

et la baisse du dollar. La dette du Niger a finalement fait l'objet d'un effacement total, tel qu'il en a été décidé lors du dernier sommet du G8 de Gleneagles⁴³.

Bulow et Rogoff (1988) considèrent qu'en absence d'effet du rachat de dette sur l'efficacité de l'économie, un rachat de dette effectué aux conditions du marché secondaire ne peut en général pas être favorable aux pays endettés, même si le prix des titres de créances sur le marché secondaire est très inférieur à la valeur faciale.

La démonstration précise repose sur le fait que la valeur marginale de la dette est inférieure à sa valeur moyenne. Cette dernière est définie comme le prix du marché secondaire auquel le pays opère son rachat. Elle tient compte de la probabilité de défaut et des ressources nationales qui peuvent être captée par les créanciers en cas de défaut de paiement du débiteur. Par contre la valeur marginale de la dette représente, en l'absence d'effet du rachat de dette sur la capacité de remboursement, l'économie future de paiement de charges de la dette que réalise le débiteur du fait de son rachat.

Si l'on appelle $V'(D)$ la valeur marginale de la dette (égale à 1 moins la probabilité de défaut) et (q) la proportion des ressources nationales qui peut être captée par les créanciers en cas de défaut de paiement du débiteur. Le coût du rachat d'une unité de dette est égal à :

$[1-q(1-V'(D))]V(D)/D$ plutôt qu'à $V'(D)/D$, donc l'opération de rachat de la dette est intéressante pour le débiteur si : $1-q[1-V'(D)] < DV'(D)/V(D)$

Si (q) est égal à zéro, la valeur marginale de la dette est inférieure à sa valeur moyenne, d'où le caractère non rentable du rachat, et si (q) est égal à 1, le rachat est rentable pour peu que la valeur du marché secondaire soit inférieure à la valeur faciale. D'un autre point de vue les créanciers gagnent à l'opération de rachat car ce dernier augmente le prix de la dette au marché secondaire (ceci est lié au fait que la valeur moyenne de la dette dépasse sa valeur marginale) de telle sorte que toute réduction de la valeur faciale de la dette accroît le prix de marché de l'ensemble.

Pour Claessens et Diwan (1989) le rachat de dette qui réduit la probabilité de défaillance, constitue une amélioration de la situation globale. En cas de défaillance, le débiteur supportera le coût d'une perte d'accès au marché financier international qui ne profite en rien à ses créanciers. Le processus de négociation se traduit lui même par un coût pour le débiteur.

⁴³ Perspectives économiques en Afrique., 2005

Claessens et Diwan ont étudiée l'effet de la réduction de la dette sur l'investissement. Dans une situation de surendettement le rachat de dette exercera un effet favorable pour le créancier, incertain pour le débiteur en admettant que le rachat puisse conduire à un accroissement de l'investissement, car le pays endetté accroît sa capacité de transfert future en investissant plus.

Dans une deuxième optique, si le rachat de dette était financé par réduction de l'investissement plutôt que de la consommation. Il serait profitable au débiteur et à son créancier a condition d'une productivité locale du capital inférieure au taux d'intérêt. Dans l'hypothèse inverse, le rachat ne peut profiter au débiteur que si le coefficient de captation est élevé, ce qui rejoint le résultat de Bulow et Rogoff.

2-6- Les échanges dettes-nature :

Les créances rachetées par des organisations non gouvernementales ONG ou l'UNICEF et échangées contre des engagements en matière de protection de l'environnement ou contre de la monnaie locale nécessaire pour financer l'activité de projets de développement et lutte contre la faim peuvent présenter un grand intérêt. De 1987 à 1992, il y a eu un échange de 154 millions de dollars de dette (valeur faciale).

2-7- La titrisation :

C'est l'échange de créances dévalorisées contre de nouveaux titres de créances (par exemple les obligations) de valeur faciale réduite, mais plus fiables que les anciennes créances.

Les titres obligataires bénéficient d'une meilleure garantie. Ils sont exclus des négociations futures de rééchelonnement et sont facilement cessibles. Ils peuvent faire l'objet d'une garantie formelle de la part du pays endetté et/ou des institutions financières internationales, sous la forme d'un nantissement d'actifs financiers internationaux et peuvent être échangé contre des obligations indexées sur les prix des matières premières.

La conversion permet de réduire l'endettement grâce à la décote et peut s'accompagner d'une baisse du taux à servir. Du point de vue des créanciers, il y a avantage que lorsque la réduction de la dette accroît fortement la capacité de remboursement du pays.

L'intérêt de cette technique pour Bolow et Rogoff (1988) est le rachat de la dette par le débiteur à sa valeur marginale plutôt qu'à sa valeur moyenne. Froot (1989) la considère équivalente, pour les débiteurs et les créanciers, à une opération d'allègement de la dette d'un montant correspondant à la réduction de la valeur faciale de l'endettement total

En 1987, le Mexique a échangé 1,1 milliards de dollars contre des obligations rémunérées au Libor+1,625% sur une durée de vingt ans. La décote proposée par les banques a tenu non seulement de la décote des créances bancaires initiales sur le marché secondaire mais aussi par la garantie du capital et non les intérêts dus sur les nouvelles obligations. Le remboursement du principal de ces obligations était garanti par la souscription par le Mexique de bons du trésor américain à coupon zéro⁴⁴.

En juin 1988, lors du sommet de Toronto, les pays industrialisés du G7 demandent au club de Paris d'élaborer un modèle permettant aux créanciers de choisir entre diverses options de réduction de la dette pour des pays à faible revenu (PFR) éligible aux seuls prêts de (IDA) et ayant négocié une FASR (facilité d'ajustement structurel renforcé) ce qui va aboutir à 3 options :

*annulation d'un tiers de la dette ⁴⁵(principal+intérêts) exigible durant la période de consolidation, rééchelonnement des 2 autres tiers au taux du marché sur une période de 14 ans avec un délai de grâce de 8 ans.

*rééchelonnement de la dette exigible pendant la période de consolidation au taux du marché sur une période de 25 ans avec un délai de grâce de 14 ans.

*rééchelonnement de la dette exigible sur une période de consolidation à des taux inférieurs à ceux du marché.

Pour les crédits d'APD (aide public au développement) un rééchelonnement à des taux inférieurs aux taux initiaux sur une période de 25 ans dont 14 années de grâce.

Vu la non amélioration de la situation de nombreux PFR, il y a eu l'application des termes de Toronto renforcés, soit le choix entre 3 options :

*une annulation de 50% des montants consolidés et un rééchelonnement du reste au taux du marché sur 23 ans, dont 6 années de grâce.

*un rééchelonnement des montants consolidés à un taux d'intérêt réduit tel que l'élément-don obtenu soit de 50% avec une maturité de 23 ans.

*un rééchelonnement des montants consolidés au taux du marché avec un remboursement de 25 ans dont 14 années de grâce.

⁴⁴ Titre remboursable en un seul versement qui ne donne lieu au paiement périodique d'intérêts pendant sa durée de vie.

⁴⁵ La dette commerciale et les prêts commerciaux accordés par les agences d'aide à l'exportation au taux du marché.

Pour les crédits d'APD le rééchelonnement est allongé à 30 ans dont 12 de grâce.

D'autre part 14 pays de l'OCDE (USA, France, Allemagne,...) ont décidé des annulations bilatérales concernant exclusivement des prêts d'APD, le montant APD annulé de 87 à 91 est d'environ 11 milliards de dollars.

Les premières mesures d'annulation Toronto et Toronto renforcées n'ont pas réussi à alléger le fardeau financier des PFR et surtout des PPTE (groupe de 41 pays pauvres très endettés).

En 1993 la dette extérieure des PPTE rapportée au PIB était de 87%⁴⁶.

Fin 1994, de nombreux PFR se trouvaient en situation de surendettement, allant d'un rééchelonnement à un autre. En décembre 1994, lors de la conférence de Naples, les créanciers du club de Paris ont décidé une réduction de 67% de la VAN du service de la dette non liée à l'APD des PFR engagés dans un processus de rééchelonnement pour que leur endettement soit tolérable à moyen terme, adapté à leurs recettes d'exportation. Si pendant trois ans ces pays s'acquittent correctement des précédents accords de rééchelonnement et de programmes soutenus par le FMI, ils pourront bénéficier d'un rééchelonnement concessionnel de l'encours de la dette restructurable avec une réduction maximale de 67% de la VAN (opération sur le stock de la dette)⁴⁷.

Mais ces mesures ne suffisaient toujours pas pour les faire sortir du surendettement d'où l'avènement de l'initiative de 1996. L'objectif est de réduire la dette d'une quarantaine de pays pour un montant d'environ 100 milliards de dollars⁴⁸.

Ses modalités s'articulent sur la mise en place d'un programme triennal d'ajustement suivi par le FMI et la BIRD avec un rééchelonnement du service de la dette aux conditions de Naples. Après 3 ans, si le niveau de la dette est supérieur aux normes fixées⁴⁹. Un programme triennal d'ajustement suivi par le FMI et la BIRD sera mit en place, en accordant au pays un

⁴⁶Perspectives de l'économie mondiale, FMI., mai 1997.

⁴⁷Drouin.M., 1998.

⁴⁸Marc Raffinot, Christine Rosellini., 2006.

⁴⁹La VAN ne dépasse pas 200 à 250% les recettes d'exportation et le service est de 20 à 25% des recettes d'exportation.

rééchelonnement du service de la dette avec une réduction pouvant atteindre 80% de la VAN, 11 pays PPTTE ont été inscrit sur la liste des candidats probables à court terme.

Cette initiative a permis a 21 pays dont 17 pays d'Afrique subsaharienne de bénéficier d'une annulation de 30,3 milliards de dollars du stock de leur dette bilatérale par les créanciers du club de Paris plus des annulations partielles de leur dette par les créanciers multilatéraux (FMI, banque mondiale et banques régionales de développement)

Ce processus de réduction de dette bien qu'ayant été renforcée en 1999 n'a pas régler le problème d'endettement de ces pays. Les annulations promises ne sont pas complètement financées par les pays créanciers et les flux d'aide additionnel aux annulations de dette sont très faibles. Les pays remboursaient et recevaient immédiatement en contre partie un don équivalent de la part du créancier qui surveille l'utilisation de l'argent donné. C'est ce qu'on appel un contrat de désendettement et de développement (C2D) autrement dit c'est un refinancement par don. Ce qui s'oppose au principe d'additionnalité mit en place à la conférence de Monterrey (2002) qui promulgue une aide et un allègement de la dette des pays pauvres.

Une lourde dette peut freiner la croissance économique de ces pays lorsque la valeur nominale de la dette extérieure dépasse 50% du PIB, la VAN de la dette est de 20% à 25% du PIB et/ou ayant un seuil égal à environ 100% à 105% des exportations.

Cette dette a un impact sur la croissance en influant sur le degré d'efficacité de l'utilisation des ressources. Quant au service de la dette, il a un effet négatif sur l'investissement public. Chaque fois que le service de la dette augmente de 1 point du PIB, l'investissement public diminue d'environ 0,2% du PIB. Le faible niveau de ce pourcentage laisse penser que l'allègement de la dette ne conduit pas à une forte expansion de l'investissement public.

Mais une forte réduction aurait un effet considérable sur la croissance annuel du revenu par habitant. Selon le FMI s'il y a réduction de la VAN de la dette de 113% du PIB à 45% du PIB, (projections du FMI faite sur 14 pays les plus endettés de 2000 à 2005) le taux de croissance annuel du revenu par habitant augmentera de 2,8 points. Le service de la dette/PIB diminuera de 7,5% à 3,3% d'où une hausse de l'investissement public de 0,5 a 0,8% du PIB⁵⁰.

⁵⁰ Finances et Développement., 2004.

Un abaissement de l'encours de la dette peut avoir un effet positif significatif direct sur la croissance du revenu par habitant lorsque s'y ajoute une réduction du service de la dette. Les pays auront le temps pour accroître l'investissement public, en affectant aux investissements publics productifs une part plus grande du profit de l'allègement.

Selon le (CAD) comité d'aide au développement de l'OCDE les opérations d'allègement de dette sont une des composantes de l'aide publique au développement (APD) et quelquefois la hausse de l'aide s'explique par l'accroissement de la part des réductions de dette qui masque la baisse des flux nouveaux d'aide (aide budgétaire, aide projet). Par exemple en France, en 2003, l'aide a augmenté de 675 millions d'euros et les annulations de 763 millions d'euros.

Par ailleurs il y a des pays qui ont purement effacé leurs créances comme l'Allemagne et le Japon, et certains annulent la totalité du reste de leurs créances envers ces pays.

Il y a une difficulté à utiliser de façon efficace les montants d'aide très élevés. Ce dernier peut apprécier le taux de change. Pour les créanciers en cas d'annulation pure et simple le coût budgétaire supporté est immédiat d'où la nécessité d'avoir un coût budgétaire étalé dans le temps par le maintien de l'échéancier initial de la dette en périodes de fortes contraintes budgétaires.

Les fonds sont utilisés pour des dépenses réductrices de pauvreté, dans la santé, l'éducation...qui auront de l'effet à long terme. Ces financements sont protégés des coupes budgétaires en cas de réduction des recettes publiques, le non accès aux marchés financiers internationaux, le remplacement des prêts par des dons a incité des pays à proposer que le financement des pays à faible revenu ne soit fait que par des dons.

En plus de l'initiative PPTE, l'IADM, annoncée lors du sommet du G8 de Gleneagles de juillet 2005 a constitué une étape supplémentaire dans la restauration de la capacité financière des pays les plus pauvres. Les pays riches (G8) ont décidé à Gleneagles (Ecosse) d'annuler totalement la dette (40 milliards de dollars) de 18 pays les plus pauvres vis-à-vis de la banque mondiale, du fonds monétaire internationale et de la banque africaine de développement (BAD) en excluant leurs créances envers la Chine, les pays arabes, et quelques institutions multilatérales (banque interaméricaine de développement⁵¹).

⁵¹Entrer en 2007.

Il s'agit d'un changement de logique par rapport à l'initiative PPTE, les réductions de dette accordées seront déduites des nouveaux financements accordés par les IFI.

Ces initiatives ont soulevé plusieurs critiques parmi-eux :

- La création d'un mécanisme unique pour un groupe de pays dont les situations sont dissemblables.

- La compilation de la mise en œuvre de ces initiatives.

- Chaque créancier cherche à faire bénéficier ses débiteurs préférés des nouvelles dispositions.

Parmi les pays qui bénéficient de l'initiative PPTE et ADM, les gains sont répartis de manière très inéquitable. En juillet 2007, ces deux initiatives devraient contribuer à réduire la dette de 88 dollars par habitant en Ethiopie, 149 au Burkina Faso et 510 dollars en Bolivie.

En août 2006, la banque interaméricaine de développement n'est parvenue à aucun accord d'annulation de dette pour les cinq pays latino américains PPTE et Haïti. Malgré l'annonce faite plus tôt par le gouvernement bolivien qu'un accord ayant bien été conclu, qui annulerait 1,3 milliards de dollars de dette sur les 1,6 que la Bolivie doit à l'institution.

Le principal point de désaccord était de savoir s'il fallait considérer l'annulation de la dette de la Bolivie, de la Guyane, d'Haïti, du Honduras et du Nicaragua séparément ou non du réapprovisionnement du fonds des opérations spéciales (organes de prêts concessionnels de la BID).

Au 31 décembre 2006, les annulations de dette consenties par l'AID et le FMI au bénéfice des 21 pays ayant atteint le point d'achèvement PPTE et des 2 pays non éligibles à l'initiative PPTE (le Cambodge et le Tadjikistan) ont atteint 31,2 milliards de dollars, plus des annulations à l'égard du FAD qui s'élève à 6,5 milliards de dollars.

Ces initiatives ont permis une amélioration de la situation financière des pays à bas revenus (bénin, Burkina Faso, Cameroun, Sénégal, mali, Niger...). Pour le mali les ratios dette/PIB, service de la dette/exportations post IADM ont évolué respectivement de 111,9%, 14,6% à 73,6%, 5,8%, de même pour le Niger, ils ont évolué de 101,9%, 8,4% à 69,7%, 4,2%⁵².

⁵² FMI, Banque Mondiale., 2004-2005.

Mais selon les ONG (eurodad), les prêts annulés ont servi seulement à financer des conflits, et des dépenses somptueuses...

En juin 2007, à l'occasion du jour d'ouverture du sommet du G8, à Rostock (Allemagne) les organisations pour l'annulation de la dette déclarent que les accords à Gleneagles n'ont pas résolu la crise et exigent l'arrêt des actions des fonds vautours. Ces derniers sont des sociétés financières qui font des profits en achetant à bas prix des titres de dette sur les marchés secondaires afin ensuite de réclamer la valeur d'origine à des pays pauvres très endettés via des tribunaux de commerce. Ces fonds sont en train d'éroder les gains limités des annulations de dettes et risquent de mettre à mal la résolution du problème de pauvreté.

Fin avril 2007, un tribunal au Royaume Uni a décidé que la Zambie devait payer à Donegal international⁵³, un fonds vautour qui ne lui réclamait pas moins de 55 millions de dollars, la somme de 15 millions d'euros pour une dette acquise au prix d'environ 3 millions de dollars auprès du gouvernement Roumain. A cette somme s'ajoutera environ la moitié des coûts entraînés par cette affaire qui s'élèvent à 3,4 millions de dollars.

Le 17 avril 1979, la Zambie et la Roumanie concluent un accord de crédit de 15 millions de dollars à taux d'intérêt annuel de 5,5% pour acquérir du matériel et des véhicules agricoles, qu'elle ne peut honorer. Un accord signé le 4 août 1985 entre les deux pays stipule que la Zambie n'est plus tenue de rembourser que 5,5 millions de dollars sur 8 ans.

Entre 1992 et 1998, la Zambie négocie avec la Roumanie la possibilité d'une réduction de 40% de sa dette et un remboursement sous forme d'exportations et d'investissements en Roumanie. En 1998, les deux pays signent un accord dans lequel la Zambie ne doit déboursier que 3,5 millions de dollars. La Zambie a jusqu'à 31 janvier 1999 pour confirmer cette offre. Mais 12 jours avant l'échéance, Donegal International rachète la dette à la Roumanie évaluée à 30 millions de dollars.

La restauration de la situation financière des états les plus pauvres et leurs besoins de financement importants ouvrent des perspectives de ré-endettement pour ces pays. La reprise de l'endettement s'inscrit dans un contexte international marqué par l'apparition de nouveaux prêteurs (pays émergents d'Asie et d'Amérique latine, pays du golfe).

⁵³ Filiale du groupe américain Debt Advisory International, immatriculé aux îles vierges britanniques.

Les financements sont souvent proposés sous forme peu ou non concessionnels et peuvent être gagés sur des ressources naturelles ou assortis d'engagements de la part des pays récipiendaires (achats de biens d'équipement, fourniture de pétrole à un prix fixé à l'avance...).

Les financements non concessionnels sont particulièrement coûteux pour les budgets nationaux, lorsqu'ils sont gagés sur des matières premières, ils ne s'inscrivent pas toujours dans une stratégie de gestion cohérente de ces ressources aux fins de favoriser le développement.

La dette extérieure du Congo représente encore près de 120% de ses recettes d'exportation du par 584 millions de dollars de prêts obtenus de la chine, malgré les annulations de la dette de 81,3 millions de dollars mis par le FMI et le club de Paris⁵⁴.

2-8- L'Aide Publique au Développement : définition du CAD

« L'Aide Publique au Développement (l'APD) est constituée de prêts où dons accordés au pays et territoires figurant dans la partie 1 de la liste des bénéficiaires de l'aide [...] de la part du secteur public, dans le but principalement de faciliter le développement et d'améliorer les conditions de vie »

La partie 1 est constituée de 150 pays à revenu faible où intermédiaire, les autres pays qui forment la partie 2 sont de l'ex-bloc soviétique et certains autres plus avancés : les prêts et dons concédés à ces pays n'entre pas dans l'APD mais dans l'aide publique (AP).

Selon l'OCDE, près des trois quarts de l'APD bilatérale sont constitués des fonds à objectif spécial comme la coopération technique (« les dons a des ressortissants de pays bénéficiaires de l'aide qui reçoivent un enseignement où une formation dans leur pays où a l'étranger » et « les paiements destinés à payer les frais les consultants ; conseillers et personnels analogues, de même que les enseignants et administrateurs en mission dans les pays bénéficiaires) les remises de dette, l'aide d'urgence et les couts administratifs.

En notant que certaines dépenses ne contribuent pas au développement, comme les frais de scolarisation des étudiants étranger, les dotations de certains organismes de recherche, et les principales activités financées sont éloignées des besoins prioritaires des populations.

⁵⁴ FMI., 2006.

Après avoir baissé (l'APD) d'un tiers en comparaison du RNB des pays membres du CAD⁵⁵, de 0.33% en 1990 à 0.22% en 2001, l'APD est remontée à 0.33% en 2005 avant de repartir à la baisse pour atteindre 0.28% en 2007 (soit 103.7 milliards de dollars)⁵⁶

Les prêts sont pris dans le calcul de l'APD à condition qu'ils soient accordés à un taux concessionnel inférieur d'au moins 25% au taux du marché. Le montant des prêts dans l'APD est loin d'être négligeable et l'APD est en elle-même génératrice de dette.

Fin 2007, la dette des pays du sud contractée à un taux concessionnel s'élevait à 230 milliards de dollars.⁵⁷

Entre fin 1994 et fin 2007, et en ce qui concerne les créances bilatérales à taux concessionnel, les PVD ont remboursé 82.4 milliards de dollars de plus qu'ils n'ont reçu en nouveaux prêts⁵⁸.

En cas d'annulation, seuls les intérêts des créances APD sont comptabilisés dans l'APD, puisque le capital prêté à déjà été intégré dans l'APD l'année du prêts. Contrairement aux créances non APD pour lesquelles la totalité (capital et intérêts) entre dans l'APD au moment de son effacement. Tout se passe comme si ces fonds étaient distribués à nouveau, alors qu'il n'en est rien.

Bien souvent les créances annulées sont de vieilles créances douteuses qui encombrant les livres de comptes des créanciers, leur annulation n'est qu'une opération d'assainissement des comptes de la part des ces pays.

Une part importante des sommes déclarées repart vers le pays donateur (achat d'aliments, de médicaments, d'équipements, missions d'experts, etc..) et la part de l'APD qui reste dans les pays en développement reste très faible.

3- Pays émergents et emprunt en monnaie nationale :

La recherche de nouvelles sources de financement afin de diminuer la vulnérabilité des marchés de capitaux domestiques, la diminution des taux d'intérêts sur les marchés financiers

⁵⁵ L'engagement de consacrer 0.7% du revenu national brut n'est atteint que par quelque pays du nord de l'Europe : la Norvège, la Suède, le Luxembourg, le Danemark et les Pays-Bas.

⁵⁶ Banque Mondiale, Global Development Finance., 2008.

⁵⁷ Idem.

⁵⁸ Banque Mondiale, Global Development Finance., 2008, calcul des auteurs.

matures⁵⁹ et l'amélioration des fondamentaux ont rendu possible l'émission d'une partie des dettes publiques souveraines en monnaie locale⁶⁰.

Malgré la croyance que les problèmes structurels internes des pays emprunteur et le fonctionnement du marché financier international rendaient impossible l'emprunt en monnaie nationale.

En décembre 1996 l'Argentine a émis pour 250 millions de dollars d'obligations libellées en monnaie nationale avec un taux égal à 8.75%. Cette émission a été suivie par plusieurs émissions en 1997 d'un total de 1500 millions de dollars. La première en février 2007 avec un taux de 11.75% et les suivantes avec un taux de 8.75%.

En octobre 2003, l'Uruguay a émis pour 290 millions de dollars d'obligations libellées en pesos sur le marché international. Les obligations étaient indexées sur le taux d'inflation domestique, offrant un taux d'intérêt de 10.5%, le principal et les intérêts sont payés en dollars américains.

En août 2004, il y'a eu une seconde émission d'obligations pour un montant de 250 millions de dollars pour 2 ans, cette émission s'est révélée très coûteuse pour l'Uruguay, car le taux de coupon était à 17.75%.

En Colombie, le gouvernement a émet en novembre 2004 des obligations, faisant l'objet d'un remboursement en dollars pour un montant de 375 millions de dollars, offrant un coupon de 11,75% et une maturité supérieur à 5 ans, les demandes de souscription ont atteint 1,1 milliard de dollars.

En janvier 2005, il y'a en une 2^{ème} émission de 125 millions de dollars, et en février 2005, une 3^{ème} émission a été réalisé de 325 millions de dollars avec un taux d'intérêt de 12% sur un durée de 10 ans.

En 19 septembre 2005, le Brésil a suivi le mouvement en proposant sur le marché international des obligations d'un montant de 1.5 milliard de dollars (3.4 milliards de reais).

⁵⁹ Les spreads des pays émergents qui en résultent sont affaiblis et réduisent les risques pour les investisseurs.

⁶⁰ L'Uruguay en 2003 à emprunter sur le marché international dans sa propre monnaie, il a été suivi par la Colombie en 2004 et le Brésil en 2005.

D'une durée de 10 ans et d'un taux de coupon de 12.75%, ces obligations donnent droit à un paiement des intérêts et au remboursement du principal en dollars.

Cette émission a eu un succès car elle a été souscrite plusieurs fois, elle a attiré des investisseurs de nombreux pays, principalement les Etats Unis et l'Europe, et elle a permis d'étendre la durée de la courbe des taux de la dette brésilienne en real à taux fixe à plus de 10 ans.

L'indexation de la dette externe à la monnaie nationale réduit le risque lié aux taux de change qui est supporté par les créanciers. Ceux ci sont prêts à le faire dans la mesure où le spread brésilien-écart entre le taux d'intérêt local et celui des Etats Unis est faible. Selon les principaux analystes financiers internationaux, l'élimination des variations de change entre les dépenses et les recettes financières est un des principaux problèmes des économies des pays en développement.

Cette stratégie de financement de la dette brésilienne repose sur la stabilité escomptée du real par rapport au dollar. La faiblesse de la monnaie contribuera à dévaloriser les bons brésiliens et à éloigner les investisseurs. Elle repose aussi sur une amélioration de la situation macro économique du pays.

L'émission externe à permet au Brésil d'économiser et de mieux gérer sa dette, compte tenu de l'écart entre les taux d'intérêts associés aux titres émis et ceux du marché interne, supérieur à 19% par an.

Les obligations émises par le Brésil et la Colombie étaient intéressantes parce qu'elles avaient une maturité longue, elles sont libellées en monnaie domestique et à taux fixe et ne sont pas indexées sur l'inflation. Le risque d'inflation et le risque de change sont transférés des gouvernements aux prêteurs⁶¹.

⁶¹ Pour ces émissions, le remboursement s'opère en dollars, ce qui permet aux investisseurs de ne pas s'exposer au risque de convertibilité associé aux contrôles de change.

3-1- Les facteurs rendant possibles les émissions en monnaie nationale :

Les turbulences financières de la fin des années 1990 et du début des années 2000 ont contraint les pays émergents à rechercher de nouvelles sources de financement pour réduire leur vulnérabilité aux chocs externes malgré les coûts initiaux élevés.

Ces gouvernements émettent en monnaie domestique pour ne pas être exposés au risque de change. Les réformes et l'amélioration du fonctionnement des marchés des capitaux domestiques ont poussé les investisseurs internationaux à intervenir sur ces marchés.

Des pays comme le Brésil et la Colombie ont poursuivi des politiques de réforme institutionnelle et économique depuis 1990, ont adopté un régime de change flexible et une politique monétaire crédible avec un ciblage de l'inflation. La restructuration de la dette entreprise au début des années 2000 par l'Uruguay a permis au pays d'afficher un profil économique et financier plus honorable.

Jeanne (2003) défend l'idée que cette crédibilité est un déterminant de la capacité d'un pays à émettre de la dette libellée dans sa monnaie. La tendance générale à la désinflation a facilité le travail des économies émergentes, et l'intégration financières entre pays développés et émergents s'est approfondie augmentant le nombre des investisseurs intéressés par ces pays.

La combinaison d'un taux d'intérêt faible dans le monde occidental et d'une abondance de liquidités sur les marchés financiers a conduit les investisseurs à accepter plus de risques sur de nombreux segments du marché financier dont le marché de la dette des pays émergent.

L'appréciation du taux de change du dollar, l'augmentation des prix des matières premières et l'amélioration des fondamentaux a poussé les investisseurs vers l'Amérique latine. On peut ajouter à cela la volonté du pays à émettre des obligations en monnaie nationale.

Cohen (2005) a analysé les déterminants du choix de la monnaie de libellé lors de l'émission de titres de dette sur le marché international. Il a établi que plus la monnaie est stable et plus les taux d'intérêts de long terme de cette monnaie sont élevés par rapport aux taux d'intérêts comparables pour d'autres monnaies, plus cette monnaie a de chance d'être choisie comme monnaie de libellé.

3-2- La durabilité des émissions :

La continuité de ces émissions de titre n'est pas garantie. Si un pays parvient à émettre de tels titres de dette à un instant donné sur le marché international peut être incapable de

renouveler l'opération quelques mois ou quelques années plus tard par manque de prêteurs. Il n'en reste pas moins que le choix de régimes de changes flexible constitue un élément en faveur de la thèse de la pérennité de l'émission de tels titres. Ainsi que de la flexibilité du système financier et monétaire.

Le régime de taux de change flottant expose les investisseurs à une volatilité de court terme plus élevée, mais réduisent les risques de long terme ; à l'inverse, les régimes de taux de change fixe permettent d'obtenir une volatilité de court terme très faible, au prix d'un risque non négligeable de dévaluation soudaine.

De plus, les monnaies qui ne sont pas en change fixe avec le dollar offrent des possibilités de diversification de portefeuille plus importantes que les monnaies arrimées au dollar.

Suite au développement des marchés de produits dérivés, l'émission de titres en monnaie domestique peut avoir un effet positif sur le marché permettant de se couvrir contre le risque de change.

3-3- Les conséquences sur les marchés obligataires domestiques :

Ce choix peut freiner le développement des marchés domestiques. La liquidité est un aspect essentiel au bon fonctionnement des marchés obligataires. Des émissions d'obligations libellées en monnaie domestique sur le marché international peuvent réduire cette liquidité ou la fragmenter.

Par contre McCauley et remolona (2000) défendent l'idée qu'un stock plus important de titres publics disponible sur le marché permet aux investisseurs de mieux faire tourner leurs positions entre produits dérivés, cash et titres de dette ce qui augmentera la liquidité du marché domestique.

Pour Jiang et McCauley (2004) la taille est un déterminant important de la liquidité sur les marchés obligataires domestiques des pays asiatiques. Il y'a émissions sur les marchés financiers internationaux lorsqu'il ya impossibilité de procéder a des émissions de titres sur le marché domestique.

Cela permet au pays bénéficiaire de plus d'attention de la part des investisseurs étrangers et d'élargir sa demande potentielle pour les titres émis aux investisseurs du monde entier, en réduisant les risques de change.

Les investissements étrangers peuvent contourner les obstacles administratifs des marchés domestiques, ainsi ils s'affranchissent de toutes les contraintes (exigences

d'enregistrement, impôts...). En plus ces titres peuvent être émis au terme des lois de l'état de New York qui protègent les investisseurs en cas de non remboursement.

3-4- L'émission de titres en monnaie domestique sur le marché international :

Ces émissions ont un succès pour le Brésil, la Colombie et l'Uruguay, les émetteurs ont bénéficié d'une amélioration de leur situation, puisqu'il y a une diminution du risque de change. Les investisseurs peuvent diversifier leur portefeuille, atteindre des rendements plus élevés. De plus, les titres offrent des paiements en dollars, ce qui permet aux investisseurs de n'être pas exposés au risque de convertibilité lié à l'existence de mécanismes de contrôles des changes.

Mais l'émission d'obligations sur les marchés internationaux pour certains économistes peut freiner le développement du marché obligataire domestique, car les économies d'échelle liées à la liquidité du marché n'apparaissent pas.

3-5- L'émission externe libère une partie de l'épargne interne :

L'accès aux ressources extérieures pour nombre d'entreprises et de consommateurs des pays en voie de développement permettra de libérer un certain volume d'épargne interne qui soutiendra l'investissement et qui est considéré comme le meilleur indicateur pour le futur, servirait pour attirer le capital productif. Le surcroît de l'épargne va permettre de diminuer le taux d'intérêt et le coût de la dette.

Si le marché international continue de demander des titres émis en monnaie nationale, un pays pourra échanger une partie des titres de la dette interne contre ceux de la dette externe.

4- Quelle forme de financement pour les pays émergents :

Souvent opposées au marché obligataire, les crédits bancaires restent le mode de financement privé le plus important et le plus mature dominant dans les économies émergentes. Il continue à tenir cette place essentielle parce qu'il répond à deux besoins cruciaux pour les acteurs de ce marché. Il permet de mieux répondre à la grande hétérogénéité des situations des emprunteurs par des produits sur mesure en assurant une plus grande transparence et un meilleur contrôle des emprunteurs par les banques.

4-1- Les crédits bancaires, mode de financement extérieur dominant des pays en voie de développement :

Au cours de la décennie 90, la part des prêts des banques commerciales est restée dominante dans le financement par endettement des économies émergentes. Ils représentent près de 35% du stock total de dette à long terme contre 25% pour les euro-obligations. Ils étaient de 50% auprès des créanciers privés contre 41% pour les euro-obligations.⁶²

Entre 1990 et 1996, avec le mouvement de titrisation du plan Brady, la part des obligations dans la dette privé a crû de 19% à 55% à la veille de la crise asiatique et la part des prêts a reculait de 56% à 43%.

Depuis 1997 sous l'effet des difficultés du marché secondaire obligataire émergent, entre 1997 et 1999, la tendance s'est inversée, la part des obligations a reculé relativement à celle des prêts.

En termes d'encours, le marché des prêts émergents s'élève en 2001 à environ 700 milliards de dollars, alors que celui des euro-obligations est de 500 milliards.

Les mesures prises par les pays développés et en développement suite à la faillite de Lehman Brothers⁶³ en septembre 2008 ont grandement contribué à stabiliser les marchés financiers et à restaurer les flux de capitaux vers les pays en développement qui ont commencé à augmenter. Le mouvement de retrait des capitaux internationaux de ces pays au profit de marchés refuges aux Etats Unis et en Europe s'est inversé.

Les écarts imposés aux emprunteurs des marchés émergents ont diminué, les emprunteurs commerciaux étant en mesure de lancer des appels de fonds pour une prime de 359 points de base contre 300 points pour les emprunteurs souverains. Bien que ces écarts restent supérieurs à leur moyenne d'avant la faillite de Lehman (environ 180 points), ils sont nettement inférieurs à leur moyenne à long terme grâce à l'amélioration des fondamentaux de nombreux pays en développement et à plusieurs années de réformes.

⁶² Banque Mondiale., 2001.

⁶³ Lehman Brothers était une banque d'investissement multinationale proposant des services financiers diversifiés. Le siège social de la firme se trouvait à New York. Elle possédait d'autres sièges régionaux à Londres et Tokyo ainsi que divers bureaux à travers le monde. Elle fit officiellement faillite le 15 septembre 2008 (faute de repreneurs) suite à la crise financière mondiale née de la crise des subprimes.

A mesure de la baisse des écarts et du recul de l'aversion au risque symptomatique ayant immédiatement suivi la crise, les investisseurs ont commencé à réinjecter une partie de l'argent qu'ils avaient retiré des marchés de capitaux des pays en développement.

L'accès des pays en voie de développement aux marchés de capitaux internationaux s'est lui aussi amélioré. Les entreprises et les emprunteurs souverains ont bénéficié d'une liquidité mondiale renforcée, d'une embellie des conditions de marché et de l'amélioration des fondamentaux à long terme des économies émergentes par rapport aux pays développés. La multiplication des émissions d'obligations d'entreprises dans les pays en développement a atteint 109 milliards de dollars en 2009, une hausse de près de 45 milliards de dollars par rapport à 2008. L'amélioration sur les marchés obligataires reflète la normalisation des marchés financiers et le lancement d'une opération de portage précipitée par la faiblesse des taux d'intérêt réels dans les pays a revenu élevé.⁶⁴

Les prêts bancaires internationaux restent faibles puisque les banques mondiales poursuivent leur mouvement de consolidation et de désendettement afin d'assainir leur Bilans.

En 2009, les opérations de prêts syndiqués impliquant des pays en développement ont atteint un montant de 123 milliards de dollars contre 236 milliards en 2008. Signalons un rebond inattendu en décembre 2009 lorsque le montant des prêts s'est élevé de 27 milliards de dollars, alimenté principalement par un prêt de 10 milliards de dollars pour des projet énergétiques en Papouasie-nouvelle guinée et une facilité de financement des exportations de 6.5 milliards de dollars accordée au gouvernement brésilien.

Dans l'ensemble, les créances sur les pays en développement n'ont augmenté que de 10 milliards de dollars au deuxième trimestre 2009 après une contraction de 126 milliards de dollars au premier trimestre 2009 et de 279 milliards de dollars au quatrième trimestre 2008⁶⁵.

Les flux nets de capitaux privés vers les pays en voie de développement ont chuté de 795 milliards de dollars en 2009 par rapport a 2007, un recul de près de 70% et les besoins de financement des pays en voie de développement sont de 1200 milliards de dollars en 2009.

En 2009, les pays dont les besoins de financement ex ante dépassaient les entrées de capitaux privés ont du combler ce déficit soit par une réduction de la demande domestique par le

⁶⁴ Vu l'importance des entrées de capitaux, certains pays ont cherché à mettre en place un interventionnisme accru. Ainsi le Brésil a mis en place une taxe sur les opérations financières.

⁶⁵ Banque des règlements internationaux., 2009.

biais d'une dépréciation de leur devise, réduisant leurs déficits commerciaux en limitant leurs importations, soit en utilisant d'autres ressources comme les retraits de réserves internationales et l'appel à l'aide publique.

Les pays en développement ont utilisé 362 milliards de dollars de leurs réserves internationales pendant les premières phases de la crise. La Banque Mondiale a renforcé ses engagements de prêt de 12.8 milliards de dollars et le FMI a pris des engagements supplémentaires de 70 milliards de dollars en octobre 2009⁶⁶.

4-2- Crédits bancaire et euro-obligations émergentes, des caractéristiques de marché proche:

Il y'a des similitudes entre le marché des crédits bancaires et euro-obligataire pour le financement privé. Le montant moyen des prêts est assez proche de celui des souches obligataires pour les emprunts privés autour de 100 millions de dollars, il est de 250 millions de dollars pour les emprunteurs publics.

La durée moyenne des prêts qui va de quatre a cinq ans et demi est comparable à celle des euro-obligations, sauf pour les obligations publiques qui ont une durée supérieures de six à dix ans.

Les structures par rating des deux marchés sont elles-mêmes très proches, mais la différence repose sur le fait que le marché euro- obligataire émergent reste dominé par un petit nombre d'émetteurs publics. Ils représentent entres 60 et 70% du total des émissions. Par contre le marché des prêts est dominé par un nombre important d'emprunteurs privés, 70% du total.

La part des pays en voie de développement dans le total des émissions de crédit et d'euro-obligations souveraines et publics est à peu près la même entre 1995 et 2000. Elle est de 94,39% dans les crédits et 93,7% dans les obligations.

4-3- Crédit bancaires et euro-obligations, des rendements très différents :

Les prêts offrent des niveaux de rémunération moins élevés que les obligations. Les spreads moyen contre Libor des euro-obligations émergentes évoluent entre 250 et 400 points de base au cours de la période 1995-2000, celui des prêts ne varie qu'entre 105 et 180 point de base sur la même période.

⁶⁶ Banque Mondiale., 21 janvier 2010.

4-4- Le fonctionnement des marchés primaires des crédits syndiqués :

Du point de vue de l'emprunteur, les obligations comme les prêts génèrent des frais inhérents au fonctionnement de l'intermédiation bancaire. Ces frais sont de montant comparable.

Le crédit bancaire possède une prime de risque moins élevée qu'une obligation de rating équivalent, hors frais de commission pour les deux cas. De plus l'impact des crises récentes a été plus fort sur le marché primaire obligataire que sur celui des prêts. Donc les prêts offrent des rendements moindres pour un risque équivalent. Ce qui n'empêche pas que le financement obligataire plus désintermédié et plus liquide, pourrait fournir une ressource de dette moins chère pour les emprunteurs.

4-5- Pourquoi les prêts internationaux ont-ils des rendements plus faibles :

4-5-1- La personnalisation des prêts contraste avec la standardisation des obligations :

Le marché des prêts est un marché où l'offreur et le demandeur négocient un produit sur mesure. Selon le type de prêts, la nature du projet ou de l'emprunteur. Le contrat de prêts pourra posséder des clauses ou des spécifications particulières. Ces éléments permettent au prêteur de mieux se protéger des risques que présente l'emprunteur.

Ces aspects très personnalisés des prêts limitent le niveau de rendement exigé par la banque. Par contre le marché obligataire nécessite un niveau de standardisation élevé. Il propose des titres non personnalisés mais va se montrer naturellement plus exigeant sur les rémunérations et l'évaluation générale de l'emprunteur sera plus sévère.

4-5-2- Le droit de regard dans la gestion de l'emprunteur diminue le coût des prêts :

Les porteurs d'obligations n'ont aucun droit de regard sur l'utilisation et la gestion des sommes empruntées. Dans le cas des prêts, la banque conserve sur l'emprunteur un droit de regard sous forme de clauses spécifiques et de certaines restrictions telles que l'impossibilité de s'endetter à nouveau sans l'accord préalable de la banque.

Ces clauses apportent un réel pouvoir du prêteur sur l'emprunteur, et l'évaluation de la rentabilité d'une opération de prêt se fait par le rendement qu'elle procure et par la qualité du

suivi et du développement de la relation avec le prêteur.

4-5-3- Les prêts offrent des garanties sur les actifs :

Excepté certains prêts de type prêt à terme, parfaitement standards et sans aucune garantie, la quasi-totalité des prêts offrent des garanties sur les actifs qui peuvent être activés en cas de défauts, et peuvent aussi être un élément déterminant de la rémunération exigée sur le prêt.

Du point de vue du prêteur, il apparaît que les prêts, relativement aux obligations, réduisent les effets d'asymétrie d'information et par la suite il y'aura une diminution des primes de risque.

En conservant plus d'indépendance et de marge de manœuvre, l'emprunteur optera pour un produit obligataire, mais le prix à payer sera plus élevé.

Du point de vue des emprunteurs, le cout du marché des crédits bancaires reste toutefois moins volatil que celui du marché obligataire. Le marché du crédit bancaire n'est pas exempt de dérapages importants, aussi bien du coté optimiste que du coté pessimistes.

4-5-4- L'existence d'un marché secondaire liquide pour les euro-obligations :

Le marché secondaire est beaucoup moins actif dans le cas des prêts que dans celui des obligations. Malgré le très important volume d'émissions, la liquidité reste réduite et le marché secondaire des prêts reste un pur marché de gré à gré.

Par contre le marché euro-obligataire est liquide et se caractérise par un niveau élevé des primes de risque par rapport aux autres marchés de crédit de risque équivalent.

5- La tendance récente au ré-endettement par les marchés :

Plusieurs pays autrefois champions de l'endettement en viennent à se désendetter rapidement (Russie, Brésil, Argentine, Nigéria, Algérie...)

Et nombreux pays émergents qui d'emprunteurs deviennent prêteurs (Chine, Inde, Brésil, Malaisie)

En 2005, la nouvelle dette privée s'élevait à 192 milliards de dollars contre 4.7 milliards de dollars en 2000.

L'endettement des PVD passe de plus en plus par les marchés à travers une diversité croissante des formes d'endettement. Les fonds d'investissement y interviennent activement, les banques occidentales s'implantent de plus en plus, et les collectivités et entités locales

empruntent directement à l'étranger.

Mais la souplesse d'adaptation des modes de financements des PVD apparaît encore à travers le problème dit du « péché originel »

Parmi les dysfonctionnements du marché international des capitaux, une place devrait être faite au « péché originel »⁶⁷ qui vient dire que les PVD ne pourraient emprunter dans leur propre monnaie.

6- L'inconvénient de ne pouvoir emprunter en monnaies locales :

Dans la période des crises financières de la fin de la décennie 1990 et du début des années 2000, les PVD subissent une exclusion en ce qui concerne le libellé de leurs monnaies de financement externe.

Selon B. Eichengreen, R. Hausmann, et U. Panizza (2003), l'incapacité de s'endetter dans leur propre monnaie se mesure selon l'équation suivante :

$OSIN_i = \max(1 - \text{titre de la dette libellés en monnaie } i / \text{total des titres de la dette émis par le pays } i, 0)$

Plus le ratio tend vers 0 (l'indicateur tend vers 1) et plus le pays est soumis au péché originel (ie, moins la monnaie locale peut être utilisée comme monnaie du libellé de la dette). Le rapport est borné à 0 car tout pays ne peut libeller en sa monnaie plus de dette qu'il n'en a au total. (Pour les prêts bancaires on utilise le ratio $OSIN_2$)

Selon les trois auteurs presque tous les pays, à l'exception de ceux qui émettent les cinq grandes monnaies (dollars US ; euro, yen, livre sterling, franc suisse), subissent le péché originel.

Selon les trois auteurs (2001), les titres de dette émis par les économies émergentes s'élevaient à 84 milliards de dollars, 2.6 milliards seulement étaient libellés en monnaies locales.

Cette incapacité reflèterait selon les auteurs certaines caractéristiques des marchés financiers internationaux en particulier l'existence de coûts de transaction très différents et d'externalités de réseau.

⁶⁷ Eichengreen.B, Hausmann.R.,1999.

L'accumulation d'engagements extérieurs, libellés en devises créerait des déséquilibres de bilan, particulièrement pénalisateurs lorsque la monnaie utilisée varierait en change. En cas de baisse, l'actif deviendrait inférieur au passif.

Mais si un pays utilise sa propre monnaie pour s'endetter en cas de dépréciation, sa dette voit sa valeur se conserver. Cependant s'il a des créances en monnaie étrangères, celles-ci se valorisent.

Par contre selon les mêmes auteurs (2005), une évolution inverse s'est produite pour la période récente, le financement du secteur non bancaire par émission d'obligations en monnaie locale (qui diminue le risque de change en le transférant sur les créanciers) a pratiquement égalé le financement sous forme d'émissions internationales, d'actions et de prêts syndiqués sur la période 1997-2001.

L'assainissement de la situation économique interne des pays émergents, la baisse des taux d'intérêt et la surliquidité du marché financier international aient rendu possible ces émissions.

Les spreads étaient tombés au-dessus de 500 points de base pour ces émissions contre une moyenne de 1000 en 2002-2003.

Section 3 : Stabilisation de la dette extérieure

La survenu d'un choc défavorable ou le risque de défaut peut inciter tout pays à stabiliser sa dette extérieure à long terme. Les effets de richesse et l'imparfaite mobilité internationale des capitaux peuvent la rendre stable.

Cette stabilité est aussi nécessaire en cas de risque de volatilité des taux de change des grandes devises de référence en jouant sur la composition en devises de la dette extérieure, le régime de change, et la structure du commerce extérieur.

1- Mécanismes de stabilisation de la dette extérieure :

La stabilisation de la dette extérieure se fait par des mécanismes systématiques, propre au système monétaire international, et sans cela elle se fera dans une crise financière⁶⁸.

Selon Patrick Artus⁶⁹, la dette extérieure ne peut croître perpétuellement, les investisseurs qui détiennent les actifs en dollars et utilisent le dollar comme monnaie principale ou parallèle ne subissent pas le risque de change sur le dollar. Mais pour le reste des investisseurs le risque de change existe et peut être même un risque de défaut, de ce fait il faut stabiliser le taux de la dette.

La dynamique de la dette extérieure d'un pays s'écrit :

Dette extérieure (fin année t) = **dette extérieure** (fin année t-1) * **(1 + taux d'intérêt sur la dette extérieure)** + **déficit extérieur** (année t) **(hors intérêt sur la dette)**

Si le déficit extérieur et commercial qui dépend du taux de change réel ne réagit pas à l'évolution de la dette extérieure, la dynamique de la dette est instable ; la dette extérieure croît exponentiellement avec les intérêts sur la dette.

On peut réécrire la dynamique de la dette extérieure de la façon suivante :

Dette_t = dette_{t-1} (1+taux d'intérêt) + Déficit (fonction du taux de change réel)

Le modèle fait par Patrick Artus complète le modèle de Dornbusch avec une imparfaite mobilité des capitaux, et une dette extérieure qui peut avoir un effet sur la demande privée au travers d'effets de richesse. Ce modèle est construit pour le taux de change, les prix et la dette extérieure afin d'examiner les questions suivantes :

⁶⁸Comme c'était le cas des pays émergents d'Asie en 1997-1998. L'augmentation du déficit extérieur n'a pas déprécié le change, baissé la demande intérieure...et la survenu de crise avec un retrait des prêteurs, a abouti à la dépréciation de la devise asiatiques, et une apparition des excédents commerciaux.

⁶⁹CDC, 2001.

- Dans quelles conditions l'imparfaite mobilité des capitaux ou les effets de richesse liés à la dette extérieure rendent-ils stable dynamiquement la dette extérieure d'un pays ?

- Quel rôle peut jouer la politique économique, s'il y a une acceptation générale dans le monde de titres en dollars et s'il y a absence de prise de conscience de l'évolution de la dette extérieure par les consommateurs individuels ?

La dynamique de la dette extérieure s'écrit :

$$F = r - n(e - p) + z$$

r : le taux d'intérêt nominal.

e : le taux de change (quand e monte, il y a une dépréciation)

p : le prix

z : représente un choc exogène qui dégrade la balance courante du pays.

$F = df/dt$ est le taux de croissance de la dette extérieure, F étant son logarithme. Il croît avec le taux d'intérêt du pays r . Nous supposons que le pays s'endette dans sa monnaie, le taux d'intérêt qui s'applique à la dette extérieure est le taux d'intérêt du pays.

Une stabilisation peut se faire sous les hypothèses suivantes :

- une dépréciation du change qui réduit la dette extérieure malgré son effet positif sur le taux d'intérêt.

- une hausse de prix qui réduit la demande de biens.

La dynamique de la dette extérieure d'un pays qui est endetté dans sa monnaie est stable parce que :

- soit la dette extérieure a un effet sur la demande intérieure.

- soit il y a imparfaite mobilité internationale du capital.

Dans les deux cas :

La hausse de la dette extérieure permet la dépréciation du change qui améliore la balance commerciale et stabilise la dette après un choc défavorable.

Donc il faut que la hausse de la dette extérieure provoque une dépréciation réelle du change qui réduise suffisamment le déficit extérieur pour que l'effet « boule de neige » des intérêts sur la dette extérieure et financière soit compensé⁷⁰

L'effet de richesse et l'imparfaite mobilité internationale des capitaux sont deux mécanismes stabilisants pour la dette extérieure d'un pays à long terme, le premier peut influencer la demande privée intérieure, s'il y a hausse de la dette extérieure.

Ainsi la hausse de la dette réduit la demande intérieure privée par l'effet de richesse. La demande intérieure dépend positivement de la richesse nette des agents économiques privés⁷¹.

Si la dette extérieure s'accroît, la richesse nette diminue, ce qui réduit donc la demande de biens et la production. Pour stabiliser cette dernière pour un taux d'intérêt donné, il faudra une dépréciation du change réel qui soutient les exportations nettes, et réduit la dette extérieure.

D'une part, à long terme la hausse de la dette extérieure réduit la demande par effet de richesse, donc réduit le taux d'intérêt, il faut alors une dépréciation du change pour ramener le taux d'intérêt à sa valeur d'équilibre.

Si la hausse de la dette extérieure fait suffisamment baisser la demande intérieure, la balance commerciale s'améliore suffisamment pour annuler l'effet de la hausse des intérêts sur la dette payés au reste du monde.

D'autre part la hausse de la dette extérieure implique, puisqu'il y a imparfaite mobilité du capital, une dépréciation du change qui stabilise la valeur en devises de la dette.

Le taux de change se déprécie pour deux raisons ; ce qui stabilise la dette extérieure.

Ces mécanismes créent un lien entre la dette extérieure et le taux de change réel aboutissant à une stabilisation de la dette extérieure.

⁷⁰ Un déficit extérieur peut avoir des conséquences moins sérieuses s'il est financé par des investissements directs. Ces derniers sont beaucoup plus stables.

⁷¹ La richesse nette du pays est égale au capital du pays d'où on déduit la dette extérieure, c'est-à-dire la partie du capital qui appartient au résident du pays.

2- Parfaite mobilité internationale du capital et absence d'effet de richesse :

Si la demande intérieure ne réagit pas spontanément à l'accumulation de la dette extérieure. Car la relation comportements individuels des consommateurs et des entreprises et le niveau global de dette extérieure du pays n'est pas claire. Si la dette extérieure n'influence ni la demande intérieure ni l'équilibre du marché des changes.

Prenant le cas des USA, où la mobilité internationale du capital est forte, car le déficit extérieur est réalisé surtout vis-à-vis de pays qui utilisent le dollar comme monnaie. Les effets de richesse liés à la dette sont faibles, car son évolution a peu de raisons de modifier le comportement des consommateurs individuels.

La réduction de la hausse de la dette extérieure, peut être provoquée par la politique économique. Une hausse des taux d'intérêts si le pays est endetté dans sa propre monnaie, réduit à court terme la demande intérieure, mais il y'aura une augmentation des intérêts sur la dette et une aggravation de la situation d'endettement à long terme.

La seule manière de stabiliser la dette extérieure est une réaction de la politique budgétaire, avec réduction du déficit public au fur et à mesure que la dette augmente, cette réaction remplace l'effet de richesse sur la demande intérieure privée, s'il n'est pas certain que l'effet de richesse sur la demande intérieure existe ou que la mobilité internationale du capital soit imparfaite.

Une politique budgétaire plus restrictive va dans le bon sens. La politique budgétaire restrictive annule l'effet positif sur la demande intérieure qui résulte de la dépréciation du change réel qui améliore la balance commerciale.

S'il y'a une utilisation de la politique monétaire, une hausse de la dette extérieure conduit à une réduction de l'offre de monnaie. La différence par rapport au cas précédent, et qu'une hausse de la dette même si elle fait baisser la production, fait monter le taux d'intérêt puisqu'elle conduit à une réduction de l'offre de monnaie.

Pour que la dynamique de la dette soit stable il doit y avoir une baisse du taux d'intérêt lorsque la dette augmente pour réduire les intérêts sur la dette.

La dépréciation du change fait aussi monter le taux d'intérêt, et le rééquilibrage vient de ce que la hausse de la dette extérieure conduit à une politique monétaire expansionniste qui fait baisser le taux d'intérêt, c'est-à-dire à le même effet sur le taux d'intérêt que la baisse de

demande de biens qu'entraîneront l'effet de richesse lié à la hausse de la dette extérieure.

Si le pays s'endette en devises, une hausse de la dette fait monter le taux d'intérêt, ce qui nécessite une dépréciation anticipée du taux de change, donc une appréciation instantanée qui dégrade la balance commerciale.

La réaction de la politique monétaire n'est pas utilisable car elle devrait impliquer une politique monétaire expansionniste quand il y a une augmentation de la dette extérieure que le pays soit endetté dans sa monnaie ou en devises.

Pour ce qui concerne la relation entre le prix des biens et la dette, une hausse du prix p accroît la dette pour deux raisons :

- Une hausse du taux d'intérêt r et perte de compétitivité.
- Une dépréciation du change.

Une dépréciation du change conduit à une hausse de taux d'intérêt, qui accroît les intérêts sur la dette et une amélioration de la compétitivité, qui améliore la balance commerciale.

Une dépréciation du change conduirait alors à une hausse supplémentaire de la dette extérieure, la hausse induite du taux d'intérêt l'emportant sur l'amélioration de la balance commerciale.

Une hausse du prix peut aussi soutenir la production en faisant baisser la dette extérieure réelle.

3- Dépréciation monétaire et seuil critique d'endettement :

La dépréciation interne ou inflation résulte d'un déséquilibre entre la richesse créée et l'endettement de création monétaire des entreprises. L'acquisition de ressources complémentaires par l'emprunt international peut-il être un moyen d'éviter la dévaluation de la monnaie en plus d'un financement de l'effort national pour une création accrue de richesse?

Le développement de ces moyens de financement de l'économie est-il le générateur de déséquilibres monétaires ou réels dont le résultat serait la dépréciation de la monnaie nationale ?

Autrement dit, un excès d'endettement peut-il expliquer une poussée inflationniste (dépréciation monétaire interne) et une baisse du taux du change de cette monnaie (dépréciation monétaire externe) ?

A priori, on peut penser que la dépréciation interne de la monnaie ou taux d'inflation est imputable au financement de l'économie par la création monétaire et non par l'épargne

interne. De plus, l'affaiblissement de la monnaie nationale en termes de monnaie étrangères n'est pas nécessairement la conséquence d'une dépréciation interne de la monnaie et donc d'un déséquilibre des marchés financiers domestiques.

Un déficit commercial persistant, des mouvements spéculatifs sur le marché des changes peuvent aboutir à un abaissement du taux de change de cette monnaie.

Le système monétaire international est fondé sur la prééminence du dollar dans les relations monétaires et commerciales, ainsi qu'une unité de mesure de l'endettement extérieur des nations.

En dehors de périodes purement spéculatives, la dépréciation du cours extérieur d'une monnaie s'explique par l'existence d'un déficit commercial $X-M < 0$ pouvant entraîner un endettement extérieur.

Supposons l'existence d'un déficit commercial persistant, deux voies s'offrent au pays concerné :

Le réajustement immédiat à la baisse de la parité de sa monnaie soit la dévaluation ou le recours à l'endettement extérieur.

La première solution permet à la nation déficitaire de retrouver l'équilibre ou l'excédent commercial à moyen terme si toutefois les conditions d'élasticité sont respectées⁷².

La seconde solution est un renoncement à l'ajustement immédiat en s'endettant du montant du déficit.

$$\sum_i (X-M)_i = \sum_i \text{dette}_i$$

i = indice de l'année.

Dette = emprunt extérieur annuel.

Le pays endetté souhaite éviter l'ajustement du taux de change. A moyen terme, si la percée des biens exportables n'est pas possible, le déficit commercial rend inévitable des

⁷² En règle générale, la dévaluation permet de diminuer le déficit de la balance commerciale si la somme des élasticités des importations et des exportations par rapport au prix est supérieure à 1.

dévaluations successives dans le pays débiteur. Par contre, l'endettement pourra profiter à l'économie déficitaire si les conditions suivantes sont respectées :

- une condition de prix si les biens sont similaires (substituables) :

Le prix du bien X dans le pays A \leq le prix mondial du bien X (Y_X)

- une condition de croissance économique interne :

La richesse créée nationalement plus le solde commercial transférable doivent permettre de rembourser la dette contractée dans les périodes déficitaires antérieures. Au minimum, celle-ci doit croître moins rapidement que la production de richesse :

$$*\sum_i \Delta I_i + \sum_j L_j \geq \sum_i \text{Dette}_i (1+R)$$

Avec : $i \neq j$

ΔI = variation annuelle de création de richesse.

L = excédent commercial, solde X-M.

R = taux d'intérêt de la dette pour la période d'emprunt.

*Au minimum $i' > r$

Ou i' est le taux de croissance annuel de la richesse créée et du solde commercial positif et r le taux de croissance de la dette y compris la charge des intérêts. Le pays s'endette moins fortement qu'il ne s'enrichit.

Si les biens produits nationalement ne sont pas compétitifs sur les marchés extérieurs, l'abaissement de la valeur de l'unité monétaire nationale est envisageable pour tirer profit d'une phase positive du cycle à l'extérieur.

Si les autorités monétaires veulent maintenir la parité de la monnaie, elles peuvent encourager l'endettement externe des entreprises au lieu d'une perte des réserves de change des banques centrales.

Mais les pouvoirs publics doivent fixer des objectifs de taux de change réel pour restaurer la compétitivité de l'économie.

L'endettement international pour une période prédéterminée peut être utilisé pour adapter le processus productif à la compétition prix internationale, en évitant le réajustement de parité.

Si les prix nationaux demeurent relativement trop élevés, la dévaluation deviendra

nécessaire à moins que s'adaptant à l'actuelle spécialisation internationale évolutive, le pays enregistre des gains importants de compétitivité-qualité et il pourra alors accepter de perdre ses activités les moins rentables.

L'endettement externe joue un rôle important, permettant d'éviter la dévaluation. Il est le moyen de différer un changement de parité inévitable si le pays ne s'est pas réadapté aux conditions du marché international.

Le taux de change s'abaissera si l'enrichissement de la nation en termes de formation nette de capital ne couvre pas le service de dette, auquel s'ajoute la rémunération des capitaux flottants étrangers à la recherche d'un différentiel favorable de taux d'intérêt.

Cela révèle l'incapacité de la nation débitrice à utiliser de façon efficiente l'endettement externe souscrit. De ce point de vue le développement de la dette extérieure peut accroître ce déséquilibre interne.

4- Les zones monétaires :

C'est un régime de change moins contraignant que les currency board. Les zones monétaires se sont un ancrage plus ou moins important de leur monnaie sur une monnaie de référence, même s'ils déclarent pratiquer un régime de flottement.

La volatilité des parités est nettement plus faible par rapport à l'une de ces deux monnaies que par rapport aux autres monnaies concurrentes, c'est-à-dire que les autorités monétaires de ces pays cherchent à réduire les variations de leur monnaie par rapport à leur monnaie de référence.

L'objet de ce choix est double :

-L'ancrage sur une monnaie de référence est fonction de l'importance des échanges libellés dans cette monnaie.

-le choix de ce régime est dicté par les impératifs de stabilisation macroéconomique. Un taux de change stable permet de réduire l'inflation grâce à la stabilité des prix des produits importés et à la contrainte de compétitivité imposée aux producteurs nationaux.

Mais la stabilisation des taux de change est susceptible d'avoir un coût en termes de croissance économique et les politiques d'ancrage rigide des monnaies peuvent être à l'origine de graves crises de change, comme celle subies par les pays émergents d'Asie du sud-est en 1997-1998.

Les régimes intermédiaires sont les plus adaptés pour les pays émergents. Ils peuvent concilier, selon des degrés variés en fonction des objectifs recherchés, la stabilisation de la monnaie et la flexibilité nécessaire en cas de chocs. L'instauration d'un ancrage souple sur un panier de monnaies de référence peut être la solution.

La théorie des zones cibles peut fournir le cadre de telles politiques de change : chaque pays cherche à respecter un objectif de change défini à l'intérieur d'une bande large (+/- 10%). La cible visée, qui peut être glissante correspond à un taux de change d'équilibre de référence⁷³ pouvant être calculé par rapport à un panier comprenant les trois principales monnaies (dollar, euro, et yen).

5- Volatilité du taux de change et stabilisation de la dette extérieure :

La volatilité des taux de change des grandes devises de référence a des effets sur la charge de la dette extérieure des pays en voie de développement, d'où la possibilité de stabiliser la dette extérieure en jouant sur trois paramètres :

- La composition en devises de la dette.
- Le régime de change.
- Et la structure du commerce extérieur.

Si l'endettement extérieur présente une source de financement importante, il porte le risque de change par le pays emprunteur, des répercussions des mouvements des taux de change croisés entre monnaies fortes (dollar, euro, et yen) sur l'économie des pays en développement.

La dépréciation de la monnaie vis-à-vis de la devise d'endettement va augmenter la charge de la dette en monnaie nationale.

Si on prend deux monnaies internationales, lorsque l'une se déprécie par rapport à l'autre, les répercussions sur un pays vont dépendre de son régime de change, de la structure géographique de ses échanges commerciaux extérieurs et de la structure en devise de sa dette.

Selon Reinhart et Reinhart (2001), une volatilité plus élevée des taux d'intérêt pèserait sur l'investissement tandis qu'une volatilité plus élevée des taux de change pèserait sur le commerce

⁷³ Ces taux de change de référence doivent être définis dans le cadre d'une coopération régionale ou internationale.

extérieur et les pays en développement doivent mettre en œuvre les politiques leur permettant de ne plus subir la volatilité des taux de change des monnaies de référence sur leur endettement en devises. Ils peuvent jouer sur la composition en devises de leur dette extérieure.

Cette composition doit tenir compte soit de la composition en devises des recettes d'exportations, soit de la composition du panier de monnaies définissant le régime de change du pays ; soit de la composition en devises des flux de capitaux reçus par le pays⁷⁴.

Bénassy-Quéré et Lahrière-Révil (1999) ont utilisé la théorie des zones monétaires optimales (ZMO) pour déterminer la devise étrangère la mieux adaptée à la stratégie de change de ces pays compte tenu de leurs caractéristiques de commerce et de dette extérieures. Sachant que leur objectif est de stabiliser le taux de change de ces économies.

Ils sont arrivés à ce que les pays émergents de l'est et du sud de l'union européenne aient intérêt à stabiliser leur monnaie nationale par rapport à l'euro ou à un panier de monnaies dans lequel l'euro aurait une part importante.

La théorie des ZMO qui est une approche normative, cherchent initialement à déterminer les conditions aux quelles deux zones ont intérêt à unifier leur monnaies. On peut aussi l'utiliser pour déterminer la monnaie étrangère la mieux adaptée à une stratégie d'ancrage.

L'ancrage ne se traduit pas nécessairement par une parité fixe, sa peut être un régime de parités glissantes, comme un régime de flottement administré. L'essentiel c'est de viser la régularité des variations de taux de change nominal par rapport à la monnaie ancre.

Bayoumi et Eichengreen (1996, 1997,1998) proposent d'estimer la théorie des ZMO sur des échantillons en coupe à l'aide d'une équation ou la volatilité de chaque taux de change nominal bilatéral est expliquée par l'asymétrie des cycles conjoncturels entre les deux partenaires, l'asymétrie de la répartition de leurs échanges entre trois secteurs d'activité (agriculture, minerais, et bien manufacturés) leur taux d'ouverture bilatéral, et la taille des deux pays en cause.

⁷⁴ Lessard.D.R, Williamson.J., 1985.

On peut définir ainsi le régime de change compatible avec la théorie des zones monétaires optimales, mais sans prendre en compte les contraintes de financement extérieur dans les stratégies de change.

Bénassy-Quéré et Lahrière-Révil reprennent la méthode de Bayoumi-Eichengreen, mais leurs estimations portent sur la volatilité de chaque monnaie vis-à-vis de trois ancrés potentiels (dollar, DM considéré comme une préfiguration de l'euro, et yen) et non sur la volatilité de tous les taux de change bilatéraux de l'échantillon, ce qui permet de traiter spécifiquement la question de l'ancrage.

Certaines variables explicatives diffèrent aussi de celles retenues par Bayoumi-Eichengreen. L'asymétrie des cycles conjoncturels par rapport aux trois zones de référence (cœur-SME⁷⁵, Etats Unis et le Japon) la part du commerce intrabranche dans les échanges bilatéraux avec les trois zones d'ancrage et la taille relative de chaque pays par rapport à la zone de référence.

Pour ce qui est du modèle, chaque pays est identifié par un indice (i), tandis que la zone d'ancrage est représentée par l'indice (j) soit les Etats Unis, le cœur-SME ou le Japon.

Les estimations sont menées sur un échantillon en coupe de 49 pays dont 5 pays du sud de la méditerranée, le travail consiste à mesurer trois indicateurs :

1- SDS_{ij} qui est la volatilité du taux de change nominale entre i et j.

$$SDS_{ij} = \sigma (\text{Log}S_{ij} - \text{Log}S_{ij(-1)})$$

Avec σ l'écart type de la variation trimestrielle du logarithme du taux de change nominal sur la période 1992-1996 et S_{ij} le taux de change nominal trimestriel de la monnaie i par rapport à la monnaie j (monnaie d'ancrage).

2- SDY_{ij} qui est l'asymétrie des cycles conjoncturels entre i et j.

$$SDY = \sigma [(\text{Log} \text{RGDP}_i / (\text{RGDP}_i (-4))) - (\text{Log} \text{RGDP}_j / (\text{RGDP}_j (-4)))]$$

SDY_{ij} est mesurée par l'écart type (σ) des différentiels de taux de croissance (en glissements annuels) sur la période 1992-1996. RGDP_i est le PIB du pays (i) à prix constants.

⁷⁵ Allemagne, France, Pays-Bas, Belgique, Danemark, Luxembourg, des pays qui ont connu entre eux des taux de change stables sur la période 1992-1996.

3- RSIZE qui est le rapport des PIB courants de (i) et de (j) exprimés dans une même monnaie, en 1995.

$$RSIZE_{ij} = GDP_i / GDP_j$$

4- RGL_{ij} qui mesure la part du commerce intra branche (CIB) cela met l'importance du CIB dans le commerce bilatéral de (i) et (j) par rapport au CIB dans les échanges de (i) avec la somme des trois zones de référence (notée w)

$$RGL_{ij} = 100 (GI_{ij} / GI_{iw})$$

Où

$$GI_{ij} = 1 - \sum_{K=1}^{70} (X_{ij}^k + M_{ij}^k / (X_{ij}^k + M_{ij}^k)) (|X_{ij}^k - M_{ij}^k| / (X_{ij}^k + M_{ij}^k))$$

Le premier terme de la somme mesure la part du produit k dans le commerce bilatéral total tandis que le second mesure la part du commerce non croisé dans les échanges bilatéraux totaux du produit k, le résultat de l'estimation est :

$$SDS = 4,950 + 0,356 SDY_{ij} - 0,022 RGL_{ij} + 0,040 RSIZE_{ij}$$

(7,91) (5,74) (-3,06) (2,32)

Avec $R^2 = 0,299$

Tous les coefficients sont significatifs à 5% et la plupart le sont à 1%.

L'asymétrie des cycles conjoncturels (SDY_{ij}) justifie des ajustements de change fréquents. Les pays qui font beaucoup de commerce intrabranche (RGL_{ij} élevé) subissent moins de chocs spécifiques, ce qui limite le besoin de variations du change. La petite taille du pays par rapport au partenaire ancre potentiel ($RSIZE_{ij}$ faible) produit une plus grande stabilité du taux de change.

Un petit pays est plus incité à ancrer sa monnaie sur une zone ou un pays de grande taille, puisqu'il est généralement plus ouvert aux échanges et à la mobilité des facteurs.

Cette équation est utilisée pour calculer la volatilité théorique des taux de change par rapport au DM et au dollar. Le rapport de ces deux volatilités théoriques permet alors de déterminer la monnaie d'ancrage qui devrait être privilégiée. Un rapport inférieur à 1 indiquant une préférence théorique pour le DM.

Ces résultats ne représentent que l'un des motifs de choix d'une stratégie de change et les pays en développement sont confrontés à des contraintes financières d'où l'importance d'analyser aussi leur stratégie d'ancrage réel, c'est-à-dire la monnaie par rapport à laquelle

ils devraient tenter de stabiliser leur taux de change réel⁷⁶.

Ce dernier doit répondre au double objectif de la politique économique : compétitivité et charge de la dette. Puisque ces pays supportent une dette extérieure libellée en devises étrangères.

Si la dette est libellée dans la monnaie des partenaires commerciaux, l'ancrage sur un panier pondéré par les échanges reste le meilleur moyen de réaliser un objectif extérieur, puisque la compétitivité comme le prix de la dette resteront stables. Ce n'est pas le cas pour les pays en voie de développement qui effectuent une partie de leur commerce dans une monnaie alors que la dette est libellée dans une autre monnaie.

Pour l'Algérie une part importante des exportations (94%) est constituée d'hydrocarbures dont le prix mondial est fixé en dollars. en ancrant sa monnaie sur le dollar, elle stabilise ses recettes énergétiques malgré les fluctuations de la monnaie américaine.

Mais le déséquilibre entre la répartition du commerce et la répartition de la dette pour les pays en voie de développement complique la stratégie d'ancrage. Un ancrage sur un panier composé des deux monnaies (libellé de la dette et monnaie des échanges) peut se révéler optimal. L'ancrage par rapport au seul dollar entraîne une importante exposition des économies concernées à la fluctuation des grandes devises entre elles, sauf si les Etats Unis constituent le principal débouché pour leurs exportations.

Bénassy-Quéré et Lahrière-Révil ont élargi les résultats en termes de politique de change de la théorie de TCEF en prenant en compte l'endettement extérieur et la monnaie libellée de la dette. Ce qui amène à définir un objectif de la politique économique : stabilisation de la compétitivité extérieure et celle du prix réel de la dette.

La théorie du taux de change d'équilibre fondamentale⁷⁷(TCEF) proposait l'adoption d'un taux de change réel assurant un solde courant compatible avec les besoins en termes d'investissement étrangers et de plein emploi. D'une autre manière c'est une démarche qui vise à définir pour chaque monnaie un taux de change qui assure à moyen terme le respect de l'équilibre interne (croissance de la production permet le plein emploi sans inflation) est externe (solde soutenable de la balance courante).

⁷⁶ L'ancrage nominal est défini par la régularité des variations du taux de change nominal par rapport à l'ancre, et peut correspondre à un régime de taux de change glissant, qui permet de contrôler le niveau du taux de change réel, c'est-à-dire de permettre un ancrage réel de la monnaie.

⁷⁷ Williamson.J., 1985.

Une fois le (TCEF) atteint, la politique de change doit permettre de maintenir un taux de change courant à l'intérieur d'une marge de fluctuations définie autour du taux d'équilibre, fondé sur la structure des marchés et/ou des concurrents extérieurs. Ainsi un ancrage en termes réels sur un panier de devises pondéré par les échanges commerciaux.

Bénassy-Quéré et Lahrière-Révil ont cherché à définir le panier d'ancrage optimal. La supposition faite est que les autorités monétaires de deux pays identiques du point de vue de leurs objectifs et de la structure de leur commerce et de leur dette ($i = A, B$) cherchent à stabiliser leur compétitivité extérieure (c_i) et le prix réel de leur dette extérieure (f_i),

(A) réalisé l'intégralité de ses échanges avec les USA, la Zone euro et le partenaire B, chaque pays contrôle son taux de change bilatéral ($e_{i\$}$) par rapport au dollar américain. Le but recherché est de déterminer la modification optimale de ($e_{i\$}$) lorsque l'euro varie par rapport au dollar. Les taux de change effectifs réels (c_i) et (f_i) reposent sur des pondérations différentes, (a_j) est le poids du pays (j) comme partenaire commercial et (b_j) le poids de la monnaie (j) dans le libellé de la dette. (e_{Aj}) est le logarithme du taux de change réel de la monnaie A par rapport à j ($j = \$, E, B$), on note le dollar américain et les USA par l'indice (\$) l'euro et la Zone euro par l'indice (E).

Les taux de change effectifs pour le pays A sont :

$$c_A = a_{\$} e_{A\$} + a_E e_{AE} + (1 - a_{\$} - a_E) e_{AB}$$

$$f_A = b_{\$} e_{A\$} + b_E e_{AE} + (1 - b_{\$} - b_E) e_{AB}$$

Sachant que $e_{ij} = e_{i\$} - e_{j\$}$, cette équation peut s'écrire:

$$c_A = e_{A\$} + a_E e_{A\$} + (1 - a_{\$} - a_E) e_{B\$}$$

$$f_A = e_{A\$} + b_E e_{A\$} + (1 - b_{\$} - b_E) e_{B\$}$$

Si chaque pays minimise sa fonction de perte ($\min L_i = \frac{1}{2} (c_i^2 + \beta f_i^2)$, $i = A, B$, $\beta \geq 0$)

$$e_{i\$}$$

Sans tenir compte de la réaction de son partenaire, on obtient l'équilibre de Nash suivant:

$$e_{A\$} = e_{B\$} = [(a_E + \beta b_E) / ((a_{\$} + a_E) + \beta (b_{\$} + b_E))] e_{E\$}$$

$$\text{Avec } \beta = \Delta_f^2 / \Delta_c^2$$

$$\Delta_f = SD / PIB$$

$$\Delta_c = (X / PIB) ((X / M) [1 + \gamma_X (\epsilon_X - 1)] + \gamma_M (\epsilon_M - 1))$$

De cette façon on peut définir la part de chaque devise dans un panier d'ancrage.

P.Laurent, N.Meunier, L.Miotti, C.Quenan, V.Seltz (2002) reprennent les mêmes critères en tenant compte non seulement de la politique de change, mais aussi de la possibilité de jouer sur la gestion en devises de la dette extérieure et également, de l'évolution de la structure du commerce.

5-1- Le critère du niveau des taux d'intérêt :

Il y a deux facteurs déterminants dans le choix de la devise d'endettement pour les emprunteurs :

- le niveau des taux d'intérêt internationaux (courants), mais les taux n'expliquent pas le choix des devises d'endettement. La liquidité et l'appétit pour le risque des investisseurs jouent aussi un rôle.

- l'évolution du taux de change : il est difficile pour les emprunteurs d'avoir une idée précise de l'appréciation ou de la dépréciation des devises internationales à long termes, mais ils peuvent minimiser ce risque.

Les variations de taux d'intérêt et de taux de change jouent un rôle majeur. Indépendamment du nouvel endettement contracté, une augmentation des taux d'intérêt accroît la charge de la dette. De même une dépréciation de la monnaie locale renchérit, toutes choses égales par ailleurs, la dette du pays. Relativement aux taux d'intérêt, finalement assez inertes, le risque de change se révèle historiquement très élevé.

Le taux d'intérêt varie selon les conditions des marchés ou les formes de financement, il reste un critère déterminant au moment de l'émission (dans les marchés euro-obligataire), mais paraît un critère secondaire en ce qui concerne la gestion dynamique de la dette.

A la différence des chocs qui marquent le marché des taux d'intérêt et qui n'affectent que les nouveaux emprunts, les chocs sur les taux de change affectent la totalité du stock de dette dans la devise considérée, ils sont beaucoup plus déstabilisants.

Entre 1972 et 2001, plus des trois quarts des pays émergents parmi eux l'Arabie saoudite, la Tunisie, le Koweït ont connu un choc de très forte ampleur sur leur taux de change qui équivaut à une variation annuel contre dollar supérieure à 30%.

5-2- Modèle :

Ce modèle introduit trois paramètres dans la formalisation de la dynamique de la dette externe : la pondération en devises du panier caractérisant le régime de change, la pondération en devises de la dette externe et celle du commerce extérieur.

a- Taux de change et panier de monnaies :

Les variations de change sont définies de la façon suivante :

e : le taux de change euro/dollar coté à l'incertain ($1\$ = e \text{ €}$)

La variation de (e) est donc :

$$\acute{e} = (e_t / e_{t-1}) - 1$$

Pour exprimer directement le taux de dépréciation d'une monnaie (l'euro) on utilise le taux de change coté au certain.

\hat{e} est défini comme la variation du cours de change euro/dollar coté au certain :

$$\hat{e} = (1/e) = (e_{t-1} / e_t) - 1$$

On peut écrire : $\hat{e} = - \acute{e} / (1 + \acute{e})$ ou $\acute{e} = - \hat{e} / (1 + \hat{e})$

On appelle e_1 et e_2 les cours de change de la monnaie du pays contre dollar et euro respectivement, avec :

$$e = e_1 / e_2$$

Soit γ défini par : $\acute{e}_1 = (1-\gamma) \acute{e}$ (4)

Et $\acute{e}_2 = - \gamma \acute{e} / (1 + \acute{e}) = \gamma \hat{e}$ (5)

Des équations 4 et 5, il vient :

$$1 + \acute{e}_1 = 1 / [1 + (1-\gamma) \hat{e}] \quad (6)$$

$$1 + \acute{e}_2 = (1 + \hat{e}) / [1 + (1-\gamma) \hat{e}] \quad (7)$$

b- La dynamique de la dette :

La dynamique de la dette externe, exprimée en monnaie nationale, est définie de la façon suivante :

$$D_t = (1+r) D_{t-1} + Z_t \quad (8)$$

Avec D_t le montant de dette externe exprimée en monnaies nationales, r le taux d'intérêt apparent sur la dette, Z_t le déficit de la balance commerciale.

On considère ici que la nouvelle dette ne provient que du solde commercial et on explicite la structure par devises de cette dette extérieure en se limitant à deux monnaies.

On note α la part de la dette totale D_t libellée en dollars et $(1 - \alpha)$ la part libellée en euro. Si l'on note r_{1t} le taux apparent sur la dette en dollar, on a :

$$\alpha_t D_t = e_{1t} D_{1t} = e_{1t} D_{1t-1} (1 + r_{1t}) \quad (9)$$

Où D_{1t} est la dette contractée et exprimée en dollars.

Or : $D_{1t-1} = \alpha_{t-1} (D_{t-1} / e_{1t-1})$ donc la dernière équation devient :

$$\alpha_t D_t = \alpha_{t-1} D_{t-1} (1 + r_{1t}) (1 + \hat{\epsilon}_1) \quad (10)$$

De la même manière on peut écrire pour la partie de la dette libellée en euros :

$$(1 - \alpha_t) D_t = (1 - \alpha_{t-1}) D_{t-1} (1 + r_{2t}) (1 + \hat{\epsilon}_2) \quad (11)$$

En fonction des expressions (10) et (11), on peut réécrire la dette totale en monnaies locale :

$$D_t = D_{t-1} [\alpha_{t-1} (1 + r_{1t}) (1 + \hat{\epsilon}_1) + (1 - \alpha_{t-1}) (1 + r_{2t}) (1 + \hat{\epsilon}_2)] \quad (12)$$

Par simplification on pose $r_{1t} = r_{2t} = r_t$, on obtient :

$$D_t = (1 + r) (1 + A) D_{t-1} + Z_t \quad (13)$$

$$\text{Ou : } A = \alpha_{t-1} \hat{\epsilon}_1 + (1 - \alpha_{t-1}) \hat{\epsilon}_2 \quad (14)$$

D'après les équations (6) et (7), on obtient :

$$A = (\gamma - \alpha) [\hat{\epsilon} / (1 + (1 - \gamma) \hat{\epsilon})] \quad (15)$$

$$D_t = (1 + r) D_{t-1} [1 + (\hat{\epsilon} / (1 + (1 - \gamma) \hat{\epsilon})) (\gamma - \alpha)] + Z_t \quad (16)$$

En faisant abstraction du solde commerciale, les fluctuations de change entre les deux monnaies internationales n'auront pas d'impact sur la dynamique de la dette si, et seulement si, la structure de pondération par devises fortes dans le panier de monnaies est égale à la structure de la dette par devises, c'est-à-dire si : $\gamma = \alpha$

c- Solde commerciale et variations des monnaies internationales :

Voyons l'impact des variations de change entre les monnaies internationales sur la balance commerciale. On exprime les échanges commerciaux dans la devise de la zone

commerciale avec laquelle ils sont effectués. La part λ des exportations est facturée en dollars et la part $(1 - \lambda)$ en euros, le déficit de la balance commerciale en monnaie locale est :

$$Z_t = -S_t = X_t - M_t \quad (17).$$

Par simplification on respectera les points suivants :

a) le commerce extérieur ne dépend pas des effets volume ; les exportations et les importations n'ont pas d'effet sur le solde commercial.

b) les élasticités prix des commerces bilatéraux sont identiques ; soit une même variation des exportations et des importations.

c) les variations de prix sont nulles (ou varient de la même ampleur) ;

d) la part des exportations totales s'adressant à un pays (ou zone) est identique à la part des importations totales en provenance du même pays (ou de la même zone).

En posant ε_x l'élasticité prix des exportations (strictement positive), on peut écrire :

$$\lambda_t X_t = e_{1t} X_1 = e_{1t} X_{1t-1} (1 + \varepsilon_x \dot{e}_1) \quad (18)$$

Ou encore :

$$\lambda_t X_t = \lambda_{t-1} X_{t-1} (1 + \varepsilon_x \dot{e}_1) (1 + \dot{e}_1) \quad (19)$$

Il en va de la même pour les exportations libellées en euros :

$$(1 - \lambda_t) X_t = (1 - \lambda_{t-1}) X_{t-1} (1 + \varepsilon_x \dot{e}_2) (1 + \dot{e}_2) \quad (20)$$

De la même manière les importations libellées en dollars et euros s'écrivent :

$$\lambda_t M_t = \lambda_{t-1} M_{t-1} (1 + \varepsilon_m \dot{e}_1) (1 + \dot{e}_1) \quad (21)$$

Soit :

$$(1 - \lambda_t) M_t = (1 - \lambda_{t-1}) M_{t-1} (1 + \varepsilon_m \dot{e}_2) (1 + \dot{e}_2) \quad (22)$$

En supposant que les variations de change sont suffisamment petites entre deux périodes

$(\dot{e}_i)^2 \approx 0$, S_t peut s'écrire :

$$S_t = X_{t-1} [1 + L + \varepsilon_x L] - M_{t-1} [1 + L + \varepsilon_m L] \quad (23)$$

$$\text{Avec } L = \lambda_{t-1} \dot{e}_1 + (1 - \lambda_{t-1}) \dot{e}_2 \quad (24)$$

Qu'on peut écrire :

$$L = [\hat{e} / (1 + (1 - \gamma) \hat{e})] (\gamma - \lambda) \quad (25)$$

Alors Z_t peut s'écrire :

$$-S_t = -S_{t-1} - L [X_{t-1}(1 + \varepsilon_x) - M_{t-1}(1 + \varepsilon_m)] \quad (26)$$

Soit:

$$S_t = S_{t-1} + [[\hat{e} / (1 + (1 - \gamma) \hat{e})] (\gamma - \lambda) [X_{t-1}(1 + \varepsilon_x) - M_{t-1}(1 + \varepsilon_m)]] \quad (27)$$

Lorsque le poids des devises dans le panier qui détermine l'ancrage du taux de change reflète parfaitement la structure géographique du commerce international ($\gamma = \lambda$), le solde commerciale ne subit aucun impact de la volatilité du taux de change entre les deux monnaies fortes. De ce fait, les variations du solde commercial étant neutralisées, la dynamique de la dette n'est pas touchée par une modification de la position compétitive.

d- Stabilité globale de la dette face aux fluctuations des monnaies fortes :

Cette stabilité peut s'exprimer de la manière suivante :

$$D_t = (D_{t-1}(1+r) - S_t) + (\hat{e} / (1 + (1 - \gamma) \hat{e})) [D_{t-1}(1+r) (\gamma - \alpha) - ([X_{t-1}(1 + \varepsilon_x) - M_{t-1}(1 + \varepsilon_m)] (\gamma - \lambda))] \quad (28)$$

$$\text{On pose } V = D_{t-1}(1+r) (\gamma - \alpha) - ([X_{t-1}(1 + \varepsilon_x) - M_{t-1}(1 + \varepsilon_m)] (\gamma - \lambda)) \quad (29)$$

Pour que D_t ne varie pas lors des fluctuations de e , il faut que le terme V soit égal à zéro :

$$(\gamma - \lambda) = (\gamma - \alpha) [D_{t-1}(1+r) / [X_{t-1}(1 + \varepsilon_x) - M_{t-1}(1 + \varepsilon_m)]] \quad (30)$$

Le rapport qui apparaît dans le terme de droite de l'équation (30) permet d'exprimer un ratio d'endettement, qu'on peut noter D/C et qui se rapproche du ratio classique dette/exportations.

$$\text{Il vient donc : } (\gamma - \lambda) = (\gamma - \alpha) D/C \quad (31)$$

La relation entre α , γ et λ permettant d'annuler V dépend du ratio D/C .

Les paramètres α , γ et λ n'ont pas les mêmes caractéristiques. λ est fortement structurel, la modification de l'orientation géographique du commerce ne peut se réaliser que sur le long terme. Mais α et γ peuvent constituer les marges de manœuvre de politique économique à court terme cependant leur choix reste politique.

A partir de l'équation (31) on définit trois cas :

1- lorsque la dette est très petite relativement au niveau d'ouverture du pays ($C \gg D$), il suffit pour neutraliser la volatilité des monnaies fortes entre elles, d'égaliser γ à λ et ce quelque soit la valeur de α . Cela signifie que la priorité doit être donnée à la bonne adéquation du régime de change pour s'affranchir de la volatilité des monnaies fortes. Par ailleurs le pays a une grande liberté dans le choix de sa devise d'endettement externe, dans la mesure où cela n'affecte pas sa dynamique d'endettement. Par exemple, il peut choisir celle qui offre les taux d'intérêt les plus bas.

2- Lorsque la dette externe est très importante relativement au niveau d'ouverture du pays ($C \ll D$), il suffit d'égaliser α à γ pour neutraliser la volatilité des monnaies fortes. Cela signifie que les autorités doivent répliquer la structure de la composition de la dette dans le panier de devises ou l'inverse et ceci indépendamment de la structure du commerce pour un pays qui est très sensible à une modification de la valorisation de sa dette externe en monnaie locale.

3- Lorsque ($C = D$), si α est égal à λ , la dynamique de la dette est indépendante de la volatilité des devises fortes et ce quelle que soit la pondération du régime de change. On se trouve ici dans le cas de couverture parfaite du montant de la dette à un choc sur la parité entre les devises fortes qui affecte le commerce.

Section 4: Résolution des crises de la dette souveraine

Dans les années 90, Les crises de surendettement sont devenues plus fréquentes, et plus difficiles à résoudre. La diversification des mouvements internationaux de capitaux ainsi que la diversité des instruments de la dette et la multiplicité des juridictions où la dette est émise rend plus complexe l'éventuelle renégociation de la dette extérieure.

Actuellement dans les marchés internationaux de capitaux on trouve davantage de détenteurs d'obligations que de syndicats de prêts bancaires. Cela offre une nouvelle source de financement pour les pays en voie de développement et les pays souverains à marché émergent, permettant une diversification des risques mais rendant plus difficile l'identification et la coordination des créanciers privés devenus de plus en plus nombreux.

Les crises de surendettement peuvent survenir de différentes causes, en prendra en considération, dans cette section les crises d'endettement auto réalisatrices, qui déclenchée par des indicateurs de fragilité du pays (faiblesse des fondamentaux et déficit primaire) mène à une crise de liquidité et par la suite à une difficulté de solvabilité⁷⁸.

Les créanciers ne disposant d'aucune garantie, la valeur de leurs créances sera proportionnelle au préjudice qu'ils peuvent porter aux pays défaillants. Mais à un certain seuil, la stratégie optimale ne consiste pas à accepter la défaillance du pays débiteur mais à faire en sorte qu'il verse un montant inférieur à la valeur nominale de la dette, d'où la nécessité d'un mécanisme qui favorise la rationalité collective de la prise de décision.

Le maintien de l'efficacité ex post du règlement de la dette réduit sans aucun doute le risque d'une crise de confiance. L'existence par exemple d'un mécanisme qui garantit une annulation de la dette peut supprimer totalement le risque de cette crise. L'absence de mécanisme de résolution des crises de surendettement et l'absence parallèle de règles claires dictant les soutiens accordés par la communauté internationale conduisent à un marché instable et dangereux pour les débiteurs.

Une nouvelle procédure doit concilier le caractère sacré des contrats et le rétablissement de la croissance économique du pays débiteur ainsi que son accès au marché financier. De ce fait le créancier et le débiteur seront dans une position confortable. La faillite constitue un moyen de

⁷⁸ Cohen.D, Portes.R (2003), Obstfeld.M (1985), Cole.H, Kehoe.T (1996, 1998, 2000)

régler le problème de l'action collective des créanciers et la nécessité de déterminer le juste niveau de difficulté de la défaillance pour un non accroissement des difficultés lié a une politique offrant de faible chance de sortir de la crise. C'est la raison pour laquelle un cadre institutionnel approprié aux restructurations est nécessaire. La perception d'un risque élevé accroît les écarts de taux (spreads) et une augmentation du service de la dette provoquant la crise.

1- La prévention des crises de confiance :

Les efforts de prévention visent à réduire à terme la fréquence des crises financières, mais il n'est pas réaliste de s'attendre à ce que tous les pays membres soient en mesure d'éviter toutes les crises à tout moment.

Les spreads de taux sont révélateurs d'un problème autant qu'ils contribuent à l'engendrer et la crainte d'une défaillance provoque les écarts de taux élevés et un accroissement insoutenable de la dette.

Williamson⁷⁹ (2001) a donné la préférence à un mécanisme de prêt de crise unique qui combine les mécanismes FRS (facilité de réserve supplémentaire) et LCP (ligne de crédit préventive) permettant de faire face aux diverses situations de crise. En plus d'un guichet FFCI (facilité de financement compensatoire et de financement pour imprévus) destiné au pays soumis à des chocs échappant à leur contrôle (prix des matières premières).

La préqualification dans le rapport Meltzer⁸⁰ (2000) constitue une approche pour aborder la question de la prévention des crises de confiance. Cela incitera le pays à adopter une conduite raisonnable garantissant sa solvabilité et un soutien effectif de fonds. Que l'offre doit être très importante par opposition à l'idée que le fonds ne devrait jamais dépasser certaines limites à ses financements. Mais la préqualification est affaiblie par son incohérence comme par exemple la négligence d'un pays par le motif de sa non préqualification.

En cherchant aussi à conserver une bonne réputation, les pays signaleraient leur volonté d'éviter l'effet boule de neige de l'augmentation des spreads de taux et s'efforceraient d'intervenir le plus tôt possible, le soutien du FMI resterait conditionné a la mise en œuvre de mesures appropriées. De ce fait les pays prendraient très tôt les mesures correctives.

⁷⁹ Cohen.D, Portes.R., 2003

⁸⁰ Idem.

La résolution des crises de dettes souveraines restera probablement difficile à négocier, longue et coûteuse. Portes et Cohen⁸¹ ont insisté sur le rôle central de la prévention pour éviter l'apparition d'une situation de surendettement. Une solution est présentée pour les pays membres du FMI, s'engager sur un régime d'endettement qui leur permet d'agir préventivement sur l'évolution de la dette. Ils ne doivent pas abuser de l'offre de crédit mis à leur disposition et limiteraient les nouveaux emprunts internationaux, en sollicitant l'aide temporaire du FMI, si les taux ou les primes de risque exigés par les créanciers privés se tendaient au delà d'un certain seuil. C'est une façon de développer l'offre de crédit en évitant les crises. Dès que les spreads des taux d'intérêt de la dette atteindraient 300 à 400 points de base, le pays renoncerait à emprunter sur les marchés et passerait un accord de financement avec le FMI.

D'un autre point de vue la détermination du bon spread sur la dette souveraine peut être difficile, avec l'introduction de régimes d'endettement, les investisseurs rassurés par l'engagement des états de ne pas s'endetter au dessus d'un certain niveau de taux, sous estimerait les risques de crise et de défaut de paiement⁸².

Pour Sylviane Guillaumont-Jeanneney⁸³, le seuil de spreads qui conduira les pays à renoncer à l'emprunt privé et s'adresser au FMI nécessitera une analyse entre spreads et déclenchement des crises.

2- FMI et politique de renflouement :

Pendant la crise de la dette du début des années quatre-vingt, la banque mondiale et le FMI étaient largement impliqués par leur soutien financier aux pays insolvables. Suite à la prise en charge d'une partie du coût de leur dette par les banques privées et à la mise en place de réformes structurelles, ces pays sont redevenus solvables et ont amorcé une nouvelle période de croissance, combiné à la libéralisation des marchés des capitaux de nouvelles occasions de placements aux investisseurs étrangers ont vu le jour.

A partir de 1994, l'augmentation des taux d'intérêt américains et l'appréciation du dollar étaient la cause d'une nouvelle vague de crise de la dette souveraine dans les pays émergents. Pour éviter le défaut sur la dette souveraine, le FMI et les créanciers officiels ont préféré injecter

⁸¹ Idem.

⁸² Olivier Davanne., 2003.

⁸³ Guillaumont-Jeanneney.S., 2003.

massivement des liquidités. Le FMI devient de ce fait un prêteur en dernier ressort obligé, afin d'assurer la stabilité du SMI.

Cette politique de renflouement massif par les organisations internationales a perduré jusqu'à la crise russe d'août 1998. Les limites des prêts fixées à 100% par an et 300% en montant cumulé des quotes-parts des pays membres ont plusieurs fois été dépassées. Les financements accordés par exemple au Mexique, Thaïlande, Indonésie, Corée et Brésil étaient successivement 688%, 505%, 450%, 1938%, et 600% des quotes-parts⁸⁴.

Les politiques de renflouement ont alimenté les critiques sur le risque d'aléa moral chez les créanciers. La certitude que le FMI interviendra comme prêteur en dernier ressort pousserait les investisseurs à prendre des risques supplémentaires puisque le renflouement et les remboursements sont assurés, ainsi les écarts de taux ne seraient plus un bon indicateur du risque pays.

Les opérations de renflouement du Mexique, Corée, et la Russie ont laissé une mauvaise structure d'incitations pour les investisseurs et les emprunteurs. Une approche fondée sur des règles s'avère nécessaire pour parvenir à une véritable implication du secteur privé pour assurer une part plus grande du coût des règlements de dettes. Ces règles doivent clairement fixer des limites d'accès présumées ex ante aux financements du FMI pour diminuer l'aléa moral⁸⁵.

Les opérations de sauvetage de grande envergure doivent cesser, et une procédure appropriée doit faciliter le retour à la croissance et l'accès au marché des capitaux. L'évolution de la situation depuis 1994 a clairement démontré que les marchés n'engendreront pas à eux seuls le cadre institutionnel nécessaire à une résolution des problèmes de dette souveraine.

Considérant ses ressources, ses moyens et son fonctionnement actuels, le FMI ne serait pas en mesure d'enrayer les crises de finance directe dans la mesure où elles engendrent des sorties massives de capitaux lors du retournement des anticipations des agents. De là, les économies sont menacées d'effondrement à défaut d'un refinancement extérieur massif.

Si les moyens du fonds ont été progressivement augmentés (relèvement des quotes-parts, émissions de DTS...) et les possibilités d'assistance aux états en difficulté élargies comme par

⁸⁴ Levasseur.S, Riffart.C., 2003.

⁸⁵ Il y a « aléa moral » lorsqu'en fournissant une assurance contre un risque donné, on encourage des comportements qui rendent la concrétisation de ce risque plus probable.

exemple les lignes de crédit contingentes⁸⁶, destinées aux pays vulnérables aux risques de contagion, cela reste très insuffisants dans le cas d'une mobilité quasi parfaite des capitaux⁸⁷.

La construction du FMI réformé exigera de nouveaux moyens, quantitatifs et qualitatifs. D'un point de vue quantitatif, ses capacités d'intervention doivent être étendues dans le sens du développement de nouveaux accords d'emprunt, créés à Alifax en juin 1995, afin de compléter les ressources ordinaires tirées des quotes-parts, qui par ailleurs, devraient être augmentées. Acquérir une des propriétés des banques centrales, la capacité de créer des réserves, en émettant des lignes de crédit en DTS destinées aux banques centrales nationales. Du point de vue qualitatif, il devrait se transformer en producteur et en gardien d'un système de règles de bonnes conduites et de transparence définies dans l'optique d'un développement durable des économies concernées.

Les ressources du FMI liées aux quotes-parts sont d'environ 210 milliards de DTS (soit 300 milliards de dollars américains), auxquels s'ajoute la possibilité pour le FMI de recourir à des emprunts envers les grandes puissances économiques, ces crédits sont de l'ordre de 50 milliards de dollars). Lors du sommet du G20 de Londres le 2 avril 2009, il a été décidé d'accroître significativement les ressources du FMI à hauteur de 1000 milliards de dollars pour mieux faire face à la crise mondiale. Comme il a été demandé au FMI et au forum de stabilité financière (FSF) de coopérer et d'élargir la fonction de ce dernier à des économies émergentes. Le FMI se voit renforcé dans son rôle de vigie, menant des programmes d'évaluation des systèmes financiers nationaux⁸⁸.

La crise financière et économique mondiale pour Damien Millet et Eric Toussaint souligne la faillite de la déréglementation des marchés financiers et de l'abandon du contrôle sur les mouvements de capitaux, prônés par le FMI. Ces deux auteurs insistent sur la recherche d'une nouvelle architecture internationale, basée sur le pacte international des droits économiques, sociaux et culturels et sur le droit au développement, ainsi il faut dissoudre sans attendre une institution internationale qui a conçu ses prêts comme un moyen de domination et la remplacé

⁸⁶ Il n'est pas clairement établi qu'elles contribuent à la stabilité financière internationale.

⁸⁷ Durant la crise mexicaine c'est le trésor américain qui a organisé l'opération de sauvetage, 48 milliards de dollars ont été mobilisés pour cela.

⁸⁸ Robin.J.P., 2008.

par une institution radicalement différente, centrée sur la satisfaction des besoins humains fondamentaux⁸⁹.

3- La proposition Krueger (FMI) :

La proposition Krueger (novembre, 2001) recommande de créer un mécanisme de restructuration juridictionnelle de la dette souveraine (MRDS) envers des créanciers privés, une sorte de procédure de faillite des états au niveau international, sur le modèle du droit de faillite aux Etats-Unis. Cette procédure se rapporte plus aux économies de marché émergentes qui ont emprunté sur les marchés internationaux de capitaux⁹⁰. De manière prévisible et ordonnée elle encourage les débiteurs et les créanciers à se mettre d'accord sur un dispositif de restructuration rapide. La conception d'un droit de faillite permettra de limiter dans le temps les conséquences d'un défaut de paiement et précise les droits et devoirs des créanciers et débiteurs, ainsi que les champs de responsabilité des juges.

L'avancée sera sur deux fronts, le premier consiste à utiliser plus systématiquement les clauses d'action collective (CAC) dans les contrats obligataires. Pour que les CAC contribuent efficacement à une restructuration globale, elles devraient être adaptées de manière à regrouper toutes les créances, y compris celles des banques. Mais le problème réside dans l'interprétation ou l'application uniforme de ces CAC du aux emprunts des pays émergents sur des marchés dépendant de juridictions différentes. En plus la législation nationale de certains des pays membres ne fonde pas clairement en droit la possibilité de modifier les droits des créanciers minoritaires sans leur consentement.

Le second front consiste à instaurer un système de règlementation qui doit permettre une restructuration plus rapide et plus ordonnée des dettes souveraines non viables en habilitant une majorité qualifiée ou renforcée de créanciers à prendre les décisions cruciales à cet effet, en concertation avec le débiteur. Cela se fera en créant une instance de règlement des différends entre le débiteur souverain et ses créanciers, d'une part, et entre les créanciers, d'autre part, qui aurait des attributions limitées mais spécifiques. Ce nouveau système doit accomplir trois choses :

-Mettre le débiteur à l'abri des poursuites des créanciers pendant qu'il négocie.

⁸⁹ Millet.D, Toussaint.E., 2009.

⁹⁰ Le problème de la dette des pays à faible revenu est traité dans le cadre de l'initiative en faveur des PPTE. Mais le MRDS pourrait concerner quelques pays admis à l'initiative PPTE qui ont une lourde dette envers des créanciers privé.

-Donner aux créanciers l'assurance que le débiteur négociera de bonne foi et mènera une politique propre à préserver la valeur des actifs et à promouvoir la croissance.

-Garantir que les nouveaux prêts privés ne seront pas restructurés. En prime, il faut avoir les moyens de valider les créances, de surveiller le vote et de régler les différends. Ce qui encouragera un règlement à l'amiable, sous couvert de la loi.

Mais l'administration américaine s'est prononcée pour une politique qui va à l'encontre de la proposition Krueger. Fin avril 2002, le G7 a adopté un plan d'action axé sur deux volets :

-d'une part, l'approbation d'une série de nouvelles dispositions relatives aux contrats de dette qui incluent des clauses d'action collective (CAC) ne s'appliquant qu'aux nouveaux contrats d'emprunt, de nature à faciliter la restructuration de la dette et les négociations associées, que les emprunteurs et les prêteurs adopteront sur une base volontaire. Il sera plus facile de parvenir à un accord sur la restructuration si les instruments de la dette incluaient des CAC.

-la poursuite des études portant sur différents aspects des propositions du FMI.

4- Limites des propositions du FMI :

Le FMI est compétent pour décider de l'insoutenabilité de la dette existante, de déterminer les paramètres sur lesquels des négociations puissent se fonder, mais n'aurait pas le pouvoir de déterminer le degré de réduction nécessaire pour la rendre supportable, puisque cela reviendrait à préjuger de l'issue des négociations.

En plus l'amendement dans une large mesure des statuts du FMI, dont l'ensemble constitue un traité liant les états membres n'est pas envisageable dans un proche avenir. Le MRDS implique un amendement aux statuts du FMI qui suppose 85% de voix favorable pour que celui-ci ait le pouvoir de rendre exécutoires les décisions du panel de juges. L'opposition des débiteurs aurait pu être atténuée si l'on avait prévu que le recours à la juridiction internationale ne du s'appliquer qu'aux PVD ayant préalablement ratifié l'amendement.

Jeremy Bulow a déclaré que le tribunal des faillites international va nécessiter d'importants abondons de souveraineté. Il a proposé la suppression de tout soutien du FMI sauf dans des cas strictement définis et a supposé l'assujettissement des crédits souverains internationaux au droit domestique de l'émetteur. Ces titres ne bénéficiant d'aucune garantie implicite de la part du FMI, seront restructurés par les autorités locales sans recours possible devant des tribunaux étrangers.

Le comité monétaire et financier international a admis qu'il n'était pas possible de procéder à une mise en place du MRDS et à demander une réflexion sur les questions qui se rapportent sur l'équité de traitement des créanciers, au renforcement de la transparence et de la diffusion de l'information financière, ainsi qu'à l'agrégation des créances qui préservent un intérêt d'ordre général pour la résolution ordonnée des crises financières⁹¹.

5- Nouveau cadre institutionnel :

Il semble essentiel de créer un dispositif institutionnel qui pourrait agir de manière efficace dans une crise de solvabilité lorsqu'une restructuration de la dette s'avèrerait nécessaire. Comme la création d'un nouvel organe de médiation indépendant du FMI destinée à coordonner les clubs de Paris, Londres à veiller aux échanges d'informations, il pourra vérifier la valeur des créances et entériner ou non un moratoire⁹². Portes et Cohen ont imaginé deux institutions indépendantes du FMI, un comité permanent ou club de New York pour faciliter le déroulement ordonné des restructurations et un organisme de coordination de ce club avec ceux de Paris et de Londres, assurant la cohérence de leurs décisions.

5-1- Clauses d'action collective :

L'idée est l'introduction dans les contrats obligataires, voire dans tous les instruments de prêts bancaires, une série de clauses qui favoriseraient des restructurations ordonnées des dettes internationales. Au lieu de la succession chaotique des défaillances que nous observons à l'heure actuelle comme en Argentine.

Ces clauses permettraient une période de gel des paiements et des recours en justice, détaillant les modalités des négociations, elles se composent de :

-Une clause permettant de modifier, à la majorité qualifiée, les termes de la dette (y compris les montants et les échéances)

-Une clause de partage, qui impose une répartition au prorata entre les créanciers obligataires, de tout paiement reçu par l'un d'entre eux.

-Une clause de non-accélération, afin d'éviter que le non-respect d'une échéance de paiement n'oblige le débiteur à un remboursement intégral et anticipé de sa dette.

⁹¹ Sommet du G7/G8, 12 avril 2003.

⁹² Eichengreen.B, Portes.R., 1995.

La généralisation des clauses d'action collective pourrait être favorisée par une décision conjointe des organismes nationaux de régulation des marchés des grands pays qui l'imposeraient sur le marché. Mais il subsiste l'obstacle que la dette des PVD n'est pas systématiquement négociée sur les grands marchés.

Pour que les CAC atteignent leur efficacité maximum, elles devraient avoir une portée universelle en passant outre l'opposition de certains opérateurs et emprunteurs qui considèrent d'ordinaire qu'ils bénéficieraient de conditions moins favorables en cas de recours à ces clauses⁹³. Ces dernières limitent la possibilité pour les créanciers dissidents de bloquer un dispositif de restructuration d'une émission obligataire spécifique qui est largement appuyé.

Les représentants des principaux investisseurs internationaux s'exprimant avec le soutien de l'institute of international finance ont reconnu récemment que le recours aux CAC dans les contrats obligataires peut aider la restructuration de la dette. En étant une solution moins néfaste que les autres propositions avancées par le fonds. En plus les intervenants de marché ont confirmé que l'inclusion de clauses d'action collective n'a pas modifié la valorisation des obligations souveraines internationales, contrairement à ce que l'on avait craint initialement.

A la fin de 2002, les obligations souveraines internationales assorties de CAC émises par les pays émergents représentaient 30%. Le Mexique a procédé à deux émissions avec succès, régies par le droit new-yorkais et assorties de clauses de restructuration et d'exécution à la majorité. En 2003, l'Afrique du sud, la Corée, le Brésil ont émis de nouveaux instruments obligataires assortis de CAC, sous le régime de droit new-yorkais et des CAC étaient incluses dans les nouvelles obligations émises par l'Uruguay, à la suite de son opération d'échange de dettes⁹⁴.

La part de l'encours d'obligations comportant une CAC a augmenté pour atteindre 60% à fin février 2006. Nous assistons à une transition progressive vers une situation dans laquelle l'ensemble des obligations inclura de telles clauses⁹⁵.

5-2- Distinction entre MRDS et CAC :

Le MRDS est une formule plus complète que les CAC parce qu'il concerne l'ensemble du stock existant de la dette, y compris les instruments qui ne prévoient pas explicitement une

⁹³ Cohen, D, portes. R., 2003.

⁹⁴ FMI., 2003.

⁹⁵ BCE, 14 juin 2006.

action collective. Il permettrait à une majorité qualifiée de créanciers d'approuver de nouveaux crédits qui pourraient aider à limiter les perturbations économiques pendant le processus de restructuration, les CAC n'offrent pas cette possibilité. Dans le cadre du MRDS, un vote unique permettrait de restructurer de multiples titres de dette en agrégeant les voix des créanciers détenant les titres de dette concernés et le processus impartial de règlement des différends protégera les créanciers contre la fraude.

5-3- Les moratoires :

En l'absence d'un amendement de ses statuts, le FMI n'est pas fondé à déclarer une cessation des paiements qui gèlerait tout recours en justice des créanciers. Mais il a la possibilité de justifié le gel des paiements et de conseiller le pays sur la meilleure méthode pour mettre en œuvre un moratoire.

L'alternative à un moratoire classique consisterait à introduire des options de renouvellement dans les instruments de dette (UDROP, universal debt rollover option with penalty). Dans ce cadre, tous les contrats de dettes libellés en devises autoriseraient l'emprunteur à reporter le remboursement de sa dette, moyennant le paiement d'un intérêt de pénalité, fixé à l'avance, en cas de crise de liquidité. Cette proposition est faite par Buitter et Siebert (1999) pour une amélioration des techniques financières⁹⁶. Après des modifications ont été suggérées dans le contrat (Kenen, 2001) comme par exemple la possibilité d'une déclaration de la banque centrale du débiteur d'une pénurie de liquidités avant que le débiteur ne fasse jouer la clause de l'UDROP.

6- Une proposition américaine (la commission Meltzer) :

Faite pour une réduction du rôle des institutions financières internationales. A la suite de la crise asiatique de 1997, le congrès américain s'est inquiété de la fréquence, de la gravité et du coût croissant des crises financières, de la fragilité du système monétaire international et de l'inefficacité des banques de développement.

⁹⁶ Raffinot.M., 2008.

Dans son rapport publié en mars 2000, la commission bipartite américaine dirigée par Meltzer Allan⁹⁷ concluait que la situation des pays les plus pauvres avait continué de se détériorer en dépit de l'augmentation continue des prêts.

Elle plaidait en faveur d'une profonde réorganisation de FMI, de la banque mondiale et des banques régionales de développement. Suggérant de recentrer les activités du FMI sur le rôle de prêteur en dernier ressort⁹⁸, sur la base de prêts à court terme et à taux d'intérêt élevé, de pénalité supérieure à celui qu'offrent les marchés financiers, réservés à des pays aux finances saines, ayant réunis certaines pré-conditions destinées à rétablir la stabilité financière. La pratique actuelle d'octroi de prêts à moyen et long terme pour la lutte contre la pauvreté doit cesser, ce qui implique la suppression des facilités correspondantes. Les pays ayant un PIB par habitant inférieur à 4000 dollars bénéficient d'un soutien du fonds avec un désengagement progressif à partir de 2500 dollars. La catégorie éligible aux prêts du FMI est constituée de pays émergents ayant déjà assez largement accès aux marchés. Dans le cadre de la surveillance, il doit se limiter aux conseils sans imposer de conditionnalités et se concentrer sur la surveillance des pays non-membres de l'OCDE.

La banque mondiale devrait décentraliser son action au profit des banques régionales de développement, en servant de relais pour l'assistance technique, sauf en Afrique et ne jouer aucun rôle en cas de crise financière, jusqu'à ce que la banque africaine de développement soit prête à prendre ses responsabilités. Les agences de développement ne doivent concerter en aucun cas, des prêts lors de crises financières. Leur aide et réorienter vers les pays les plus pauvres n'ayant pas accès aux capitaux du secteur privé.

Le rapport préconise que les Etats Unis augmente leur soutien aux programmes de lutte contre la pauvreté. Actuellement les six dollars par tête qui y sont consacrés sont insuffisants pour financer des programmes efficaces. Cette commission demande que les créateurs bilatéraux et multilatéraux effacent toutes les créances sur ces pays, en commençant par ceux qui tentent d'introduire de bonnes politiques économiques.

7- Les nouveaux créanciers :

Le fort développement des pays émergent favorise l'apparition d'une classe moyenne dont l'important niveau d'épargne finance les dettes des pays du nord.

⁹⁷ Membre du conseil de la politique économique du président des États-Unis

⁹⁸ Au près des pays émergents et en cas de crise.

Les populations plus jeunes du sud épargnent davantage que celles plus âgées du nord et transfèrent ces excédents à l'étranger tant que le niveau de développement ne permet pas de les réinjecter dans le circuit économique domestique.

Les excédents dégagés par les pays émergents ont fait le principal prêteur de la planète, mais les populations de ces pays sont loin d'en être les premiers bénéficiaires⁹⁹.

L'excédent d'épargne dégagé par les économies d'Asie et du Moyen-Orient a été tellement important que leurs systèmes financiers n'ont pu l'absorber, et le prêtant ainsi aux pays développés¹⁰⁰ sans oublier les pays en voie de développement.

Au cours des dernières années de nouveaux acteurs ont fait leur apparition en tant que pourvoyeurs de capitaux, il s'agit de la Chine, les fonds souverains, et la Banque du Sud. Mais constituent-ils des alternatives ?

Depuis 2004, l'augmentation importante du prix des produits de base a triplé les réserves de change d'une majorité de PVD.

En juin 2008, la Chine à elle seule détenait l'équivalent de 1700 milliards de dollars. Certains pays les ont utilisées en partie pour rembourser de manière anticipée la Banque mondiale, le FMI et le Club de Paris, réduisant ainsi la dépendance à leur égard.

7-1- La Chine :

Les prêts accordés par la Chine au PVD constituent une alternative moins coûteuse et dépourvue des conditionnalités imposées par les institutions de Bretton Woods, mais cela ne résout pas la forte croissance de leur endettement extérieur.

En contrepartie la Chine investit massivement dans les pays disposant des richesses naturelles qui lui manquent et les populations ne sont pas plus associées qu'avant aux bénéfices de ces exportations.

⁹⁹ Léopold Joven., la planète des créanciers, alternatives économiques, hors-série n° 91, 2011.

¹⁰⁰ La dette privée des pays les plus riches représente 88% de leur produit intérieur brut, ce chiffre est de 20% dans les pays les moins aisés.

La chine n'est pas adepte de dons pour libérer le développement dans les pays où elle investit. Elle envoie des travailleurs dans ces pays ou ils prennent en charge les travaux d'infrastructures sans y associer les ouvriers locaux.

7-2- Les fonds souverains :

Certains PVD ont créé des fonds souverains de richesse nationale afin de placer une partie de leurs réserves de change. Les fonds les plus importants sont ceux de l'émirat d'Abu Dhabi, du Koweït, de la Chine, de Singapour, et de la Russie.

Les fonds souverains constituent une source publique d'apports de capital à des entreprises locales qui concurrencent la société financières internationale, l'agence de la banque mondiale chargée de faire des prêts, en plus des apports de capitaux aux entreprises privées du sud.

Ils servent aussi aux PVD concernés à financer les rachats d'entreprises dans les pays les plus industrialisés. Ils devraient constituer de puissants leviers pour la mise en place de politiques de renforcement du secteur public.

Lors de la crise et entre Aout 2007 et Juillet 2008, les fonds souverains ont apporté plus de 90 milliards de dollars au capital de grands organismes financiers privés.

7-3- Des initiatives nouvelles en Amérique latine et dans la Caraïbe (petrocaribe, l'Alba, et la banque du sud) :

Grace à la création de petrocaribe par le Venezuela et une quinzaine de pays de la région. Caracas vend son pétrole à un prix inférieur à celui du marché mondial et passe des accords pour financer des projets destinés à améliorer les capacités de raffinage des pays qui ont le plus besoin.

Ensuite vient l'accord de l'Alba¹⁰¹, lancé conjointement par le Venezuela, Cuba, la Bolivie et le Nicaragua qui est basé sur la manne pétrolière vénézuélienne et fonctionne en partie sous forme de troc, des pays non membres de l'Alba peuvent en bénéficier également¹⁰².

¹⁰¹ De même une banque d'Alba est entrée en activité en 2008.

¹⁰² Plus de 20000 médecins cubains fournissent des services de santé gratuits à la population vénézuélienne en échange du pétrole de ce pays.

Et enfin la création de la banque du sud par l'Argentine, la Bolivie, le Brésil, l'Équateur, le Paraguay, l'Uruguay et le Venezuela à Buenos aires. Mais cette initiative ne change pas les règles du jeu puisque plusieurs pays membres de la banque du sud prêtent aux Etats Unis.

Il faut aussi mentionner, parmi les initiatives nouvelles la reprise par le Venezuela, la Bolivie et l'équateur du contrôle sur certaines de leurs ressources naturelles.

Conclusion chapitre 2 :

Jusqu'aux années 1980, les prêts étaient essentiellement des lignes de crédits ouvertes par les banques. Le défaut du Mexique en 1982 puis des autres PVD a abouti à une crise de dette publique (souveraine).

Pour la résolution de cette crise les banques créancières se dégagèrent en titrisant les crédits concernées afin de les revendre sur le marché secondaire avec décote et ce fut la transition d'un financement bancaire à un financement de marché.

Les banques acceptaient de ne plus être remboursées d'une partie de leurs créances (en moyenne 35%). Le reste était transformé en obligations publiques des états débiteurs dont le remboursement était garanti par le trésor américain.

Mais au cours des deux dernières décennies on a assisté à des défauts de paiements d'états endettés comme par exemple : le Mexique (1995), le Brésil (1998 et 2002), la Russie (1998), l'équateur (1999), l'Ukraine (2000), l'Argentine (2001), le Nigeria (2002) et l'Islande (2008), la Grèce ...

La répudiation est la première solution pour régler la crise de la dette. Un état déclare le non-paiement de ce qu'il doit, mais cette possibilité est doublement limitée.

En premier par des mesures de rétorsion, commerciales ou judiciaires, auxquelles le gouvernement débiteur risque d'être soumis de la part des autres états créanciers ou des états défendant l'intérêt de leurs résidents. Il peut s'agir de réduction d'exportation et le manque d'accès aux crédits.

En second lieu, un placement des émissions d'emprunts à l'étranger est associé à l'engagement de l'émetteur à accorder certaines garanties aux souscripteurs de titres. Les titres émis sont le plus souvent couverts par des clauses d'action collective.

Un détenteur de titres d'emprunt peut convoquer une assemblée des détenteurs qui peuvent arrêter des décisions qui engagent l'ensemble s'ils détiennent au moins les trois quarts du capital prêté. Il n'est plus nécessaire d'obtenir l'unanimité des créanciers, ni de passer par le fonds monétaire international.

La deuxième solution est la restructuration, qu'est facilité du passage par le financement bancaire à un financement par émission de titres. C'est une réduction du principal de la dette ou des taux d'intérêt, ou les deux à la fois et étaler dans le temps les remboursements. Elle implique

d'ouvrir des négociations avec les créanciers lorsqu'un pays menace de faire défaut.

Mais cette solution peut encourager les nouveaux souscripteurs à exiger des taux d'intérêts plus élevés que leurs prédécesseurs pour couvrir le risque d'avoir subi une perte comme eux sinon l'état sera contraint à une austérité forcée, s'il ne veut pas payer des taux d'intérêt prohibitifs.

Un rééchelonnement signifie seulement un étalement dans le temps sans allègement du montant dû, une restructuration va plus loin, puisqu'elle réduit le montant de la dette à rembourser.

Même accompagnée d'une sensible réduction du montant dû, la restructuration demeure une opération coûteuse pour le pays concerné. Son accès au crédit incorpore une prime de risque d'autant plus élevée que la restructuration a été plus ample.

Dans l'immédiat, le poids de la dette est réduit, mais sur le long terme, le coût de l'endettement nouveau est, lui, plus ou moins fortement accru.

Cependant ce qu'il faut retenir, c'est que pour qu'un surendettement massif ne se reproduise pas, il faut limiter au maximum le recours à l'endettement qui doit être en même temps raisonnable, dans un cadre acceptable avec le recours à des financements alternatifs pour un développement socialement juste et écologiquement durable.

Bien que les PVD aient réduit leur dette extérieure, ils ne sont pas sortis de l'endettement car ils ont très fortement augmenté la dette intérieure publique et la dette externe des entreprises privées a également augmenté.

Chapitre 3 : Evolution et stabilisation de la dette extérieure algérienne

Introduction

Pour l'Algérie s'endetter de l'extérieur consistait en une offre additionnelle de capitaux qui permettait à l'économie d'investir davantage finançant une croissance de production intérieures plus rapide.

Mais par son poids elle est révélatrice des déficits structurels de l'économie. Mobilisée à l'origine pour pallier l'insuffisance de l'épargne interne, elle s'est transformée par les mécanismes qu'elle induit dans sa prise en charge en véritable frein de développement.

Après 1986, l'Algérie a éprouvé des difficultés d'accès aux marchés financiers internationaux a cause de la détérioration de sa solvabilité et la chute du prix du pétrole.

Le resserrement du service de la dette oblige le pays à entreprendre une politique d'austérité afin d'éviter le rééchelonnement qui est finalement accepté en 1994. Le ratio du service de la dette est ramené à 47.1% au lieu de 96% si cet accord n'était pas intervenu.

Malgré la réduction du stock de la dette grâce à l'augmentation du prix des hydrocarbures, les variations des taux de change des monnaies d'endettement ont rendu sa gestion difficile d'où la recherche d'une gestion plus active.

L'Algérie a toujours accès aux marchés financiers des capitaux et demeure exposée à une situation changeante en matière d'équilibres extérieurs sous l'effet de la dette extérieure.

Section 1 : Dette extérieure de l'Algérie de l'indépendance à 2004

Après l'indépendance, l'Algérie a contracté des prêts de nature commerciale puis des emprunts bon marché sur les marchés internationaux de capitaux. Mais la hausse des taux d'intérêt réels, l'incertitude des taux de change, la baisse des prix des produits primaires, les déséquilibres commerciaux, l'insuffisance de diversification des exportations, la très forte dépendance aux importations, etc, durant la première moitié de la décennie 80 ont débouché sur une crise d'endettement et une difficulté du pays à rembourser sa dette extérieure.

Pour éviter le rééchelonnement l'Algérie a opté pour des réformes et un reprofilage. Mais devant un service de dette élevé, le rééchelonnement s'est imposé comme solution inévitable.

1- Endettement extérieur de l'Algérie dans les années 60 et 70:

Dans les années soixante, l'endettement extérieur de l'Algérie comportait les crédits de l'organisme français de coopération industrielle et au début des années soixante dix on a ajouté les prêts gouvernementaux de pays de l'est, et un prêt du fonds koweïtien de développement économique et social. En 1971, le stock de la dette extérieure était de 3335 millions de dollars US.

En général ces prêts étaient de nature commerciale fournis par les pays fournisseurs d'équipement et services dans le cadre de projets industriels.

En 1974, le premier emprunt est mobilisé sur le marché international des capitaux. Pour les besoins d'investissement les mobilisations de crédits extérieurs augmentent en 1975-1976. Le stock de la dette a atteint 9.5 milliards de dollars en 1976. Il croît d'un milliard de dollar en 1977 et de près de 2 milliards de dollars en 1978.

Avec le lancement du plan de valorisation des hydrocarbures pour l'intensification des exportations d'hydrocarbures, le flux net de ressources en principal reçues de l'étranger, a atteint 3.8 milliards de dollars et le stock a dépassé 15 milliards de dollars. En 1979 le recours aux crédits extérieurs diminue grâce à l'abandon partiel du plan de valorisation des hydrocarbures et de l'augmentation des recettes d'exportations des hydrocarbures. Malgré cela le stock de la dette a dépassé les 19 milliards de dollars.

En 1980, le pays mobilise 3.4 milliards de dollars de crédits malgré l'augmentation des recettes extérieures¹⁰³ et le surcroît des crédits se retrouve dans les réserves de change.

De 1979 à 1985, l'Algérie a subi un transfert de richesses au profit des pays créanciers de fait de la chute des hydrocarbures¹⁰⁴, et la diminution des prix du brut entre 1981 et 1984 a fait perdre à l'Algérie 4.8 milliards de dollars. Elle enregistre une ponction au titre des intérêts sur ses recettes d'exportation qui se situe entre 10% à 11% de 1979 à 1985.

L'Algérie a supporté contre sa volonté l'instabilité des prix des hydrocarbures et celle des taux d'intérêts. En 1985, s'y ajoute l'effet du taux de change.

2- Augmentation de la dette extérieure (1986-1991) :

Entre 1984 et 1986 le stock de dette extérieure a augmenté de 7 milliards de dollars du fait que le dollar avait perdu depuis le début 1985 près de la moitié de son pouvoir d'achat, en plus de financement libellés en yen et en deutschemark.

La forte chute du prix du brut en 1986 se traduit par une baisse des recettes extérieures de plus de 5.6 milliards de dollars et une diminution des réserves de change de plus d'un milliard de dollars.

De 1986 à 1989, les recettes d'exportation fluctuent à l'intérieur de la fourchette 8.5-10.5 milliards de dollars après avoir dépassé les 15 milliards en 1981 et 14.7 milliards en 1985.

L'Algérie mobilise des crédits d'une durée qui n'excède pas les 18 mois pour financer ces importations et pour ne pas entamer ses réserves de change déjà faible ; malgré la réticence des banques internationales à lui accorder des prêts.

A la fin des années quatre vingt les crédits extérieurs approchent les 7 milliards de dollars. Dès l'année 1988, il y a une accélération des remboursements en principal. Le stock de la dette passe de 18.4 à 28.6 milliards de dollars de 1985 à 1989, et le service de la dette augmente plus vite que le stock.

Le pays perd une bonne partie de ses réserves, ils ne représentent plus que le quart du niveau atteint en 1981. De plus il a pénalisé son appareil productif en s'endettant pour l'importation des produits alimentaires.

¹⁰³ Sous l'effet du redémarrage de la demande mondiale suite au premier choc pétrolier, le prix du pétrole est multiplié par 2,7 entre la mi-1978 et 1981.

¹⁰⁴ Face à la baisse de la demande, les prix repartent à la baisse au printemps 1981.

3- Le reprofilage (1991-1992) :

Le poids de la dette étouffe le pays qui consacre en 1991 près de 21% de son PNB au service de sa dette. Il ne peut plus assurer sa liquidité extérieure et refuse le recours au rééchelonnement. Il demande à l'Italie et au crédit lyonnais le reprofilage de 2.352 milliards de dollars.

Du côté italien, c'est l'état qui supporte le coût auprès des banques italiennes. Elle réclame des garanties pour le paiement des échéances sur les prêts reprofilés. Quant au crédit lyonnais, il a besoin de monter une opération à laquelle il invite un certain nombre de banques créancières de l'Algérie. Cette opération qui est difficilement acceptable pour les créanciers fait un mauvais effet sur le marché pour un pays qui prétendait une simple crise de liquidité.

Le stock de dette a augmenté de 1985 à 1992 de 6.185 milliards de dollars du fait des variations du cours du dollar. Et la diminution du stock de dette en 1992 par rapport à 1991 s'explique en totalité par l'effet taux de change du dollar.

En dépit de cette double démarche, le service de la dette représente en 1993 encore 18.9% de son PNB.

4- Le rééchelonnement (1994) :

La crise de la dette de la fin de la décennie 1980 et du début 1990 qui déboucha en 1994 sur son rééchelonnement avait amené l'Algérie à fixer des objectifs prioritaires, ceux de rétablir les équilibres macro financiers, accumuler le maximum de ressources financières pour rembourser la dette extérieure et protéger le pays d'une autre crise de la dette.

Le rééchelonnement s'est adossé à un programme d'ajustement structurel mis en accord et avec la surveillance du FMI. Le pays accède aux crédits multilatéraux moyennant des conditionnalités croisées.

Le plan d'ajustement structurel pour l'Algérie a occasionné un important relèvement des taux d'intérêt à une forte dévaluation qui a asphyxié les entreprises ayant des dettes extérieures.

Le niveau de dévaluation, qui s'est ajouté à celle de 1991 et à la gestion flexible du taux de change depuis 1986, ne pouvait stimuler la compétitivité de l'appareil de production national, et la relance de l'activité économique dépend de la pression qui s'exerce sur la balance des paiements.

Le report d'échéances en principal et de certains intérêts entraîne le gonflement du stock de

la dette. Le flux net en principal est de 0.3 milliard de dollar en 1997, et les recettes nettes du service de la dette n'ont cessé d'augmenter en 1997, ils étaient de 9.5 milliards de dollars.

La maturité moyenne de la dette est allongée. Elle est passée de 3.7 ans en 1993 à 15.9 ans en 1996. Mais le fonctionnement de l'économie est toujours contraint par les d'équilibres extérieurs.

4-1- La persistance d'un service de dette préoccupant :

Au long de la décennie 80 et 90, l'Algérie a continué à emprunter pour payer les crédits. Les nouveaux emprunts n'ont pas suffi à payer les intérêts et rembourser le principal en plus d'un transfert net vers l'extérieur. En 1990, ils ont atteint 2.9 milliards de dollars.

Le rééchelonnement n'a pas effacé la dette extérieure, il a permis seulement de réduire de moitié le service de la dette et de prolonger le temps du paiement de la dette. C'est simplement un étalement des échéances en matière d'intérêts et de principal.

Jusqu'à 2006, l'Algérie a versé chaque année entre 3 et 4 milliards de dollars un montant proche de celui versé en 1980.

4-2- Surendettement de l'Algérie :

Le cout d'arrêt donné en Algérie début 1980 aux investissements comme celles des PME, le financement d'une consommation « débridé » et Les gaspillages provenant d'investissements peu rentables ont crée les conditions d'un surendettement dangereux. Sans oublier la difficulté de la gestion de la dette après la chute des prix des hydrocarbures en 1986.

Pensant que la chute des prix des hydrocarbures était de courte durée, l'Algérie a opté pour des réformes et un reprofilage avec des financements externes de plus en plus couteux qui s'avèrent inefficace, avec l'existence des déséquilibres financiers.

Le pays c'est trouvé en situation de quasi-cessation de paiement en 1994 avec un service de dette de 114% ; le rééchelonnement s'impose comme solution.

L'opération s'est déroulée de la manière suivante :

Un plan de « stand by » (avril 94 - mars 95) impliquant le respect de conditionnalités suivis d'un programme d'ajustement structurel basé sur un protocole de financement élargi de avril 95 a mars 98.

Cela a permis le rééchelonnement de 16 milliards de dollars grâce a la négociation de la dette privée avec le club de Londres et de deux négociations de la dette publique avec le

club de Paris. En plus de la mobilisation de 2.6 milliards de dollars provenant des institutions de Bretton Woods.

5- L'origine de la dette algérienne :

La dette algérienne qui était de 940 millions de dollars a atteint en 1980, 19.365 milliard de dollar a cause de la période d'industrialisation et de développement. Puis elle passe à 27.858 milliards de dollars en 1990.

En même temps le ratio du service de la dette sur les exportations est passé de 27.3 à 63.9. Puis il est passé à 76.9 en 1993 et 47.1 en 1994 après rééchelonnement, il y 'a diminution de ce ratio pendant les trois années suivante puis une augmentation de 47.5% en 1998.

L'Endettement de l'Algérie est causé essentiellement par deux éléments :

- le faible prix de l'énergie.
- l'achat massif de bien d'équipement et de consommation notamment alimentaire.

L'augmentation de la dette après rééchelonnement de 26 milliards de dollars en 1994 à 31.600 milliards de dollars en 1995 est du a l'accès a des financements provenant en partie des institutions de Bretton Woods. Par contre le ratio de service de la dette sur les exportations est passé de 47.1 à 38.8.

La durée moyenne d'exigibilité de la dette algérienne a été étalée d'une moyenne de 3 ans avant rééchelonnement à sept ans après rééchelonnement.

Depuis les années 90 la tendance observée reste à l'augmentation des flux générateurs de dette, sur 3 milliards de flux nets sur la période de 1983 à 1998, 76.7% des capitaux proviennent des emprunts, 20% des dons publics et 0% d'investissements étrangers hors hydrocarbure.

La conjugaison d'une remise tardive des mécanismes d'assurance des exportations par les organismes européens concernés (Coface France..) et l'augmentation des taux d'intérêts qu'ils continuent de pratiquer en 1996, aggrave l'endettement du pays.

Pour l'Algérie, la sortie de la spirale du surendettement élargi à l'origine de la période couverte par l'accord de financement élargi (mars 1998) n'a pas été assurée.

Afin d'éviter le surendettement, il fallait alléger la dette existence, et mettre l'action sur les éléments structurels de reconstitution de l'endettement comme par exemple : La diminution de la facture alimentaire par la promotion de l'agriculture et des industries agro-alimentaires et le

développement des exportations hors hydrocarbures...

À la fin de 1998, l'Algérie se retrouve avec un taux de service de la dette de 48% dont le niveau se maintiendra encore pour les années 1999 et 2000.

6- Facteurs aggravant la situation de l'Algérie :

Un pays qui destine sa dette à l'investissement doit planifier son endettement en fonction de la capacité de ses exportations futures à faire face aux importations de biens et services ainsi qu'au service de la dette.

A savoir que la principale source d'exportation est procurée par les matières premières qui sont instable. C'est par rapport aux recettes d'exportations des matières premières qu'il faut indexer le service de la dette.

Durant les années 70, l'Algérie a été caractérisée comme une économie orientée vers l'investissement. Pour les réaliser, il y'a une forte pression sur la demande d'importation de biens d'équipement ainsi que l'importation de biens de consommation.

Pour satisfaire cette demande d'importation l'Algérie a profité de la situation favorable des marchés pétroliers et des marchés financiers pour financer les importations par endettement extérieur et par les exportations d'hydrocarbures.

Par exemple entre 1972 et 1973 lorsque les exportations de biens et services sont passées de 1.3 milliards de dollars à 2.1 milliards de dollars, les importations de biens et services sont passé de 1.7 milliards de dollars à 2.7 milliards de dollars et les décaissements sur les crédits extérieurs sont passés de 0.4 milliards de dollar à 1.6 milliards de dollars.

Le stock de la dette est passé de 0.95 milliards de dollars en 1970 à 17 milliards de dollars en 1980 et le service de la dette est passé de 0.05 milliard de dollar en 1970 à 3.9 milliards de dollars en 1980. Cela a eu des effets sur l'économie algérienne dans les années 80 et 90.

Grace à l'érosion de la dette par l'inflation mondiale, la dette peut être avantageuse, cela peut se voir par l'existence d'un taux d'intérêt réel négatif dans le reste du monde.

L'évolution favorable de la parité du dollar américain de 5 ff/us\$ à 10 ff/us\$ a fait passé le stock de la dette extérieure de 17 milliards de dollars en 1980 à 14 milliards de dollar en 1984, une illusion d'un désendettement qui va être dissipé par la chute des recettes d'exportations en 1986, qui sont passé de 12.7 milliards de dollar en 1985 à 7.9 milliards de dollars en 1986.

Ajoutant à cela deux autres facteurs qui ont aggravé la situation de l'Algérie :

- le premier est la variation des taux de changes, 80% de l'augmentation du stock de la dette extérieure entre 1986 et 1990 s'explique par la dépréciation du dollar américain par rapport aux autres monnaies. 90% des entrées étaient effectuées en dollars alors que les dépenses étaient payées dans les autres monnaies.

- le deuxième est l'augmentation des taux d'intérêt réels positifs.

- quant au troisième est la difficulté d'accès au financement extérieur des banques commerciales.

L'effet de valorisation, effet de la dépréciation du dollar américain par rapport aux autres monnaies d'endettement explique en grande partie l'augmentation de l'encours de la dette extérieure entre 1984 et 1989.

Sur les 9476 millions de dollars d'augmentation de 1984 à 1989, 7264 millions de dollars sont dus à l'effet de valorisation.

Tableau n° 1 : explication de l'augmentation de la dette¹⁰⁵

En millions de dollars

Années	Encours	Variations	Décaissements nets¹⁰⁶	Effet de valorisation¹⁰⁷
1984	14133		567	
1985	16398	+2265	484	+1781
1986	19644	+3246	960	+2286
1987	23432	+3788	735	+3053
1988	23452	+20	143	-123
1989	23609	+157	-197	+354

¹⁰⁵ CNES., 2000.

¹⁰⁶ Décaissements nets = décaissements – remboursement du principal sur l'année.

¹⁰⁷ L'effet de valorisation au cours d'une année est égal au changement dans l'encours de la dette ; entre le début et la fin de l'année, moins les décaissements nets au cours de cette année.

Dans les années 90 de 91 à 93, l'économie a continué à subir le fardeau du service de la dette extérieure.

7- Evolution de l'encours de la dette extérieure (1994-2004) :

La dette extérieure de l'Algérie a augmenté de 29.486 milliards de dollars en 1994 à 33.230 milliards de dollars en 1996. Puis il ya eu une tendance à la baisse de l'encours de la dette extérieure qui s'est poursuivi jusqu'à 2004.

Avec une stabilisation en 2002 et une légère augmentation en 2003, puis une baisse en 2004 de 1.532 milliards de dollars.

Tableau n° 2 : évolution de l'encours de la dette extérieure (1994-2004) :

Au 31 décembre- (en milliards de dollars)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Dette à moyen et long terme	28.850	31.317	33.230	31.060	30.261	28.140
Dette à court terme	0.636	0.256	0.421	0.162	0.212	0.175
Total	29.486	31.573	33.651	31.222	30.473	28.315
	2000	2001	2002	2003	2004	
Dette à moyen et long terme	25.088	22.311	22.540	23.203	21.411	
Dette à court terme	0.173	0.260	0.102	0.150	0.410	
Total	25.261	22.571	22.642	23.353	21.821	

Cette augmentation de 2002 à 2003 de 22.642 à 23.353 milliards de dollars et du à l'effet de valorisation inhérent à la dépréciation du dollar par rapport au autres devises et à la mobilisation d'emprunts contractés par des entreprises à capitaux étrangers et non garantis par

l'état. Les principales devises composant la dette extérieure restent le dollar (39%), l'euro (35%) et le yen (12%). L'Europe a une part de 65% et l'Amérique du nord 14%¹⁰⁸.

En 2003, le ratio de service de la dette/exportations est tombé à 17.7% contre 21.7% en 2002 et 47.7% en 1998, confirmant le caractère soutenable de la dette extérieure et l'évolution du ratio de l'endettement extérieure montre la viabilité accrue de la dette extérieure, devenue soutenable depuis 2000. L'effet de valorisation de l'encours de la dette extérieure moyen et long terme résultant de la baisse de la valeur du dollar par rapport à l'euro et aux autres devises composant la dette extérieure est évalué à 0.944 milliard de dollar pour l'année 2004.

7-1- Evolution des indicateurs d'endettement :

La durée moyenne du remboursement qui était de 3.2 années en 1994, a connu un étalement et s'établit à près de 7 années en moyenne en (2004 ou 2003)

Depuis 1994 jusqu'à 2004, le ratio dette/PIB a diminué de 69.9% en 1994 à 26.4% en 2004.

Le ratio dette/exportations de biens et services a enregistré une baisse de 1994 à 2004 sauf entre 1997 et 1998 où il a augmenté de 2.12 à 2.80. Il était de 3.07 en 1994, et 0.6 en 2004.

Le ratio service de la dette/exportations de biens et services, a lui aussi baissé de 1994 à 2004 de 47.1% à 12.6% sauf de 1997 à 1998 où il a augmenté de 30.3% à 47.5%.

¹⁰⁸ Media Bank., novembre 2004.

Tableau n° 3 : évolution des indicateurs d'endettement¹⁰⁹

	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Encours de la dette en % du PIB	69.9	76.1	73.5	66.4	64.8	58.9
Encours de la dette/recettes d'exportation de B & S	3.07	2.85	2.43	2.12	2.80	2.15
Services de la dette en % des exportations de B & S	47.1	38.8	30.9	30.3	47.5	39.05
	2000	2001	2002	2003	2004	
Encours de la dette en % du PIB	47.23	41.92	42.05	35.03	26.4	
Encours de la dette/recettes d'exportation de B & S	1.11	1.12	1.18	0.94	0.6	
Services de la dette en % des exportations de B & S	19.80	22.21	21.68	17.7	12.6	

¹⁰⁹ Media Bank n° 76., février/mars 2005.

Tableau n° 4 : évolution de la structure de l'encours de la dette à moyen et long terme par type de crédits¹¹⁰

Au 31 décembre- en milliards de dollars E.U

	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Crédit multilatéraux	4.006	4.735	6.088	5.819	6.009	6.431
Emissions obligataires	0.347	0	0	0	0	0
Crédits bilatéraux	15.212	14.046	12.418	9.719	8.097	6.714
Crédits financiers	3.890	2.851	1.746	1.086	0.735	0.341
Crédit comm.non assurés	0.755	0.397	0.260	0.222	0.194	0.199
Crédits de rééchelonnement	4.640	9.288	12.707	14.204	15.226	14.455
Total dette à M.L. terme	28.850	31.317	33.219	31.050	30.261	28.140
	2000	2001	2002	2003	2004	
Crédit multilatéraux	6.041	5.420	5.010	5.029	4.227	
Emissions obligataires	0	0	0	0	0	
Crédits bilatéraux	5.491	4.622	4.920	5.265	5.212	
Crédits financiers	0.063	0	0.297	0.438	0.508	

¹¹⁰ Media Bank n° 76., février/mars 2005.

Crédit comm.non assurés	0.168	0.130	0.125	0.227	0.094	
Crédits de rééchelonnement	13.325	12.139	12.188	12.244	11.370	
Total dette à M.L. terme	25.088	22.311	22.540	23.203	21.411	

On constate :

- Une stabilité depuis 2001 de la part des crédits de rééchelonnement qui représente plus de la moitié en 2004, soit 53.1% de la dette extérieure à moyen et long terme ; le plus grand pourcentage par rapport aux autres crédits.

- Une augmentation des crédits multilatéraux de 1994 à 2001 en pourcentage de la dette à moyen et long terme, puis une diminution jusqu'à 2004.

- La régression des crédits financiers de 1994 à 2001 puis la reprise depuis 2002. Ils représentent en 2004, 2.4% de l'encours de la dette extérieure à moyen et long terme, alors qu'ils représentaient 0% en 2001.

- Une baisse de la part des crédits commerciaux non assurés, qui passe de 1% en 2003 à 0.5% en 2004.

- Une diminution des crédits bilatéraux de 1994 à 2001 puis une légère reprise en 2002, ils étaient de 52.7% en 1994 et 24.3% en 2004. En 1994, ils ont représenté la plus grande part des crédits.

7-2- Evolution du service de la dette :

Durant les trois années qui ont précédé le rééchelonnement l'économie algérienne a réalisé un transfert net au profit du reste du monde de 8530 millions de dollars. La réalisation de ce niveau élevé de transferts nets, s'est faite au détriment des importations.

Le service de la dette était de l'ordre de 9 milliards entre 1990 et 1993. Il était respectivement 9550 millions de dollars, 9104 millions de dollars, et 9266 millions de dollars en 1991, 1992, et 1993.

Le ratio du service de la dette a dépassé 80% en 1993, d'où la nécessité du recours au

rééchelonnement. Après cela le service de la dette extérieure a baissé de moitié.

Tableau n° 5 : service de la dette extérieure après le rééchelonnement¹¹¹

En millions de dollars EU

	Principale	Intérêt	Total	Service de la dette / recette d'exportation de biens de services en %
1994	3130	1390	4520	47.1
1995	2474	1770	4244	38.8
1996	2025	2256	4281	30.9
1997	2354	2111	4465	30.3
1998	3202	1878	5080	47.5
1999	3397	1719	5116	39.1
2000	2822	1678	4500	19.8
2001	2993	1471	4464	22.2
2002	2922	1228	4150	21.7
2003	3240	1118	4358	17.7
2004	4692	966	5658	12.6

¹¹¹ CNES., 2000.

Il s'est maintenu entre 4.2 et 4.5 milliards de dollars de 1994 à 1997, il a atteint un niveau légèrement supérieur, 5.080 milliards en 1998 et 5.116 milliards en 1999, mais a diminué depuis 1999. Il était respectivement 4.5, 4.464, 4.150, et 4.358 en 2000, 2001, 2002, et 2003.

En 2004, le service de la dette a augmenté à 5.658 milliards de dollars. Par contre le ratio du service de la dette était à son plus faible niveau depuis 1994, soit 12.6%. Cela confirme la soutenabilité du ratio du service de la dette.

En 2004, la structure de la dette à moyen et long terme par origine géographique confirme la prépondérance des crédits originaire des pays de l'OCDE 95% dont plus de 69% proviennent de l'union européenne.

La part de la dette libellé en euro est de 39.9%, presque au même niveau que celle libellé en dollar 39.0%. Le dollar, l'euro, et le yen constituent 89.5% du panier dans lequel est libellé la dette extérieure à moyen et long terme. Les autres monnaies ne constituent que 10.5% de l'encours.

Section 2 : Dette extérieure de l'Algérie de 2005 à 2010

La période 2005-2010 est caractérisée par une diminution de l'encours de la dette extérieure grâce à la politique de désendettement prouvée par l'accélération des remboursements anticipés et facilités par la hausse des recettes d'exportation des hydrocarbures. On observe dans cette période une diminution des ratios d'endettement qui démontre une soutenabilité de la dette extérieure algérienne et une viabilité de sa position financière extérieure.

L'Algérie avait des difficultés de gestion de sa dette extérieure et le rééchelonnement n'a pas suffi à lui seul de traiter le problème d'endettement. L'augmentation des prix des hydrocarbures a joué un rôle essentiel dans la diminution de l'encours de la dette. Par contre les variations des taux de change des monnaies d'endettement ont rendu difficile la gestion de la dette. La stabilisation de cette dernière permet d'affranchir la dynamique de la dette externe et de minimiser les répercussions de la volatilité des monnaies internationales.

1- Evolution de l'encours de la dette (2005-2010) :

L'endettement extérieur de l'Algérie a reculé à 17.19 milliards de dollars en 2005 dont 707 millions de dollars de dette à court terme d'une durée inférieure à 12 mois. Cette baisse a été renforcée par les remboursements anticipés effectués en 2004 et 2005.

Le service de la dette cette année s'est élevé à 5.85 milliards de dollars, dont 3 milliards de dollars pour le principal, 1.94 milliard de dollars en remboursements par anticipation et 898 millions de dollars pour les intérêts.

En ce qui concerne les taux d'intérêt, la part à taux fixe de la dette à moyen et long terme est passée de 48,4 en 2004 à 50,8% en 2005 et, la part à taux variable est passée de 51,6% en 2004 à 49,2% en 2005. Le taux d'intérêt moyen versé sur la dette extérieure à moyen et long terme a été de 4.13% en 2005.

Le délai moyen de remboursement de la dette à moyen et long terme est de 3 ans et demi, tandis que la maturité moyenne s'élève à 6 ans et 4 mois.

La dette extérieure non garantie par l'état ou par un organisme public s'élève à 860 millions de dollars. En 2005, elle représente 38% des mobilisations, soit 440 millions de dollars, elle était de 25% en 2003 et 7% en 2004.

Pendant cette période on a constaté une baisse de l'encours de la dette extérieure algérienne grâce à :

- à l'importance des remboursements par anticipation.
- et la baisse du taux de change.

L'encours de la dette extérieure, en 2006, est de 5.612 milliards de dollars dont 5.062 de dette à moyen et long terme. La dette extérieure à court terme a baissé en 2006 pour s'établir à 550 millions de dollars, en relation avec le niveau des importations.

Le service de la dette est de 13.314 milliards de dollars, dont 1.779 milliard de dollars pour le principal, 10.930 milliards de dollars en remboursements par anticipation et 605 millions de dollars pour les intérêts.

La part du taux d'intérêt fixe est passée à 72% en 2006 et la part du taux variable a baissé à 28% en 2006. Le taux fixe moyen annuel de la dette extérieure s'élève à 3.45% en 2006¹¹².

L'Algérie a remboursé par anticipation sa dette rééchelonnée avec le club de Londres en septembre 2006 pour un montant de 800 millions de dollars. Avec le club de paris a clos en janvier 2007, tout le processus de remboursement anticipé pour 7.75 milliards de dollars.

Les deux accords multilatéraux de remboursement anticipé signés et exécutés avec les deux clubs avaient été précédés, en 2004, par le règlement à l'avance de tous les crédits contractés auprès des institutions financières internationales (banque mondiale, banque africaine de développement...) pour une somme totale de 3.107 milliards de dollars¹¹³.

L'Algérie a achevé en 2006, le remboursement anticipé de sa dette rééchelonnée avec la Pologne, l'Arabie saoudite, la Turquie, l'Inde, la Slovénie et le Portugal. En plus à ces accords l'annulation de la dette algérienne avec la Russie, estimée à 4.737 milliards de dollars.

Entre 2004 et 2006, l'Algérie a réglé par anticipation une dette externe de plus de 16 milliards de dollars¹¹⁴.

Le remboursement de la dette algérienne par anticipation peut contribuer à une meilleure notation de l'Algérie sur les marchés financiers internationaux, et constituer un facteur déterminant pour drainer d'avantage les investissements directs.

¹¹² Banque d'Algérie., 2006.

¹¹³ Le phare n° 93., janvier 2007.

¹¹⁴ Idem.

En 2007, l'encours de la dette extérieure totale n'est plus que de 5.606 milliards de dollars, 4.889 milliards de dollars de dette à moyen et long terme et 717 millions de dollars de dette à court terme, d'une durée inférieure à 12 mois.

Cet encours comporte une dette extérieure non garantie par l'état ou par un organisme public, elle est de 1.067 milliards de dollars en 2007¹¹⁵.

C'est des dettes contractées par des entreprises privées, entièrement sous contrôle étranger, ayant procédé à des investissements directs en Algérie.

Le service de la dette pour l'année 2007 est de 1.430 milliard de dollars dont 1217 millions de dollars pour le principal, 332 millions de dollars en remboursements par anticipation et 214 millions de dollars US pour les intérêts.

La part de la dette à moyen et long terme à taux fixe est passée de 72% en 2006 à 78% en 2007, et la part à taux variable est passée de 28% en 2006 à 22% en 2007. Le taux moyen annuel de la dette s'élève à 3.98%¹¹⁶.

Après le remboursement par anticipation de la dette, le délai moyen de remboursement de la dette à moyen et long termes restante est de 58 mois, et la maturité moyenne s'élève à 101 mois.

Le service de la dette par rapport aux exportations ne représente plus que 2.26% (hors remboursements par anticipation). Et le service de la dette à la charge du budget de l'état ne représente que 12% du service total de la dette.

L'encours de la dette extérieure à moyen et long terme a baissé de 4.889 milliards de dollars en 2007 à 4.282 milliards de dollars en 2008, et l'encours de la dette extérieure totale n'est plus que de 5.586 milliards de dollars en 2008.

L'augmentation de la dette à court terme de 717 millions de dollars en 2007 à 1.304 milliards en 2008, soit presque le double est corrélée à l'envolée des importations de 44.2%.

Quant à la dette extérieure à moyen et long terme non garantie par l'état elle est passée de 1.067 milliard de dollars en 2007 à 1.160 milliard de dollars en 2008¹¹⁷.

¹¹⁵ Banque d'Algérie., 2007.

¹¹⁶ Idem.

¹¹⁷ Banque d'Algérie., 2008.

L'encours de la dette publique ou garantie par un organisme public représente 1.315 milliard de dollars soit 31% de l'encours de la dette extérieure à moyen et long terme en 2008 suite aux opérations de remboursement par anticipation.

Le service de la dette est de 1.218 milliard de dollars, dont 1.067 milliard de dollars pour le principal avec 367 millions de dollars en remboursement par anticipations et 151 millions de dollars pour les intérêts.

La part de la dette à moyen et long terme à taux fixe est passée de 78% en 2007 à 83% en 2008 et le taux fixe moyen annuel de la dette à moyen et long terme pour l'année 2008 est de 2.35% contre 3.11% en 2007.

Pour l'année 2008, le délai moyen de remboursement de la dette à moyen et long terme restante est de 56 mois et la maturité moyenne est de 76 mois.

Le service de la dette à la charge du budget de l'état en hausse par rapport à 2007(12%) est de 21% du service total de la dette.

Après 2008, la crise mondiale toucha l'Algérie. Le prix du baril est de 50 dollars en moyenne en 2009, après avoir été de 67 dollars et 100 dollars en 2007 et 2008, ce qui signifie un quart de croissance en moins.

A fin 2008, les réserves extérieures étaient de 147 milliards et la position financière extérieure de l'Algérie l'a mis à l'abri de tout risque d'insolvabilité. Il y'a eu aussi l'augmentation de la valeur du dollar, essentielle pour l'Algérie qui vend en dollar et achète en euro.

Fin 2009, on a observé un faible encours de la dette extérieure évalué à 5.413 milliards de dollars (5.586 milliards de dollars en 2008)¹¹⁸. La composition des réserves de change par devise d'origine, exprimée en équivalent dollars, est constituée principalement en dollars (46%) et en euros (42%).

La dette extérieure représente 1% du PIB en septembre 2009, 3.6% du PIB en 2007, 35.03% en 2003, et 58.3% en 1991¹¹⁹.

La dette extérieure totale s'est stabilisée à 5.457 milliards de dollars, elle ne représente plus que 2.27%¹²⁰ du produit intérieur brut estimé pour 2010 et le désendettement extérieur a été complété avant l'avènement de la crise financière internationale.

¹¹⁸ Banque d'Algérie., 2008.

¹¹⁹ Banque d'Algérie., 2009.

Après une stabilisation entre 2006 et 2010 à environ 5 milliards de dollars et une diminution au cours de trois années consécutives, l'encours de la dette extérieure s'est établi à 3.735 milliards de dollars à fin 2014 (3.396 milliards de dollars à fin 2013)¹²¹.

Tableau n°6 : évolution de l'encours et du service de la dette extérieure (2005-2010)

Au 31 décembre (en milliards de dollars)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Total dette extérieure	17.19	5.612	5.606	5.586	5.413	5.457
Service de la dette	5.85	13.314	1.430	1.218	1	0.666

Source : Banque d'Algérie, 2005-2010

1-1- Structure de la dette extérieure à moyen et long terme (2005-2010) :

Les crédits de rééchelonnement représentaient plus de la moitié soit 55% de l'encours, par contre les crédits financiers hors refinancement auprès du club de Londres sont de 3.47% de l'encours de la dette à moyen et long terme en 2005. Les crédits financiers sont de 736 millions de dollars en 2006.

Suite aux opérations de remboursement par anticipation, l'encours de la dette publique ou garantie par un organisme public n'est plus que 985 millions de dollars en 2006. Le service de la dette à la charge du budget de l'état a représenté près de 85% du service total de la dette.

La dette publique à moyen et long terme est de 71% en 2005 contre 62% en 2002. Depuis 1996, le service de la dette extérieure à la charge du budget de l'état a été plus de 40% du service de la dette contre 52% en 2005.

Sous l'angle géographique l'Europe vient en tête avec 71% de l'encours de la dette bilatérale, alors que la part des Etats Unis et le Japon est respectivement 17% et 6%.

¹²⁰ Banque d'Algérie., 2011.

¹²¹ Banque d'Algérie., 2014.

La baisse de la dette publique algérienne était permise depuis 2000 grâce au cours élevé des hydrocarbures et non aux exportations hors hydrocarbures qui représentait entre 1996 et 2009 moins de 3% du total ; l'Algérie est une économie rentière dépendante à la fois du cours du pétrole et du dollar¹²².

Depuis 2000, la dette extérieure comprend les crédits extérieurs non garantis par l'état ou un organisme public. L'encours de la dette privée non garantie est de 1.179 milliard de dollars en 2006 (moins de 20 millions de dollars à fin 2000) a qui les bénéficiaire sont des entreprises privées détenues par des non résidents.

Après le remboursement total des crédits de rééchelonnement, la structure de l'encours de la dette à moyen et long terme par type de crédit est la suivante :

- Les crédits bilatéraux qui sont généralement en baisse depuis 2004, représentent 77% de l'encours de la dette extérieure à moyen et long terme soit 3.287 milliards de dollars en 2008 et exprime respectivement un pourcentage de 77% et 79% de l'encours de la dette extérieure à moyen et long terme en 2006 et 2007.

- Les crédits financiers sont de 22.9% de l'encours de la dette à moyen et long terme en 2008 soit 879 millions de dollars et 16.3% en 2007 Soit 796 millions de dollars.

- Les crédits multilatéraux qui se répartissent entre la banque mondiale, la banque européenne d'investissement et le FIDA (le Fonds international de développement agricole), représentent 0.2% de l'encours de la dette extérieure à moyen et long terme soit 0.010 milliard de dollars en 2008 et 5% de l'encours de la dette extérieure à moyen et long terme en 2007 (8% en 2006).

L'encours de la dette publique ou garantie par un organisme public s'élevé à 1.271 milliard de dollars en 2007 soit 26% de l'encours de la dette à moyen et long terme¹²³.

1-2- Evolution des mobilisations (2005-2010) :

En raison de la politique de désendettement, les mobilisations de crédits à moyen et long terme sont passées de 1802 millions de dollars en 2004 à 1159 millions de dollars en 2005 puis à 650 millions de dollars en 2006. Cette politique de désendettement peut être prouvée par l'accélération des remboursements anticipés au titre de la dette publique.

¹²² Mebtoul.A., 2009.

¹²³ Idem.

En 2005, les crédits bilatéraux représentent 50% des mobilisations et les crédits multilatéraux 25%.

Les crédits financiers sont montés à 47% du total des mobilisations en 2006 contre 25% en 2005 et 12% en 2004. Cette augmentation est due à l'augmentation des investissements directs étrangers en Algérie.

Cependant les crédits extérieurs non garantis par l'état ou un organisme public représentent 67% des mobilisations contre 38% en 2005.

Toujours en raison de la politique de désendettement de l'Algérie les mobilisations ont baissé en 2007. Ils sont de 425 millions de dollars, et la dette privée non garantie représente 60% du total des mobilisations.

La structure des mobilisations a enregistré un changement en 2007 :

- Les crédits financiers sont à 46% des mobilisations contre 47% en 2006.
- Les crédits bilatéraux qui sont la part la plus importante des mobilisations de crédits extérieurs sont de 51% en 2007.
- Les crédits multilatéraux ne représentent plus que 4% du total des mobilisations en 2007.

En 2008, les mobilisations de crédits à moyen et long terme ont baissé. Ils sont de 406 millions de dollars.

Cette année, la structure des mobilisations est la suivante :

- Les crédits financiers qui constituent la plus importante part des mobilisations sont de 56% en 2008.
- Les crédits bilatéraux et multilatéraux sont respectivement de 43% et 1%.

En 2009, il y'a eu mobilisations de crédits extérieures au titre de la nouvelle allocation DTS par le fonds monétaire international, qui est évaluée à 1.73 milliard de dollars et comptabilisée dans la dette extérieure à moyen et long termes.

En 2005, les parts des principales devises composant la dette extérieure ont enregistré une légère modification par rapport à 2004. La part du dollar est passée à 44% en 2005 contre 39% en 2004, la part de l'euro reste stable autour de 40%, la part du yen baisse de 11% en 2004 à 8% en 2005.

L'appréciation du taux de change du dollar en 2005 de 1.3628 au 31 décembre 2004 à

1.2011 au 31 décembre 2005 à diminuer l'encours de la dette de 1.22 milliard de dollars, l'effet positif sur le service de la dette extérieure de l'année 2005 est de 316 millions de dollars.

1-3- Principaux ratios (2005-2010) :

On constate une amélioration de la situation de la dette extérieure depuis 1998, année de la fin du rééchelonnement avec des indicateurs qui reflètent une nette amélioration de la situation de l'endettement extérieur de l'Algérie.

La diminution des ratios démontre la soutenabilité de la dette extérieure algérienne ainsi que la viabilité de la position financière de l'Algérie et le souhait d'un désendettement extérieur.

L'amélioration de la position financière extérieure de l'Algérie au cours des sept dernières années a permis de ramener les indicateurs de la dette extérieure à des niveaux très soutenables, particulièrement depuis 2004, avec la mise en œuvre des remboursements par anticipation.

La poursuite des remboursements par anticipation au cours de l'année 2005 et leur accélération en 2006 a permis une forte réduction de la dette publique extérieure.

Le ratio encours de la dette extérieure /PIB recule à 16.2% en 2005 contre 25.2% en 2004, à cause de l'augmentation plus rapide du produit intérieur brut par rapport à l'encours de la dette extérieure. En 2006 ce ratio a reculé à 4.86%, 3.62% en 2007 et 2.51% en 2008, pour les mêmes raisons.

En 2007, la stratégie de réduction de la dette extérieure à moyen et long terme au moyen des remboursements par anticipation a permis de faire chuter le ratio dette extérieure/PIB.

Le ratio service de la dette/exportations de biens et services (hors remboursements par anticipation) est tombé à 8% en 2005 contre 12.6% pour l'année 2004. Il est de 4.16% en 2006, 2.26% en 2007 et 1.03% en 2008.

Depuis 1995, le ratio intérêts/exportations de biens et services a baissé, sauf l'année 1998 où il a atteint 17% en raison de la baisse des exportations. En 2005, il était de 2% reflétant l'amélioration de la situation de la dette extérieure. Il est de 1.05% en 2006, 0.33% en 2007 et 0.18% en 2008.

La même chose pour le ratio encours de la dette extérieure /exportations de biens et services qui s'est amélioré depuis 1995, à l'exception de l'année 1998 du fait de la baisse des prix des hydrocarbures. Il était de 0.30 en 2005, 9.8% en 2006¹²⁴, 0.08 en 2007 et 5.2% en 2008.

2- Retour à la stabilité macroéconomique et hausse des cours du pétrole :

L'Algérie a connu une amélioration des indicateurs macroéconomique due à la hausse des prix sur les marchés des hydrocarbures depuis 2000 et une politique de mise en valeur de ses ressources pétrolières et gazières suite à l'ouverture du secteur des hydrocarbures aux investissements direct étranger.

Les exportations d'hydrocarbures ont augmenté de 11.2% avec un prix moyen du baril de pétrole brut à 74,95 dollars. L'excédent global de la balance des paiements qui est de 30,54 milliards de dollars à alimenter les réserves officielles de change dont l'encours est de 110,18 milliards fin 2007.

Traumatiser par le rééchelonnement de la dette extérieure l'Algérie à toujours gardé une logique prudente et préventive en dogme de la gestion macroéconomique, et un mode particulier de gestion des excédents financiers : accumulation volontariste de réserves, remboursement anticipé de la dette extérieure, interdiction du recours aux bailleurs de fonds internationaux, constitution d'une épargne budgétaire.

3- Remboursement de la dette extérieure :

Le remboursement de la dette extérieure fut facilité par les recettes d'exportation des hydrocarbures en hausse constante et par la poursuite d'une politique de compression des dépenses publiques de moins jusqu'en 2001.

Le rythme des remboursements est accéléré à partir de 2004, par rapport à ce qui avait été prévu lors de l'accord de rééchelonnement.

En 2004, le trésor a remboursé près d'un milliard de dollars à la banque africaine de développement, fonds arabes, ...etc.

En 2007, les remboursements en principale sont ramenés au dixième de leur niveau de 2006. L'encours de la dette extérieure ne représente plus que 3.62% du produit intérieur brut

¹²⁴ Idem.

contre 59% en 1999. L'objectif officiel était de réduire les charges budgétaires liées aux paiements des intérêts de la dette publique extérieure¹²⁵.

L'accélération des remboursements à partir de 2004 est dictée par l'excès de liquidités provoqué par l'accumulation de réserves de change et l'excès de liquidité dans l'économie, porteur de risques d'inflation.

La solution à cet excès fut de geler une partie de ces ressources dans le fonds de régulation des recettes¹²⁶. Mais cette solution s'avéra insuffisante au fur et à mesure du gonflement des montants accumulés, ce qui va pousser à accélérer dès 2004 le remboursement de la dette, puis à lancer en 2005 un plan de relance de l'économie.

Précisément avant 2006, le fonds de régulation des recettes (FRR) a contribué au désendettement du trésor par le paiement du principal, avec certains paiements par anticipation dès 2004 à la banque africaine de développement et à l'Arabie saoudite, puis il y a eu le remboursement par anticipation de la totalité de la dette rééchelonnée en club de paris et en club de Londres.

Les fonds du Fonds (FRR) ont aidé :

-au désendettement de l'état et à la restauration de la capacité d'emprunt de l'Algérie sur les marchés internationaux.

-au maintien de l'Algérie à l'abri de la hausse des taux d'intérêt au niveau international.

-à la bonne notation de l'Algérie en améliorant les finances extérieures.

4- Les conséquences du désendettement :

L'Algérie utilise ses réserves de change pour procéder à des remboursements anticipés de sa dette extérieure. Ces remboursements vont permettre de régler l'essentiel de sa dette extérieure, publique et multilatérale et d'économiser des montants importants sur le service futur de sa dette.

¹²⁵ Talahite, F, Hammadache, A., 2011

¹²⁶ Il fut créé en 2000 à l'origine pour gérer les excédents budgétaires liés aux exportations d'hydrocarbures et pour protéger l'économie des retournements de conjoncture sur les marchés pétroliers, et devenait par la suite un instrument de la politique monétaire.

Le service de la dette extérieure a reculé à 0.269 milliard de dollars à fin 2014 contre 0.520 milliard de dollars à fin 2013. Soit le plus bas niveau des cinq dernières années (il était respectivement de 0.618 et 0.844 en 2011 et 2012). En effet, suite à la très forte réduction de la dette extérieure en 2006, le service de la dette est tombé en dessous d'un milliard de dollars depuis 2009¹²⁷.

Les paiements anticipés constituent aussi un transfert de richesses supplémentaire du sud vers le nord et servent en priorité les intérêts des créanciers. Ces derniers ne touchent plus les intérêts liés aux mensualités, mais n'hésitent pas à faire payer aux débiteurs des indemnités d'avance ou indemnité de remboursement anticipé.

Le désendettement ne signifie pas l'intention de ne plus recourir aux crédits extérieurs. Via ces remboursements, on vise l'amélioration du rating, pour permettre de contracter des nouveaux crédits à des taux plus avantageux.

Et avec la baisse des ratios d'endettement l'Algérie aspire une notation d'emprunteur souverain¹²⁸.

En décembre 2010, constatant un gonflement de la dette extérieure à court terme, la banque d'Algérie demanda aux banques de supprimer les lettres de crédit à paiement différé. Une contrainte qui met la trésorerie des entreprises au bord du gouffre et entraîne de nombreuses fermetures.

5- L'Algérie face à la crise de l'endettement des états occidentaux:

L'Algérie continue à privilégier la sécurité des placements même si le rendement est faible voire négatif, autrement elle finance le développement d'autre pays.

Les réserves de change sécurisent l'investissement et évitent un dérapage plus important de la valeur du dinar par rapport aux devises (il existe une corrélation d'environ 70% entre la valeur actuelle du dinar et le stock de devises), 50 milliards de dollars des réserves algérienne sont placées en bons de trésor américains et 75 milliards de dollars dans les banques centrales européennes où dans les banques cotées AAA.

Mais avec les crises économiques récentes (grecque), il y a eu dépréciation des obligations de bon nombre de pays européens, la décote de certaines banques dites AAA, ce qui entraîne des

¹²⁷ Banque d'Algérie., 2014.

¹²⁸ Perspective économiques en Algérie : BAFD/OCDE., 2008.

rendements faibles voire négatifs où la perte d'une fraction du principal si les banques font faillite.

L'année 2011, le taux directeur de la FED est entre 0 et 0.25% depuis 2010, celui de la BCE 1.25% depuis avril 2011, ceux du Japon 0.5% et de la Banque d'Angleterre 0.5%, avec des taux d'inflation même faible entre 1% et 2% cela donne un rendement nul voir négatif.

Aussi cela doit être également pondéré à la baisse par la dépréciation d'une monnaie (ce qui est le cas pour le dollar) où à la hausse en cas d'appréciation (cas de l'euro).

Pondéré à la baisse par la dépréciation du dollar car les exportations d'hydrocarbures se faisant à plus de 40% (depuis le 01 janvier 2000) en dollars où à la hausse par l'appréciation de l'euro car les importations algériennes se faisant à 60% en euro.

6- Stabilisation de la dette Algérienne :

S'il existe une large littérature portant sur les conditions sous lesquelles les pays adoptent des régimes fixes ou de flottement, il en existe moins pour ce qui est des déterminants du choix de la monnaie d'ancrage.

En générales on peut citer :

- La stabilité de la monnaie d'ancrage.
- Le choix de la monnaie la plus compétente et la plus crédible favorisant la confiance du marché.
- La réduction au minimum des coûts de transactions liés au rattachement à la monnaie d'ancrage, soit de réduire au minimum la somme des volatilités de taux de change.
- L'orientation des échanges et la contrainte de la dette.

Depuis 1974, le taux de change du dinar algérien a été ancré à un panier de monnaie avec des réajustements de temps à autres. Au sein du panier de monnaies, le dollar américain possédait un coefficient de pondération relativement élevé en raison de l'importance des recettes provenant des exportations de pétroles et des paiements au titre du service de la dette.

Après 1995, la politique de change de l'Algérie et l'utilisation du régime de flottement dirigé a eu pour objet le maintien d'un taux de change réel stable par rapport à un panier de monnaies pondérées selon l'importance relative des principaux partenaires commerciaux au moyen de séances de fixing entre la Banque d'Algérie et les banques commerciales.

Par son intervention, la Banque d'Algérie ajuste périodiquement le taux de change nominal afin de réaliser sa vraie cible de taux de change.

La priorité doit être aussi donnée à la bonne conformité du régime de change pour

s'affranchir de la volatilité des monnaies fortes afin de stabiliser la dette extérieure. Sans oublier que la composition en devises du panier d'ancrage doit refléter la structure géographique du commerce international.

Une modification du panier de monnaies aidera l'Algérie à atteindre l'objectif de l'indépendance de sa dette externe à la volatilité des monnaies fortes dans laquelle elle a été contractée, soit la volatilité euro-dollar, en vérifiant la relation $(\gamma - \lambda) = (\gamma - \alpha) D/C$ présenté par les économistes Pierre Laurent, Nicolas Meunier, Luis Miotti, Carlos Quenan et Véronique Seltz.

Les autorités doivent agir sur les paramètres α , γ et λ pour vérifier cette égalité. γ la composition en devises du panier de monnaies peut constituer les marges de manœuvre de la politique économique à court terme.

On constate d'après le tableau n° 7 que la dette est très faible relativement au commerce international du pays, il suffit pour neutraliser la volatilité des monnaies fortes entre elles, d'égaliser γ à λ . A la limite, ce résultat est valable quelles que soient les valeurs de α si le ratio D/C tend vers zéro.

Cela suppose que le pays ait une grande liberté dans le choix de sa devise d'endettement externe, dans la mesure où cela n'affecte pas sa dynamique d'endettement. Il pourra choisir celle qui offre les taux d'intérêts les plus bas ou encore celle qui, à un moment donné présente les conditions de marché les plus favorables (en termes de demande, de liquidité, l'appétit pour le risque des investisseurs, évolution du taux de change moins risqué...)

Tableau n°7 : le calcul de la variable D/C¹²⁹ pour la période 2001-2010

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Encours de la dette / les exportations de B & S	1.12	1.18	0.94	0.6	0.3	0.098	0.08	0.052	0.12	0.09
D/C	0.56	0.59	0.47	0.3	0.15	0.049	0.04	0.026	0.06	0.045

Source : calcul de l'auteur en s'appuyant sur les données de la banque d'Algérie.

¹²⁹ D/C est égale à D/2X (dette externe totale / 2fois les exportations totales des biens et services).

Partant de l'égalité $(\gamma - \lambda) = (\gamma - \alpha) D/C$, nous allons calculer γ , la composition en devises du panier de monnaies, ce que devrait constituer en pourcentage et en devises le panier de monnaies. Avec la condition d'indépendance aux variations des monnaies fortes.

A partir des données α , λ , et D/C de l'année 2002 à l'année 2010 (soit après la création de l'euro) on peut calculer en premier γ , la part du dollar dans le panier des monnaies d'ancrage pour la même période : $\gamma = [\lambda - (\alpha * D/C)] / (1 - D/C)$

Avec : α : la part de la dette totale algérienne D_t libellée en dollars.

λ : La part des importations facturée en dollars¹³⁰.

Tableau n°8 : le calcul de γ pour la période 2002-2010

	α	λ	D/C	γ
2002	42	47.29	0.59	54.90
2003	39	45.3	0.47	50.89
2004	39	42.58	0.3	44.11
2005	44	46.34	0.15	46.75
2006	43	47.38	0.049	47.61
2007	40	48.22	0.04	48.56
2008	43	43.78	0.026	43.80
2009	40	45.6	0.06	45.96
2010	44	49.14	0.045	49.38

Source : calcul de l'auteur en s'appuyant sur les données de la banque d'Algérie et du Ministère algérien des finances.

¹³⁰ Ministère algérien des finances., 2010.

De la même manière nous allons calculer cette fois ci γ , la part de l'euro dans le panier des monnaies d'ancrage pour la période 2002-2010:

$$\gamma = [\lambda - (\alpha * D/C)] / (1 - D/C)$$

Avec : α : la part de la dette totale algérienne D_t en euros.

λ : La part des importations facturée en euros¹³¹.

Tableau n°9 : le calcul de γ pour la période 2002-2010

	α	λ	D/C	γ
2002	30	44.52	0.59	65.42
2003	35	48	0.47	59.53
2004	39.9	49.97	0.3	54.3
2005	40	46.81	0.15	48.01
2006	47	44.53	0.049	44.40
2007	49	44.32	0.04	44.13
2008	49	49.9	0.026	49.92
2009	51	50.81	0.06	50.8
2010	47	43.96	0.045	43.82

Source : calcul de l'auteur en s'appuyant sur les données de la banque d'Algérie et du Ministère algérien des finances.

¹³¹ Ministère algérien des finances., 2010.

On a le résultat de ce que doit être la structure de pondération du dollar et de l'euro dans le panier des monnaies d'ancrage pour une stabilité de la dette extérieure algérienne. On constate aussi que les répercussions sur la dette extérieure de cette volatilité sont très faibles depuis 2006 du fait que $\gamma \approx \lambda$.

Conclusion chapitre 3 :

La dette extérieure algérienne est passée par différentes phases, chacune d'elles présente des caractéristiques dus aux changements de la structure de l'économie algérienne et de l'environnement international.

Après 1986, l'Algérie éprouvait des difficultés de gestion de sa dette suite à sa crise de solvabilité. Parmi les causes externes de la crise d'endettement, la dépréciation du taux de change du dollar par rapport aux monnaies les plus utilisées dans le commerce international et qui servent de monnaies de référence dans le commerce extérieur et dans les emprunts. Depuis 2004 la diminution de la dette extérieure était possible grâce à l'augmentation des prix des hydrocarbures. Ainsi l'Algérie a pu rembourser sa dette par anticipation.

La formalisation étudiée cherche à définir les politiques qui permettent d'affranchir la dynamique de la dette externe d'un pays et de minimiser les répercussions de la volatilité des monnaies internationales.

On obtient deux conclusions, la première est qu'un pays peut rendre sa dette en devises insensible aux variations du change euro/dollar si les structures en devises du panier reflétant le régime de change, la composition en devises de la dette externe et de la structure géographique du commerce extérieure sont égales. Donc le modèle est vérifiée lorsque les trois paramètres λ , α , et γ sont égaux.

La seconde conclusion, c'est d'obtenir une relation qui permet d'arbitrer entre régime de change et politique d'endettement, voir politique commerciale à plus long terme afin de rendre la dette en devises indépendante des fluctuations du change euro/dollar.

On constate que l'Algérie possèdent un faible ratio de dette/exportations donc elle est assez insensibles – et moins concernés – à une modification de la structure de sa dette extérieure. Les résultats obtenus sur la structure de pondération du dollar et de l'euro dans le panier de monnaies aidera le pays à atteindre son objectif, celui de l'indépendance de sa dette externe à la volatilité euro- dollar, tout en vérifiant la relation $(\gamma - \lambda) = (\gamma - \alpha) D/C$.

Une modification d'un régime de type flottement dirigé, mais non transparent peut ne pas présenter de difficulté, ni de cout particuliers. A l'inverse des autres régimes de change.

Conclusion générale :

Un processus de développement fondé sur l'endettement extérieur peut être parfaitement viable. Un pays peut contracter une dette extérieure importante sans pour autant s'engager dans un processus de crise d'endettement à condition que les termes de l'endettement (taux d'intérêt, maturité des apports...) soient adaptés et que l'utilisation des capitaux soit pertinente.

Tant que la dette est inférieure à la somme des recettes nettes en devises actualisées au taux d'intérêt, elle reste soutenable. Si le taux d'intérêt est supérieur au taux de croissance des exportations, la solution consistera à transformer le solde des devises étrangères en un surplus.

Une économie peut être appauvrie par un transfert positif de ressource appelé le paradoxe des transferts. Son bien-être sera réduit et sa capacité de remboursement diminué conduisant à une détérioration de la solvabilité avec un caractère auto-entretenu à la crise d'endettement par deux mécanismes l'évolution des termes de l'échange et les difficultés créées au niveau de la gestion des finances publiques.

La bonne gestion de l'endettement passe par l'investissement des fonds prêtable dans des actifs suffisamment productifs, et générateurs de devises étrangères pour élever le taux de croissance du PNB et aussi par l'adoption de politiques réduisant la part de la consommation dans le PNB.

Selon le critère de Loser choisir un bon taux de service de la dette et définir la capacité d'emprunt optimal c'est opter pour un endettement optimal.

Chaque pays est différent par son niveau d'endettement, sa part des créanciers, ses recettes d'exportations. Sans oublier qu'il y a des regroupements de pays afin d'envisager des modes de financement particuliers de traitement de dette présentant des caractéristiques communes.

L'évolution d'un pays au regard du problème de l'endettement peut être faite par sa balance des paiements ou sa capacité d'emprunt. Sachant que la balance des paiements est l'instrument privilégié pour déterminer la capacité d'emprunt et donner des informations en matière de besoin de financement extérieur.

Déterminer la capacité d'emprunt c'est cerner statistiquement les limite à l'endettement. Elle est définie comme le plus haut niveau de versements, en pourcentage des exportations, qui puisse être indéfiniment maintenu sans que le taux de service de la dette dépasse un plafond donné.

Parmi les variables qui doivent être prises en considération pour évaluer la

capacité d'un pays à servir la dette : les exportations, les flux de capitaux, les réserves de change, les versements d'intérêts, le remboursement du principal...

Ses déterminants sont :

- le plafond d'endettement : plus élevé sera ce plafond, plus élevé sera le niveau des emprunts.

- la durée des prêts : pour une croissance donnée des exportations, la capacité d'emprunt augmente lorsqu'on allonge la durée des prêts.

- les conditions de prêt plus douces : qui augmentent d'autant plus la capacité d'emprunts que la croissance des exportations est plus forte.

Les ratios ont pour vocation d'être des indicateurs de la capacité des pays à assurer le remboursement de la dette, soit par le montant des exportations, soit par la richesse qu'ils génèrent. Ces ratios s'adressant fondamentalement aux créanciers aident à indiquer les risques potentiels liés à la dette et soutiennent la gestion de la dette.

Par contre présentant certaines limites, ils ne semblent pas être des indicateurs appropriés pour mesurer les changements dans la situation de la dette. Ils ne sont pas des indicateurs de la capacité de l'économie de soutenir à long terme le fardeau du service de la dette et un ratio élevé ne mène pas forcément à la crise.

La prise en compte des intérêts des créanciers dans la gestion du problème de la dette par l'utilisation des indicateurs usuels est insuffisante d'où la nécessité d'une prise en considération du point de vue des débiteurs et de l'impact social du remboursement sur les populations de ces pays.

L'introduction de nouveaux indicateurs va prendre en considération la charge effective de la dette comme le service de la dette rapporté à l'investissement ou l'indicateur de soutenabilité de la dette qui visent à démontrer la substitution du remboursement de la dette à des dépenses qui peuvent être favorables au développement.

Dans les années 90, la crise financière de deuxième génération était dangereuse pour la stabilité du système financier international. Elle avait pour origine des mouvements de capitaux privés massifs et volatils qui peuvent être déstabilisés en cas de retraits massifs et de crise de confiance.

Face à la crise, il y a une difficulté à reconditionner les opérateurs des marchés de capitaux

qui prirent de panique cherchent chacun une issue individuelle. La solution a été la stabilisation externe qui devait produire d'elle-même la stabilisation interne.

Concernant la crise de dette de première génération, les créanciers ont cherché à minimiser le coût des défauts de paiement par des stratégies et des politiques d'ajustement afin de réduire le déséquilibre de balance des paiements des débiteurs.

Les grandes banques commerciales étaient plus impliquées dans la crise de la dette. Elles cherchaient à ce que la dette devienne perpétuelle, avec un capital jamais remboursé et des intérêts payés intégralement jusqu'à la fin des temps. Les organisations financières internationales cherchaient à assurer le maintien des flux de financement vis-à-vis des économies endettées en provenance des banques commerciales et des trésors nationaux des pays industrialisés afin d'éviter la cessation de paiements totale.

Avec le temps, les conditions de rééchelonnement se sont assouplies. Les intérêts sont de plus en plus fréquemment rééchelonnés avec le principal. La durée de remboursement a eu tendance à s'allonger, en revanche le taux d'intérêt a conservé le taux du marché comme référence et la valeur actuelle du prêt ne s'est pas modifiée par la prolongation de l'échéance.

Ces modifications n'ont pas suffi à honorer les échéances après rééchelonnement d'où la nécessité de l'annulation des dettes de telle sorte que leurs créances restantes soient plus sûres.

Selon Paul Krugman une réduction de dette profite généralement plus aux créanciers qu'aux débiteurs sous l'hypothèse que le remboursement reste inchangé quelle que soit l'opération effectuée.

Les premières mesures d'annulation Toronto et Toronto renforcées n'ont pas réussi à alléger le fardeau financier des pays à faibles revenus et surtout des pays pauvres très endettés. Fin 1994, de nombreux pays se trouvaient en situation de surendettement, allant d'un rééchelonnement à un autre.

Ces mesures ne suffisaient toujours pas pour les faire sortir du surendettement d'où l'avènement de l'initiative de 1996. L'objectif est de réduire la dette d'une quarantaine de pays pour un montant d'environ 100 milliards de dollars.

Ce processus de réduction de dette bien qu'ayant été renforcée en 1999 n'a pas réglé le problème d'endettement de ces pays. Les annulations promises ne sont pas complètement financées par les pays créanciers et les flux d'aide additionnel aux annulations de dette sont très faibles.

Par ailleurs il y a des pays qui ont purement effacé leurs créances comme l'Allemagne et le Japon.

En plus de l'initiative PPTE, l'IADM annoncée lors du sommet du G8 de Gleneagles en juillet 2005 a constitué une étape supplémentaire dans la restauration de la capacité financière des pays les plus pauvres. Ces initiatives ont soulevé plusieurs critiques parmi eux :

- la création d'un mécanisme unique pour un groupe de pays dont les situations sont dissemblables.

- chaque créancier cherche à faire bénéficier ses débiteurs préférés des nouvelles dispositions.

En juin 2007, à l'occasion du jour d'ouverture du sommet du G8 en Allemagne, les organisations pour l'annulation de la dette déclarent que les accords à Gleneagles n'ont pas résolu la crise et exigent l'arrêt des actions des fonds voutours. En général le pourcentage des réductions reste faible par rapport à la dette totale.

Les échanges dette-capital permettent l'acquisition à bon marché les actifs nationaux, mais peuvent entraîner une expansion désordonnée de la masse monétaire, en plus des sorties de devises sous forme de flux rapatriés. Cet échange ne peut pas être intéressant pour le pays endetté ou l'est moins qu'une simple opération d'investissement direct.

En absence d'effet du rachat de dette sur l'efficacité de l'économie, un rachat de dette effectué aux conditions du marché secondaire ne peut en général être favorable aux pays endettés, même si le prix des titres de créances sur le marché secondaire est très inférieur à la valeur faciale.

Bien que les PVD aient réduit leur dette extérieure, ils ne sont pas sortis de l'endettement car ils ont très fortement augmenté la dette intérieure publique et la dette externe des entreprises privées a également augmenté.

Malgré les actions de réduction du stock de la dette, les variations des taux de change des monnaies d'endettement ont rendu sa gestion difficile d'où la recherche d'une gestion plus active.

La volatilité des taux de change des grandes devises de référence à des effets sur la charge de la dette extérieure des pays en voie de développement et le poids de la dette peut exposer un pays débiteur à des crises financières et à une situation changeante en matière d'équilibres extérieurs.

Pour un pays le risque de change existe et peut être même un risque de défaut, de ce fait la gestion de la dette extérieure et sa stabilisation peut se faire par une réduction de la volatilité des taux de change des grandes devises entre elles à savoir une définition du panier d'ancrage optimal en jouant sur trois paramètres ; la composition en devises de la dette, le régime de change et la structure du commerce extérieur.

Si on prend deux monnaies internationales, lorsque l'une se déprécie par rapport à l'autre, les répercussions sur un pays vont dépendre de son régime de change, de la structure géographique de ses échanges commerciaux extérieurs et de la structure en devise de sa dette.

Le déséquilibre entre la répartition du commerce et la répartition de la dette pour les pays en voie de développement complique la stratégie d'ancrage. Un ancrage sur un panier composé des deux monnaies (libellé de la dette et monnaie des échanges) peut se révéler optimal. L'ancrage par rapport à une seule monnaie entraîne une importante exposition des économies concernées à la fluctuation des grandes devises entre elles.

L'Algérie a supporté contre sa volonté l'instabilité des prix des hydrocarbures et celle des taux d'intérêt qui s'est accentué par le retournement du marché pétrolier. En 1985, s'y ajoute l'effet du taux de change avec la dépréciation de la monnaie américaine par rapport aux monnaies les plus utilisées dans le commerce international et qui servent de monnaies de référence des importations et des emprunts.

Après 1986, l'Algérie éprouvait des difficultés de gestion de sa dette suite à sa crise de solvabilité. Parmi les causes externes de la crise d'endettement, la dépréciation du taux de change du dollar par rapport aux monnaies les plus utilisées dans le commerce international et qui servent de monnaies de référence dans le commerce extérieur et dans les emprunts. Depuis 2004, la diminution de la dette extérieure était possible grâce à l'augmentation des prix des hydrocarbures. Ainsi l'Algérie a pu rembourser sa dette par anticipation.

80% de l'augmentation du stock de la dette extérieure entre 1986 et 1990 s'explique par la variation des taux de change et la dépréciation du dollar américain par rapport aux autres monnaies. 90% des entrées étaient effectuées en dollars alors que les dépenses étaient payées dans les autres monnaies.

Sur les 9476 millions de dollars d'augmentation de 1984 à 1989, 7264 millions de dollars sont dû à l'effet de valorisation. Pour l'année 2004, l'augmentation de l'encours de la dette extérieure moyen et long terme résultant de la baisse de la valeur du dollar par rapport à l'euro

et aux autres devises composant la dette extérieure est évaluée à 0.944 milliard de dollars.

Le rééchelonnement avec le club de Paris et de Londres en 1994-1995 n'a pas effacé la dette extérieure, il a permis seulement de réduire le service de la dette et de prolonger le temps du paiement. C'est simplement un étalement des échéances en matière d'intérêts et de principal. Cette technique ne pourrait suffire à elle seule pour la gestion de la dette, elle doit être faite sur une très longue période ce qui est rarement le cas.

Le remboursement de la dette extérieure qui s'est accéléré à partir de 2004, par rapport à ce qui avait été prévu lors de l'accord de rééchelonnement, fut facilité par les recettes d'exportation des hydrocarbures en hausse constante et par la poursuite d'une politique de compression des dépenses publiques de moins jusqu'en 2001.

Ce désendettement ne signifie pas l'intention de ne plus recourir aux crédits extérieurs. On visait surtout via ces remboursements, l'amélioration du rating, pour permettre de contracter des nouveaux crédits à des taux plus avantageux.

Par conséquent il est souhaitable pour l'Algérie de gérer ou précisément de stabiliser sa dette extérieure par une formalisation qui peut définir les politiques permettant d'affranchir la dynamique de la dette externe de la volatilité des monnaies internationales avec un ancrage optimal.

On obtient deux conclusions, la première est qu'elle peut rendre sa dette en devises insensible aux variations du change euro/dollar si les structures en devises du panier reflétant le régime de change, la composition en devises de la dette externe et de la structure géographique du commerce extérieure sont égales. Donc le modèle est vérifié lorsque les trois paramètres λ , α , et γ sont égaux.

Avec γ : la composition en devises du panier de monnaies, λ : La part des importations facturée en devises et α : la part de la dette totale algérienne D_t libellée en devises.

La seconde conclusion, c'est d'obtenir une relation qui permet d'arbitrer entre régime de change et politique d'endettement, voir politique commerciale à plus long terme afin de rendre la dette en devises indépendante des fluctuations du change euro/dollar.

On constate que l'Algérie possède un faible ratio de dette/exportations ainsi elle est assez insensible – et moins concernés – à une modification de la structure de sa dette extérieure. Les résultats obtenus dans le cas pratique sur la structure de pondération du dollar et de l'euro dans le panier de monnaies aidera le pays à atteindre son objectif, celui de la stabilité de la dette

extérieure et son indépendance à la volatilité euro- dollar, tout en vérifiant la relation : $(\gamma - \lambda) = (\gamma - \alpha) D/C$.

Bibliographie

Ouvrages :

- Abdellatif Benachenhou., la fabrication de l'Algérie, Alpha design, 2009.
- Ammar Belhimer., La dette extérieure de l'Algérie, Casbah éditions, 1998.
- André Martens, Bernard Decaluwé., Le cadre comptable macroéconomique et les pays en développement, Karthala, 1996.
- André Louat., Le sous-développement, stratégies et résultats, Ellipses, 1999.
- Bernard Bret., Le tiers monde, croissance, développement, inégalités, Ellipses, 2002.
- Bernard Guillochon., Annie Kawecki., Economie internationale, Dunod, 2006.
- Bouzidi A., Les années 90 de l'économie algérienne, édition ENAG, 1999.
- Dominick Salvatore., Economie internationale, De Boeck s.a, 2008.
- Dominique Plihon., Les taux de change, La découverte, 2012.
- Dwight H. Perkins, Steven Radelet, David L. Lindauer., Economie du développement, 3^e édition, De Boeck, 2008.
- Elias Gannagé., Economie de l'endettement international, PUF, 1994.
- Elsa Assidon., Les théories économiques du développement, La découverte, 1992.
- Eric Girardin., Finance internationale, Economica, 1992.
- Eric Toussaint, Damien Millet., 60 questions, 60 réponses sur la dette, le FMI et la banque Mondiale, CADTM., novembre 2008.
- Georges Cazes, Jean Domingo., Tiers monde : Le temps des fractures, Bréal, 1994.
- Gérard Azoulay., Les théories du développement : du rattrapage des retards à l'explosion des inégalités, Presses Universitaires de Rennes, 2002.
- Gérard Grellet., structures et stratégies du développement économique, PUF, 1986.
- Gillis.M, Perkins.D.H, Roemer.M, Snodgrass.D.R., Economie du développement, De Boeck, 1998.

- Hakim Ben Hamouda., L'économie politique du post-ajustement, Karthala, 1999.
- Henri Bourguinat., Finance internationale, PUF, 1992.
- Henri Bourguinat, Jérôme Téletche, Michel Dupuy., Finance internationale, Dalloz 2007.
- Henri Capitant., L'endettement, LGDJ, 1997.
- Jacques J.Polak., Politiques financières et développement, OCDE, Paris, 1989.
- Jean Claude Berthélemy., L'endettement du tiers monde, PUF, 1990.
- Jean Pierre Delas., Economie contemporaine, Ellipses, 2001.
- Marc Raffinot., Dette extérieure et ajustement structurel, Edicef/Aupelf, 1991.
- Marc Raffinot., La dette des tiers mondes, La découverte, Paris, 2008.
- Marc Raffinot, Baptiste Venet., Croissance, ouverture et dette extérieure, Ouverture et développement économique, Economica, Paris, 2001.
- Marc Raffinot, Jean-Yves Moissoner., Dette et pauvreté, Economica, 1999.
- Michel Drowin., Le financement du développement, Armand Collin, Paris, 1998.
- Patrick Lenain., Le FMI, La Découverte, 1993.
- Paul.R. Krugman, Maurice Obstfeld., Economie internationale, De Boeck, 2001.
- Pawel H.Dembinski., L'endettement international, PUF, 1989.
- Peter H.Lindert, Thomas A.Pugel., Economie Internationale, Economica, 1999.
- Philippe Auverny-Bennetot., La dette du tiers monde : mécanismes et enjeux, La documentation française, 1991.
- Pierre Dockès., Ordre et désordres dans l'économie-monde, PUF, 2002.
- Pierre Pascallon., Le système monétaire internationale "Théorie et réalité", Les éditions de l'épargne, Paris 1989.

Revues :

- Abderrahmane Mebtoul., L'Algérie face à l'endettement des Etats occidentaux, Le Financier, août 2011.
- Adeline Bachellerie, Bertrand Couillault., Soutenabilité de la dette : concepts, mécanismes et diagnostics, Problèmes économiques, n° 2892, février 2006.
- Agnès Bénassy-Quéré, Amina Lahrèche-révil., L'euro comme monnaie de référence à l'est et au sud de l'union européenne, Revue économique, vol.50, n° 6, novembre 1999.
- Alain Durré, Guy Ertz., La vulnérabilité extérieure des pays candidats à l'UE, Problèmes économiques, n° 2749, février 2002.
- Alain Planche., L'incertitude monétaire comme fondement du surendettement, Eco.Soc, n° 6-7, 1988.
- Antoine Reverchon, Jean-Jacques Sévilla., la dette contre le développement, le Monde Dossiers et documents, n° 323, septembre 2003.
- Banque Mondiale., Global Development Finance, 2008.
- Bernard Yvars., Dépréciation monétaire et seuil critique d'endettement, Eco.Soc, n° 6-7, 1988.
- Boletim Trevisan., L'émission externe de titres en monnaie nationale : le choix récent du Brésil, Problèmes économiques, n° 2892, février 2006.
- Camilo E. Tovar., Les pays émergents pourront-ils emprunter dans leur monnaie ?, Problèmes économiques, n° 2892, février 2006.
- Catherine Pattillo, Hélène Poirson, Luca Ricci., Dette extérieure et croissance, Finances et Développement, vol 39, n° 2, juin 2002.
- Christian Chavagneux., Financement du sud : le bal des hypocrites, Alternatives économiques, n° 230, novembre 2004.
- Christian Chavagneux., Coup de canif dans la dette, Alternatives économiques, n° 192, mai 2001.
- Christian Chavagneux., Quand un Etat est-il trop endetté ?, Alternatives économiques hors-série, n° 91, décembre 2011.
- Ceyla Pazarbasioglu, Hemant Shah, Anna Ilyina, Paul Ross., Pays émergent : une dette mieux maîtrisée, Bulletin du FMI, vol 35, n° 10, juin 2006.

- CNES., La dette des pays du sud de la méditerranée : obstacle au développement euro-méditerranéen, mai 2000.
- Daniel Cohen, Richard Portes., Prévenir et résoudre les crises : quelles autres pistes ?, Problèmes économiques, n° 2826, octobre 2003.
- Daniel Cohen, Richard Portes., Crise de la dette : prévention et résolution, rapport n° 43 du conseil d'analyse économique, septembre 2003.
- Denis Clerc., Les solutions pour résoudre les crises de dettes, Alternatives économique hors-série, n° 91, décembre 2011.
- Didier Borowski., Clauses d'actions collectives, Quel impact sur le marché obligataire?, Revue Banque, n° 735, avril 2011.
- Donald.R Lessard, John Williamson., Financial intermediation beyond the debt crisis, 1985.
- Dov Zerah., Economie financière internationale : les interventions du trésor, La Documentation Française, Paris, 1992.
- Emmanuel Rocher., Pays en développement : le spectre du ré-endettement, Problèmes économiques, n° 2928, juillet 2007.
- Eric Berr, François Combarrous., Une autre lecture de la soutenabilité de la dette, Revue Tiers Monde, n° 192, avril 2007.
- Eric Toussaint., Sortir du cycle infernal de la dette, Le monde diplomatique, n° 523, octobre 1997.
- Fatiha Talahite, Ahmed Hammadache., L'économie algérienne d'une crise à l'autre, Maghreb-Machrek, n°206, avril 2010.
- Faruk Ülgen., L'avenir du dollar américain comme monnaie internationale, Informations et commentaires, n° 149, octobre-décembre 2009.
- Frédéric Poulon., Le circuit en économie ouverte et la capacité d'endettement international, Eco.Soc, n° 6-7,1988.
- Jean-Claude Berthélemy., Réduction de la dette et réforme de la politique économique, Problèmes économiques, n° 2764, juin 2002.
- Jean-Yves Capul., le problème de la dette, Les cahiers Français, n° 230, mars-avril 1987.
- Jérôme Sgard., Crise de la dette souveraine : l'action multilatérale après le rejet de la

- proposition Krueger, La lettre du CEPPII, n° 223, mai 2003.
- Jérôme Sgard., Mondialisation économique et développement : Quelles réactions face aux crises financières ?, n° 310, Cahiers français, septembre 2002.
 - Jérôme Sgard., Quelle architecture financière internationale après le rejet de la proposition Krueger ?, Problèmes économiques, n° 2826, octobre 2003.
 - Joaquim Oliveira Martins, Dominique Plihon., L'impact des transferts internationaux d'épargne sur les déséquilibres extérieurs, Economie et statistique, n° 232, mai 1990.
 - Léopold Jouven., la planète des créanciers, Alternatives économiques, hors-série n° 91, décembre 2011.
 - Manuel Domergue., Afrique : croissance et déséquilibres, Alternatives Economiques Hors-série n° 090, octobre 2011.
 - Marc Raffinot, Christine Rosellini., Les effets des annulations de dette, Alternatives économiques, n° 243, janvier 2006.
 - Max Corden.W., Les pays en développement choisissent un régime de change en fonction de leurs besoins spécifiques, Bulletin du FMI, février 2001.
 - Media Bank., novembre 2004.
 - Media Bank., n° 76, Février-Mars 2005.
 - Olivier Lacoste., 1945-2000 : La mutation des dettes et des crises, Alternatives économiques, hors-série n° 91, décembre 2011.
 - Patrick Artus., Comment stabiliser la dette extérieure ? , Document de travail de la caisse des dépôts et consignations, n° 2001-44/EI, janvier 2001.
 - Philippe Auverny-Bennetot., La dette du tiers monde, La Documentation Française, 1991.
 - Pierre Dhonte., La dette des Pays en développement, Notes et Etudes Documentaires, n° 4521-4522, juillet 1979.
 - Pierre Laurent, Nicolas Meunier, Luis Miotti, Carlos Quenan, Véronique Seltz., Le choix de la devise d'endettement pour un pays émergent, lettre économique de la CDC, n° 141, juin 2002.
 - Rapport annuel de la Banque d'Algérie., 2005-2015.
 - Rapport de la Banque d'Algérie., Evolution économique et monétaire en Algérie, juillet 2008.

- Renato Diruzza., Le concept de développement dans le champ socio-économique, Informations et commentaires, n° 163, avril-juin 2013.
- Richard Milne, David Oakley., Face aux agences de notation, les Etats se rebiffent, Courrier international, du 7 au 13 avril 2011.
- Rina Bhattacharya, Benedict Clements., Quels sont les bienfaits de l'allègement de la dette?, Finances et développement, Vol 41, n° 4, décembre 2004.
- Sandrine Levasseur, Christine Rifflart., Les caractéristiques de la dette depuis les années quatre-vingt, Problèmes économiques, n° 2826, octobre 2003.
- Sanjeev Gupta, Benedict Clements, Maria Teresa Guin-Siu, Luc Leruth., Allègement de la dette et dépenses publiques dans les pays pauvres très endettés, Finances et Développement, septembre 2001.
- Sebastian Edwards, Mohsin S.Khan., Les taux d'intérêt dans les pays en développement, Finances et Développement, juin 1985.
- The Economist "Londres", L'Argentine et le Brésil ont-ils eu raison de rembourser leurs dettes ?, Courrier international, n° 794, janvier 2006.
- Touna Mama., Dette extérieure et seuil d'endettement supportable, Eco.Soc, n° 6-7, 1988.
- Vincent.R Reinhart, Carmen. M Reinhart., What hurts most? G3 exchange rate or interest rate volatility, NBER working paper n° 8535, october 2001.
- Yannick Bineau, Bernard Dupont., Taux de change et soutenabilité extérieure, Revue économique, vol.55, n° 4, juillet 2004.

Résumé :

Si l'endettement extérieur présente une source de financement et de stabilisation pour les pays ayant des déséquilibres de paiements, il porte un risque de change voire même un risque de défaut. Un surendettement peut ralentir l'activité économique d'un pays et l'empêcher d'assurer normalement son service de dette.

Cette thèse analyse la gestion de la dette extérieure et l'existence du lien entre celle-ci et la variation du taux de change des grandes devises qui constitue la dette extérieure. La définition d'un panier d'ancrage optimal permet de gérer dynamiquement la dette de l'Algérie et des pays en développement. Cela va réduire les répercussions de la volatilité des monnaies internationales sur le stock de la dette, vu que la gestion des crises d'endettement n'a pas résolu le problème du surendettement et qu'elle profite généralement aux créanciers. La formalisation appliquée à l'économie algérienne permet d'obtenir une relation entre le régime de change, la composition en devises de la dette externe et la structure géographique du commerce extérieure, de réduire la vulnérabilité aux chocs externes et de dégager des conclusions favorables à la soutenabilité de la dette extérieure.

Mots clés : dette extérieure, stabilisation, surendettement, taux de change, régime de change, soutenabilité, développement, volatilité, service de la dette, ratios d'endettement

« Debt and Development case of Algeria »

Abstract :

If the foreign debt is considered as a financing and stabilization source for countries suffering from payment disequilibrium, it presents an exchange risk as well as a default risk. Over-indebtedness can make a country's economic activity slow preventing it from insuring its debt service normally.

This thesis analyses the management of exterior debt and the existence of a relation between the exterior debt and the variation of major foreign currencies exchange rate, constituting the exterior debt.

Defining the optimal anchor basket allows the dynamic management of debt in Algeria and in developing countries, reducing the repercussions of international currencies on the debt stock, seeing that the management of debt crises couldn't solve the problem of over-indebtedness and generally does creditors good.

The applied formalization in Algerian economy enables to obtain a relation between the exchange regime, the extern debt foreign currency composition and the geographic structure of exterior commerce, and to decrease the vulnerability to extern chocks and to draw favorable conclusions relating to the exterior debt sustainability.

Key words : foreign debt, sustainability, over-indebtedness, exchange rate, exchange regime, sustainability, development, volatility, debt service, debt ratios

" الديون و التنمية حالة الجزائر "

الملخص:

إذا كانت الديون الخارجية مصدرا للتمويل و إستقرار للدول عديمة التوازن في ميزان المدفوعات، فهي تحمل أيضا خطر الصرف و خطر إنعدام القدرة على سداد الدين. حيث أن المديونية المفرطة تبطئ النشاط الإقتصادي و تعرقل خدمة الدين. تحلل هذه الأطروحة كيفية تسيير الديون الخارجية و إرتباطها بتغير أسعار صرف العملات التي تحتوي عليها. إن الحصول على سلة عملات مثلى يؤدي إلى تسيير ديناميكي للديون الخارجية للجزائر و الدول في طريق النمو، وهذا سيقبل من تأثير تقلبات العملات الأجنبية على رصيد الدين. نظرا لأن تسيير أزمة الديون الخارجية لم يحل مشكل المديونية المفرطة و كان عامة في صالح الدائنين. النموذج المطبق على الإقتصاد الجزائري يساعد على إيجاد علاقة بين نظام الصرف و العملات التي يحتوي عليها الدين الخارجي و الهيكل الجغرافي للتجارة الخارجية. و بذلك يحد من الصدمات الخارجية و يسمح بإستنتاجات سانحة لتحمل الدين الخارجي.

كلمات مفتاحية : الدين الخارجي، الإستقرار، الديون المفرطة، سعر الصرف، نظام الصرف، تحمل الدين، التنمية، التقلب، خدمة الدين، نسب الديون