

**La Répudiation de la Dette Souveraine et ses
Conséquences :
Le Cas de l'Equateur.**

Claire BARRAUD*

Article présenté au Quatrième Colloque Bi-annuel organisé par

**LE CENTRE D'ETUDES MONETAIRES ET FINANCIERES
ET
THE INTERNATIONAL ECONOMIC POLICY INSTITUTE (IEPI)**

En collaboration avec L'ADEK
(Association pour le Développement des Etudes Keynésiennes)

**“LA CRISE FINANCIERE ET MONETAIRE:
Repenser la politique économique et redéfinir
l'architecture et la gouvernance
de la finance internationale”**

10-12 Décembre 2009

Université de Bourgogne, Laboratoire Economie Gestion
(Dijon, France)

* Doctorante à l'Université Pierre Mendès France, Grenoble II, France.

La Répudiation de la Dette Souveraine et ses Conséquences : Le Cas de l'Equateur.

Résumé : L'Equateur a récemment répudié une large partie de sa dette commerciale. Compte tenu de l'historique d'endettement du pays, l'article montre dans une première section que cette décision peut être considérée comme légitime, voire nécessaire. La seconde section s'intéresse néanmoins aux conséquences négatives relevées par la littérature existante à ce sujet, et lui oppose des arguments pratiques visant à montrer leur caractère aléatoire et de fait relatif.

Mots clé : Répudiation, Crises financières, Dette souveraine, Equateur.

The Sovereign Debt Repudiation and its Consequences : The Case of Ecuador.

Abstract : Ecuador has recently repudiated a wide part of its commercial debt. Given the historic of the country indebtedness, this paper shows, in its first section, this decision can be considered as legitimate, even necessary. The second section however deals with negative consequences addressed by existing literature on the topic, and puts up them practical arguments in order to show their unpredictable and so relative characteristics.

Key words: Repudiation, Financial crises, Sovereign debt, Ecuador.

1. Introduction

L'intégrité des contrats ne peut, en théorie, être remise en cause. Dans le cas des entreprises, le manquement aux obligations contractuelles a pu être sanctionné par l'incarcération du mauvais gérant au XVIII^e siècle (Sgard, 2002), avant que la sanction de liquidation apparaisse. Dans le cas souverain, les défauts de paiement sont aussi anciens que la possibilité pour les Etats d'emprunter, mais aucune procédure de restructuration ordonnée et prévisible n'a vu le jour avant 2001 (Krueger, 2001). Le défaut de paiement d'un Etat, qu'il soit dû à une crise de liquidité ou d'insolvabilité, a fait l'objet d'une vive littérature, notamment en raison de la vague de défauts survenue après la grande crise de la dette de 1982, puis dans les années 1990, après les ouvertures non maîtrisées des comptes de capital dans les pays émergents.

En raison de l'immunité souveraine qui protège l'Etat de la mise en faillite avec saisie des actifs, celui-ci peut avoir intérêt à ne pas honorer ses obligations envers les marchés financiers. Mais Eaton et Gersovitz (1981) ont révélé que les marchés possédaient également une arme de choix ; celle d'exclure un Etat de toute possibilité de financement externe privé, au moins momentanément. Or, le recours aux marchés internationaux de capitaux prévaut depuis la libéralisation financière orchestrée au début des années 1990, et s'est depuis considérablement complexifié. Si les syndicats de banques maîtrisaient les négociations de restructuration jusqu'à ces dates, les Etats doivent désormais faire face à une multitude de créanciers anonymes, de nature différentes et aux intérêts et horizons très divergents. Dès lors, tout défaut implique une restructuration lente et laborieuse, à l'issue incertaine, pendant que la crise continue d'attaquer la valeur des actifs détenus par les créanciers et de plonger le pays débiteur dans un marasme économique et social de grande ampleur.

Après une ultime crise de ce type en 1999, l'Equateur a de nouveau dû restructurer sa dette souveraine, à des conditions que Rafael Correa n'avait toujours pas digérées lorsqu'il a été élu Président de la République en 2006. Une commission d'audit sur la dette publique a alors été créée en 2007 et a rendu ses conclusions en 2008. Une grande partie de la dette souveraine équatorienne ayant été jugée illégitime, Correa annonçait fin 2008 la répudiation de 40% de la dette de l'Etat due aux marchés financiers.

Les conséquences d'un tel acte de cessation définitive des transferts sur la dette souveraine s'apparentent dans une large mesure à celles liées au défaut de paiement. La répudiation sur la dette extérieure étant encore un phénomène rare, la littérature scientifique ne s'y est pas beaucoup penchée. Il est toutefois pertinent de considérer que, a priori, un tel acte entraîne le tarissement des sources privées de financement extérieur, une érosion de la réputation de « bon payeur », voire des sanctions plus directes comme un embargo sur le commerce extérieur du pays. Très peu de pays ont répudié leur dette extérieure à cause de ces risques induits. Pourtant, l'Equateur y a eu malgré tout recours.

La question qui s'impose est alors celle de savoir si les conséquences d'un tel acte sont si dramatiques que celles relevées dans la littérature existante.

Dans un souci de cohérence, la première section rappellera les raisons de cet acte unilatéral de cessation des paiements pour en souligner les motivations. La seconde section n'oubliera pas pour autant les effets économiques négatifs potentiellement induits par une telle mesure, quelles qu'en soient les causes, mais les remettra dans leur contexte en leur opposant d'autres arguments tout aussi valables en pratique.

2. La répudiation de la dette équatorienne : une décision particulièrement motivée.

Lorsque la dette étouffe, depuis trente ans, toute perspective de croissance malgré les restructurations répétées, l'Etat doit choisir entre deux options. Soit il spolie sa population, en continuant de rembourser la dette, soit il spolie ses créanciers, par l'acte de répudiation. L'Equateur a choisi la seconde option et il s'agit d'en connaître les motivations, au-delà du caractère illégitime qui a été établi.

La crise de la dette et le processus de « sucrétisation ».

Tout au long des années 1960 et 1970, les créanciers n'ont pas jugé nécessaire d'être regardant sur la nature du débiteur, ni la destination réelle des sommes prêtées, dans les conditions d'octroi de leurs prêts. Or, l'Equateur a connu une longue période de dictature, de 1968 à 1979, pendant laquelle la dette externe publique a été multipliée par huit et la dette externe privée, par trente sept. En 1978 en effet, une « modification dans la Constitution équatorienne » dessaisissait le Parlement de son droit de regard sur la politique d'endettement, « laissant la voie libre aux pratiques de corruption et clientélisme » (CEIDEX, 2007, p. 2). Or, 75% des dettes privées avaient une échéance à moins d'un an et 83% avaient été contractées à taux variables. Après l'augmentation drastique des taux d'intérêt nord-américains et la chute de la demande envers les matières premières, les termes de l'échange se dégradent durablement et l'inflation galopante pousse les monnaies à la dévaluation.

La mauvaise gouvernance du pays et les pratiques bancaires de l'époque dressent l'Equateur au défaut sur sa dette en 1983. Les dévaluations successives du sucre¹ provoquent une grave crise financière qui pousse l'Etat à intervenir pour sauver le secteur bancaire

¹ Le Sucre est la monnaie équatorienne.

détenant les dettes des entreprises nationales, elles-mêmes en quasi-faillite. Cette opération de « sucrétisation », réalisée sous la pression du FMI et de la Banque mondiale, se déroule entre 1983 et 1984, et va finir d'asphyxier l'économie. Elle offre en effet la possibilité pour les débiteurs privés de payer en sucre les dettes contractées en dollars. Par là même, la Banque Centrale de l'Equateur devient garante « du crédit et du risque de change » (Fontaine, 2003, p. 3), synonyme d'un transfert des dettes privées vers la sphère publique. De fait, la dette publique est multipliée par six, passant de 1650 millions à 7500 millions de \$ après la « sucrétisation ». Or, 3% des entités ayant été sucrétisées (soit 95 bénéficiaires) ont représenté 75% du coût total, et aucun contrôle n'a été effectué quant à savoir si ces dettes avaient déjà été honorées ou non. L'Etat a donc pu reprendre des dettes fictives.

Cette grande crise de la dette équatorienne n'ayant jamais été véritablement résolue, la dette équatorienne passe « de 241 millions de dollars en 1970 à 16 995 millions en 2006 (soit une multiplication par 70). La dette extérieure par habitant [passe], quant à elle, [de] 36 dollars en 1970 à 1460 dollars en 2005 » (De Romanet, in Bouchat et al., 2008, p.191).

L'échec des PAS et des tentatives de restructuration de la dette.

L'Equateur, comme les autres Etats surendettés, doit alors s'adresser aux dernières « signatures financières » existantes pour obtenir de nouveaux financements, afin de régler les emprunts précédents. La Banque mondiale et le FMI sont ces dernières signatures, mais elles n'acceptent de débloquer les fonds de manière échelonnée qu'à la condition d'appliquer rigoureusement les réformes regroupées à l'intérieur des Plans d'ajustement structurel (PAS). S'engage alors une mise sous tutelle de l'Etat équatorien qui durera, avec un paroxysme atteint après la crise bancaire de 1999, jusqu'à ce que Raphaël Correa soit élu Président de la République équatorienne en 2006.

En outre, si les PAS sont tirées du Consensus de Washington, elles sont également préconisées par les Plan Baker (1985) puis Brady² (1989) comme conditions nécessaires à une restructuration efficace de la dette souveraine avec les créanciers privés. Si le plan Baker exigeait des banques internationales qu'elles apportent de l'argent frais (*fresh money*) à leurs débiteurs, le plan Brady se voulait plus persuasif en leur donnant le choix entre un rééchelonnement, une conversion des titres en obligations de long terme ou un apport de *fresh money*. Néanmoins, les banques ont dû être contraintes à participer à ce processus par l'intervention des Etats-Unis. Et dans tous les cas, les PAS constituent bien des « market-based solutions »³. Le but général est alors de dessaisir l'Etat de ses prérogatives de régulateur pour laisser place au marché concurrentiel en matière commerciale, bancaire, financière et sociale, afin de libérer les ressources nécessaires au remboursement de la dette. L'échec sera néanmoins important, puisque de manière générale, non seulement la dette va augmenter, mais la pauvreté et les inégalités aussi (Berr et Combarrous, 2004). Entre 1980 et 2000, le PIB équatorien n'augmente que de 2% par an, tandis que le PIB par habitant baisse de 0,5% par an.

Les tentatives de restructuration échouent également et aggravent la situation (Plan Baker, huit accords avec le Club de Paris pour les dettes bilatérales, et échec du Plan Brady pour les dettes commerciales). L'Equateur sera ainsi le premier pays à faire défaut sur ses bonds Brady en 1999. En outre, dans la mesure où la suspension de paiements a duré presque cinq ans, l'Etat aurait pu demander devant les tribunaux de New York et de Londres la prescription légale de cette dette⁴. Pourtant, peu de temps avant la date limite de cette possibilité, un décret exécutif confirmera le statut de débiteur de l'Etat auprès des banques commerciales. De plus, l'émission de bons Brady en 1994 va reposer sur la valeur nominale

² Noms des secrétaires d'Etat au Trésor américain d'alors. Le premier plan fut un échec et le second connut un succès partiel.

³ « Solutions basées sur le marché ».

⁴ En effet, selon les lois new yorkaise et londonienne, les dettes impayées n'étant pas réclamées pendant 5 ans voient leur obligation de remboursement s'éteindre.

de la dette équatorienne, alors que sa valeur de marché⁵ n'excède pas 10% de sa valeur nominale. Le plan prévoyait alors quatre types de bons, les bons « Discount » et « Par », garantis par des bons à taux zéro du Trésor américain pour le traitement du capital, et les bons « PDI » et « IE » pour le traitement des intérêts. Si les bons « Discount » permettaient une réduction du capital de 45% mais avec des taux d'intérêt variables et supérieurs à ceux du marché, les bons « Par » ne permettaient aucune réduction du capital, malgré un taux d'intérêt de d'abord 3%, puis de 5% à partir de la onzième année. Le service des bons Brady devait néanmoins augmenter de 294% entre 1995 et 2008 (Bouchat et al., 2008).

Au niveau politique et social, la population équatorienne sera incapable d'assimiler les sacrifices qui lui sont demandés tout au long des années 1980 et 1990. De 1984 à 2000 ; année du paroxysme de la crise bancaire, sept Présidents se sont déjà succédés, deux seulement ont vu leur mandat arriver à terme. La plupart ont été renversés par la colère des foules, certains remplacés par leur Vice-président, et l'un est devenu fou. Entre 2000 et 2005, avant l'arrivée de Correa, trois autres Présidents se succèdent. Aucun ne termine son mandat. Cette instabilité politique et sociale jouera un grand rôle dans les crises financières et les défauts de la dette équatorienne.

La libéralisation financière et la crise systémique de 1999

Sur le plan économique et financier, l'Equateur, comme beaucoup de pays émergents du continent, va subir de plein fouet la libéralisation du compte de capital, sans instauration d'autorité de régulation, ni mise en place de règles prudentielles. La libéralisation des mouvements de capitaux à court terme est en effet une des causes majeures des crises financières des années 1990 (Sgard, 2002). Ainsi, en 1994 la Loi sur les institutions

⁵ La valeur de marché correspond en fait à la valeur d'échange sur le marché de la dette. Elle est fonction du contexte économique, politique et financier du débiteur. La valeur nominale est la valeur attribuée au titre au moment de son émission.

financières permet de libéraliser les taux d'intérêt (qui ne sont alors plus maintenus à un niveau artificiellement bas par la « Répression financière »), de diminuer la rationalisation des réserves obligatoires, permet aux banques de procéder à des opérations (prêts ou dépôts) en dollars et de conduire des opérations off-shore (Sturzenegger et Zettelmeyer, 2006). Par conséquent, l'économie connaît immédiatement un boom du crédit et une augmentation rapide du nombre de banques sans renforcement des règles prudentielles, surtout pour les opérations off-shore. Aucun instrument de résolution de crise, autre que l'intervention d'urgence de la Banque centrale (susitant en plus un aléa moral), n'a été pensé. En 1997, la moitié des crédits bancaires sont libellés en devises étrangères et sont de fait vulnérables à une potentielle dépréciation de la devise nationale. Or, en 1998, trois chocs viennent frapper l'Equateur. La baisse du cours du pétrole, produit sur lequel les IFI ont basé le processus de croissance du pays (Lenseigne et al., 1991), provoque un manque à gagner de 3,5% du PIB pour l'Etat, les coûts liés au phénomène El Niño⁶ (13% du PIB) laissent encore des traces sur le budget public ainsi que sur la confiance des marchés, et la crise asiatique, puis russe, stoppent soudainement les flux de capitaux à destination des pays émergents.

Ainsi, en avril 1998, seule, la fermeture d'une petite banque équatorienne provoque une course à la liquidité qui marque le début d'une crise bancaire, laquelle va vite se transformer en crise systémique interne sans précédent. La Banque centrale ne peut rien faire, hormis soutenir la liquidité du sucre quelques temps, avant que, devant l'ampleur de la crise, l'Etat ne décide, sur les conseils du FMI, de déclarer un défaut de paiement sur 45 millions de dollars d'intérêt dus sur les obligations Brady. Le but est alors de gagner du temps pour contraindre les créanciers à participer à une restructuration de la dette en bonne et due forme. Dans un second temps, l'Etat va garantir la couverture totale des dépôts en décembre 1999, puis imposer une taxe de 1% sur les transactions financières pour enfin décréter un gel des

⁶ A l'origine, El Niño, est un courant marin chaud qui réchauffe les eaux du littoral Pacifique. Néanmoins, régulièrement, il se transforme en catastrophe climatique provoquant de graves dégâts humains. Il avait déjà touché l'Equateur en 1983.

dépôts. Le FMI condamnera ces mesures, mais il est de toute façon déjà trop tard. La conversion des dépôts en dollars n'a pu être stoppée à temps et le sucre flotte depuis janvier 1999. Au milieu de l'année 1999, l'Équateur est de nouveau dépendant de l'aide du FMI puisque « ses réserves internationales ne s'élèvent qu'à 1.3 milliards de dollars US, pour un service de la dette de 550 millions de dollars sur les bonds Brady et les Eurobonds pour le reste de l'année 1999 et l'année 2000, la dette interne arrivant, quant à elle, à maturité de 500 millions de \$ » (Sturzenegger et Zettelmeyer, 2006, p. 155). En 2000, un dollar vaut 25000 sucres (contre 25 en 1980) et le pays connaît alors une situation d'hyperinflation.

La dollarisation et l'ultime restructuration de la dette souveraine.

Le 13 mars 2000, la « Loi de transformation économique de l'Équateur » formalise la dollarisation du pays. L'Équateur, qui doit désormais systématiquement s'aligner sur la politique du Trésor américain, perd de fait toute marge de manœuvre monétaire. L'État va ensuite de nouveau devoir faire face à une restructuration de sa dette souveraine, dont les conditions ne lui seront pas aussi favorables que ce qui a pu être affirmé (Levasseur et Riffart, 2003, Sturzenegger et Zettelmeyer, 2006).

Concernant la dollarisation, si elle est parvenue à réduire drastiquement le phénomène inflationniste (de 80.9% en mars 2000 à 1,5% en mars 2005), elle « n'a pas apporté sur le long terme un contexte serein de taux d'intérêt. Ces derniers se maintiennent à un niveau élevé, ce qui pénalise à terme le secteur productif » (Ponsot, 2005, p. 7). De même, la dollarisation favorise les importations puisque l'Équateur possède désormais une monnaie forte. À l'inverse, les secteurs exportables subissent une forte perte de compétitivité et la balance commerciale est ainsi largement déficitaire en 2002 et 2003. Enfin, elle repose le problème du prêteur en dernier ressort dans un contexte financier toujours dispensé de règles prudentielles.

Quant à la restructuration de la dette commerciale, elle va consister à échanger les Bons Brady, objet du défaut, en « bonos Global » pour une partie à échéance de 12 ans (*bonos Global 12*) et l'autre à échéance de 30 ans (*bonos Global 30*). Au final, les bonds Brady étant descendus à 25% de leur valeur faciale, « c'est donc une dette initiale de 6 298 millions de dollars, qui n'en valait plus que 1 575, qui a été échangée pour au moins 3 950 millions de dollars. Alberto Acosta parle alors d'un « merveilleux hold-up » (Acosta A., 2003⁷). Car si l'échange s'est déroulé dans le calme, les créanciers ont effectivement bénéficié de nombreux avantages. Ils ont d'abord reçu, avant échéance, les fameux bons du Trésor américain, achetés par emprunt pour garantir les bons Brady après la restructuration de 1994, pour un montant s'élevant à 722 millions de dollars (Acosta, 2005). Ils ont ensuite encaissé le montant des intérêts échus, soit 883 millions de dollars, payés au comptant. Parallèlement, le gouvernement, pour « convaincre les créanciers, s'est auto-imposé des sanctions » (Acosta, 2005, p.6) en cas de retard dans les paiements (pénalité de 30% si le retard survient lors des trois premières années, 20% à partir de la quatrième année et 10% après la septième année). La « gestion active de la dette » (Acosta, 2005, p. 6⁸) demandait enfin que le Gouvernement rachète les titres sur le marché secondaire pour maintenir leur cours à un niveau élevé. Le FMI a accablé la fragilité du secteur bancaire et financier de l'Equateur comme cause de cette crise, insistant sur l'erreur du gel des dépôts et sur son dégel trop rapide (Jacom, 2004). L'échange de dette est cependant apparu aux yeux de certains comme « une réussite », simplement dans la mesure où l'Equateur a accepté de suivre les conseils du FMI et que les créanciers ont majoritairement accepté l'offre d'échange (Roubini, 2002 ; Levasseur et Riffart, 2003 ; Eichengreen, 2003 ; Cohen et Portes, 2003 ; Sturzenegger et Zettelmeyer, 2006).

⁷Acosta A., 2003, « El canje de los bonos Brady por bonos Globales Ecuador : detalles de un atraco maravilloso ».

⁸ « manejo activo de deuda », Acosta, 2005, p. 6.

Le FMI prend alors les affaires de l'Equateur en main. Concernant la discipline budgétaire et fiscale, il impose notamment un gel des salaires et 30 000 licenciements dans le secteur public, la compression du budget des services sociaux, notamment ceux de la santé et de l'éducation et la généralisation de la TVA (payée avant tout par les plus pauvres). Une fois encore, les exportations de pétrole et de bananes doivent, malgré l'instabilité des cours du brut et des matières premières, apporter les ressources nécessaires au remboursement du service de la dette, et non à la reconstruction du pays. Pour cela, « el Fondo de Estabilizaciòn, Inversìon y Reducciòn del Endeudamiento Pùblico »⁹ (FEIREP, *in* Bouchat B. et al., 2008, p. 178) est créé en 2002 et demande à ce que ces fonds soient consacrés à 70% au paiement du service de la dette.

Ce fonds et l'orientation de ses ressources vont alors constituer une grande motivation pour Correa dans sa demande d'un audit de la dette en vue d'une éventuelle répudiation.

3. Les conséquences incertaines de la répudiation :

Des risques aléatoires et relatifs.

Juste avant de devenir Président de la République Equatorienne, Raphaël Correa, alors ministre des Finances en 2005, avait déjà tenté de renverser le budget du FEIREP alloué au service de la dette en arbitrando en faveur des dépenses sociales (éducation, santé, infrastructure et Recherche-et-Développement). Mais les pressions de la Banque mondiale, consistant à bloquer le déboursement d'un prêt de 100 millions de dollars prévu pour l'Equateur, l'avaient alors poussé à démissionner de ses fonctions. L'Equateur était à ce moment là le pays d'Amérique du Sud consacrant la part la plus élevée de son budget au service d'une dette déjà douteuse. C'est dans ces circonstances que Correa, une fois élu Président en 2006, et après

⁹ Fonds de stabilisation, d'investissement et de réduction de l'endettement public.

avoir poursuivi le processus d'audit sur les dettes engagé par la Commission spéciale d'enquête de la dette extérieure équatorienne (CEIDEX), a immédiatement instauré une Comisión para la auditoria integral del crédito público¹⁰ (CAIC). La CEIDEX n'ayant eu que six mois pour mener ses travaux, ses conclusions ne pouvaient être assez explicites. Mais surtout, contrairement à la CAIC, elle ne bénéficiait pas du pouvoir de lancer des procédures judiciaires à l'encontre des responsables des irrégularités commises dans la rédaction des contrats de dettes. La CAIC a alors rendu son rapport en septembre 2008, signalant le caractère « illégitime » de nombreuses dettes. Cette illégitimité émanait notamment de la découverte de nombreux documents antidatés et de contrat de dette dont la destination du financement n'avait pas été respectée (Perez, 2008). Les dettes illégitimes n'ont pas de véritable définition juridique. Elles sont néanmoins définies par les mouvements sociaux défendant l'annulation de la dette des Tiers-Mondes, comme des dettes « contraires à la loi ou à la politique publique, injustes, inadaptées ou abusives ». Ces dettes ne peuvent dès lors être remboursées « puisque le prêt ou les conditions attachées à l'obtention du prêt violent la souveraineté et les droits humains » (Bouchat et al. 2008, p. 184). Le 20 novembre suivant, Correa annonçait une suspension des paiements sur une large partie de la dette commerciale du pays. En décembre 2008, il confirmait la répudiation de 40% de la dette équatorienne due aux marchés financiers, liée aux *bonos* Global 12 et 30, malgré les menaces avancées quant aux dangereuses conséquences d'un tel acte.

¹⁰ Commission d'audit intégral de la dette publique.

3.1 Les effets théoriques de la répudiation : des conséquences négatives mais toutes relatives en pratique.

Les études théoriques sur la répudiation de la dette souveraine ne sont ni nombreuses, ni récentes pour la plupart. La littérature existante met néanmoins en avant le caractère risqué d'une telle décision.

Deux types d'effets sont à distinguer, les effets directs d'une part et les effets indirects d'autre part (Meunier et Sollogoub, 2005).

L'effet indirect de la répudiation : l'érosion de la réputation de « bon payeur ».

L'argument qui revient le plus souvent est l'effet indirect d'un tel acte, qui est la chute à long terme des flux de capitaux à destination du pays débiteur, de la part des créanciers spoliés naturellement, mais aussi des marchés internationaux de capitaux en général en raison de l'érosion de la réputation de « bon payeur » du pays. Eaton et Gersovitz (1981) avaient en effet supposé que la résultante d'un défaut serait logiquement l'autarcie financière et, de fait, une perte de l'efficacité de la production. Néanmoins, l'impact est plus ou moins douloureux selon que le pays est réellement dépendant des financements extérieurs afin de se protéger des aléas économiques, ou s'il peut, dans des conditions similaires, bénéficier de l'alternative d'emprunter sur son marché domestique. Par ailleurs, une grande partie de la littérature sur les financements extérieurs privés a montré que dans les faits, les financements issus des marchés internationaux sont plutôt de nature pro-cyclique, s'amplifiant en période de croissance et aggravant davantage les aléas négatifs via l'augmentation des *spreads* (Stiglitz, 2006, p. 319). En outre, en raison de la crise financière actuelle, il n'est pas encore possible de connaître avec exactitude le rôle de la répudiation dans la baisse des entrées de capitaux dans l'économie équatorienne dans la mesure où la plupart des pays émergents sont touchés par ce

phénomène. Beaucoup de monnaies se sont dépréciées suite à la crise financière, reflétant « une inversion des flux nets de capitaux (...) [et signifiant que] l'aversion au risque perdue à l'égard de cette zone » (Riffart, 2009, p. 2).

D'autre part, ce sont les marchés financiers eux-mêmes qui sont souvent à l'origine des crises. Le phénomène de course à la liquidité, induit par un effet de panique générale bien souvent sans rapport avec une dégradation des fondamentaux de l'économie, constitue empiriquement le principal facteur des crises financières (Aglietta, 2004). Enfin, Artus et Cartapanis (2008) soulignent le fait que « ce sont les pays qui ont le moins fait appel à l'épargne externe qui ont enregistré les taux de croissance les plus élevés depuis une vingtaine d'années » (Artus et Cartapanis, 2008, p. 3). En effet, l'afflux de capitaux peut d'une part pousser la politique monétaire à augmenter les taux d'intérêt et, d'autre part induire une appréciation du change défavorable aux secteurs des biens exportables. De fait, une trop forte entrée de capitaux peut donc créer « un risque d'instabilité dynamique sur le plan macroéconomique, sans garantie d'accélération de la croissance » (Artus et Cartapanis, 2008, p. 3). Il est également important de rappeler que le marché de la dette souveraine est très spéculatif, ce qui implique un assujettissement important du souverain à la paranoïa des foules, ainsi qu'une responsabilité patente des créanciers dans le déclenchement des crises et leur aggravation. Le pays a dans ce cas intérêt à rechercher des sources de financement à caractère local. A cette fin, la Banque du Sud créée en 2007 au sein de sept grands pays d'Amérique Latine a peut-être un rôle à jouer.

Sachs et Cohen (1985) avaient quant à eux étudié les effets du risque de répudiation sur la croissance et la dette externe. Il en ressortait globalement que, même avec l'hypothèse d'une alternative d'emprunt, le risque de répudiation, perçu par les créanciers, avait des effets négatifs sur la dette externe, via l'augmentation des *spreads*, et donc sur le potentiel de croissance du pays débiteur. Concernant l'Equateur, les *spreads* ont effectivement augmenté,

et ont atteint 2800 points en août 2009 (contre 1200 pour le Venezuela et l'Argentine). L'Equateur est ainsi devenue le pays « le plus risqué » d'Amérique Latine (Ministère des Affaires étrangères et européennes, 2009). Néanmoins, l'opération de rachat de la dette a été réalisée avec succès en juin 2009 et 91% des détenteurs des bons jugés illégitimes ont accepté la révision de la valeur faciale de ces titres au tiers de leur valeur nominale. L'Argentine a fait exactement la même expérience, et la longue période de récession que lui prédisait le FMI n'a, en réalité, pas duré si longtemps, de même que l'ampleur des dégâts n'a pas atteint les niveaux définis par le Fond.

Des effets directs difficilement applicables au cas souverain.

Au niveau des effets directs, la restriction des crédits commerciaux, la possibilité d'un embargo sur le commerce extérieur du pays, la mise en faillite et la confiscation ne doivent pas non plus être ignorées. Les deux dernières (la faillite et la confiscation) ne sont pas réalisables dans le cas du débiteur souverain, puisqu'il ne s'agit pas d'une personnalité privée pouvant faire l'objet d'une liquidation dans le cadre d'une procédure de faillite normale, et dont les titres seraient attribués à chaque créancier au prorata de leur apport. Le PIB, en tant que principal actif d'un pays, ne peut être saisi puis partagé, pas plus que les recettes fiscales (Jeanne, 2001). Le patrimoine national, constituant également l'actif comptable de l'Etat, ne peut pas non plus être cédé contre le consentement des autorités, à moins bien sûr qu'il ait été gagé. L'immunité souveraine prime donc dans la plupart des cas.

Quant à la restriction sur les crédits commerciaux et l'embargo, ils ne se mesurent pas qu'en termes de faisabilité, mais également en termes de possibilité de coordination entre créanciers, de volonté et de capacité pour les créanciers de les appliquer. L'embargo est délicat à mettre en place puisque d'une part, les créanciers ne sont pas nécessairement les

importateurs ou les fournisseurs des produits du débiteur, et d'autre part, il doit être appliqué par un nombre minimum de pays pour avoir un impact significatif. Cela nécessite donc une coordination entre les crédeurs, qui est rarement atteinte dans les faits. En outre, ces derniers ne connaissent pas toujours leurs droits. Et les créanciers de l'Equateur représentent au total plusieurs milliers de porteurs, souvent anonymes les uns pour les autres, avec des intérêts et des horizons divergents, ou, dans le meilleur des cas, seulement différents. Le défaut d'action collective des créanciers s'est toujours parfaitement bien illustré lors des crises de la dette souveraine. D'autre part, un embargo nécessite l'intervention de l'Etat de résidence des créanciers privés, ce qui est très rare en pratique. Plus délicat encore, il peut demander la coordination de plusieurs grands Etats, clients et/ou fournisseurs, du pays débiteur. En l'occurrence, tout embargo peut faire l'objet, a priori, d'une plainte auprès de l'Organe de règlement des différends (ORD) de l'Organisation mondiale du commerce (OMC). Enfin, en pratique, depuis la décision de Rafael Correa, aucune sanction de type commerciale ou financière de la part des Etats-Unis n'a été prise, alors même que la répudiation concerne dans une large mesure les dettes dues à des banques américaines. Les Etats-Unis sont le principal client (43% des exportations équatoriennes) et fournisseur (20% des importations) de l'économie. Les différends portent surtout sur des questions géopolitiques, telles que le refus de maintenir la base militaire américaine de Campa ou les questions de trafic de drogue et de la présence des FARC en Equateur. Pour autant, le dialogue commercial et financier entre l'Equateur et les Etats-Unis ne semble pas être atteint (Ministère des Affaires Etrangères et Européennes, 2009).

Concernant la possibilité de sanction sur les crédits commerciaux, elle doit d'abord être connue du créancier pour que celui-ci puisse et juge bon de l'appliquer. En effet, le détenteur des titres faisant l'objet du défaut doit connaître ses droits légaux, tels que sa capacité à entraver le commerce du pays ou à saisir les actifs qu'il détient à l'extérieur (qui,

selon Bulow et Rogoff, 1988, correspondrait à la véritable menace exercée sur la répudiation). Or, ce n'est pas toujours le cas. Bulow et Rogoff (1988) remettent alors en cause la théorie de la réputation comme menace principale dont souffriraient les débiteurs souverains après défaut, pour montrer que, dans le cas de *petits pays* (*i.e.* ne pouvant influencer sur le taux d'intérêt mondial), l'établissement d'une réputation de bon payeur est impossible à établir dès l'origine. Bulow et Rogoff mettent également en lumière le fait qu'il est préférable pour un pays surendetté de négocier avec ses créanciers une remise de dette. La dette « pardonnée » serait ainsi « oubliée » (Bulow et Rogoff, 1988, p.8). Néanmoins, empiriquement, ce constat ne se vérifie pas puisque les créanciers ont dans la majorité des cas, et surtout sur un petit pays, un pouvoir de négociation supérieur à celui du débiteur, même souverain. La question n'est alors plus de savoir si le pays doit ou non négocier, mais plutôt s'il peut négocier sans être lésé, notamment dans le cadre de dettes ayant été jugées pour certaines illégales. De plus, l'expérience montre, notamment à travers la gestion de la crise de la dette de 1982 puis de la gestion des défauts souverains dans les années 1990, que les remises de dette véritables, prenant en compte la valeur de marché des titres, et non leur valeur nominale, sont en réalité très rares.

3.2 Une répudiation pouvant s'avérer plus efficace que le défaut et la persistance des remboursements.

Les exemples de l'Argentine et de l'Afrique du Sud : la répudiation, même partielle, n'est pas plus néfaste que la persistance des flux de paiement.

Si l'on part du principe que l'Equateur s'apprête à vivre une longue période de récession, il est dès à présent impossible de savoir si elle sera due à la crise financière actuelle ou à l'acte de répudiation en lui-même. Si la récession est effectivement due à la répudiation,

il reste dans ce cas impossible de savoir combien de temps elle va durer. En outre, lorsque l'Argentine a exigé une restructuration de dette dont elle a posé les conditions en 2003 (remboursement du quart de la dette, bien qu'elle ait concédé 35% au final), elle a clairement spécifié à plusieurs reprises que l'offre était « à prendre ou à laisser ». Par conséquent, aucune négociation n'était possible. Fin 2004 d'autre part, elle déclarait que les détenteurs de titres refusant l'offre d'échange verraient leurs créances répudiées (Shapiro et Pham, 2006). Etaient répudiés également tous les intérêts dus sur la dette en défaut de 2001 et les nouveaux titres, à court terme, incluaient des taux d'intérêts extrêmement faibles pour une obligation souveraine (2,08% contre 5,96% précédemment). Finalement, 76% des détenteurs de la dette argentine ont malgré tout accepté cette offre, échangeant des titres d'une valeur faciale de 61,8 milliards de dollars contre de nouveaux titres d'une valeur faciale de 35,2 milliards de dollars. Entre 2002 et 2004, le rendement des titres argentins a ainsi correspondu au deux-tiers de celui des titres brésiliens, et à la moitié de celui des titres émis par l'Amérique Latine en général. Seule une répudiation intégrale aurait pu spolier davantage les investisseurs internationaux. Selon les différentes théories présentées ci-dessus, l'Argentine aurait dû connaître une longue isolation des marchés financiers et une grave récession économique à moyen ou long terme, comme le lui prédisait le FMI. Pourtant, même si la situation n'est toujours pas exemplaire, la croissance économique n'a attendu que quelques mois avant de repartir (8% environ dès 2005), et les investisseurs étaient de retour dès l'année 2005 également. Comme l'a souligné *The Economist*, « effectivement, les marchés de capitaux semblent avoir une remarquable mémoire courte » (*The Economist*, 2005, p. 6).

A l'inverse, l'Afrique du Sud, qui s'apparente plus à un petit pays tel que l'Equateur sur la scène internationale, a décidé de persister dans le remboursement de sa dette. Lorsque Nelson Mandela a menacé de répudier la dette liée à l'Apartheid, il est devenu l'objet de vives pressions de la part des marchés. Celles-ci portaient naturellement sur l'absence de nouveaux

prêts en cas d'annulation unilatérale des premiers, contre l'apport d'argent frais en cas de continuation des paiements. Nelson Mandela a donc décidé d'honorer des engagements qui ne le contraignaient pas, en raison de leur illégitimité. Et entre 1994 et 1999, le pays a subi un transfert net négatif de 6 milliards de dollars (Christian Aid, 2007). Cet exemple permet aussi de prendre toute la mesure des coûts liés à la persistance du remboursement de la dette. Et ce constat trouve davantage de véracité encore dans les cas, non rares, de dettes illégitimes et odieuses. Car le transfert financier net dans le cas de l'Equateur était également négatif depuis vingt ans. Le problème est que ces coûts ne sont que très rarement discutés.

Le défaut n'est pas nécessairement préférable à la répudiation.

Dans les circonstances mondiales actuelles, et dans l'idéal, à savoir si la dette équatorienne n'avait aucunement évolué durant l'année 2009, et sans l'acte de répudiation, elle s'élèverait approximativement à 9,7 milliards de dollars (privée, bilatérale et multilatérale, chiffres de 2008), soit 18% du PIB mais plus de 90% des exportations. Les exportations sont basées avant tout sur le pétrole et la banane, dont les prix sont très volatils et dont les secteurs sont négativement touchés par la dollarisation de l'économie. Les *spreads* des souverains en Amérique Latine ayant tous augmenté en 2009, il est possible de se douter que l'Equateur aurait de toute façon vu son accès aux marchés financiers restreint. De plus, sachant que malgré l'accumulation des réserves de change effectuée par les pays de la région depuis quelques années, celles de l'Equateur ont dernièrement diminué, et sachant que son taux de croissance en cette période de crise serait naturellement faible même si le pays avait honoré ses obligations légales, le défaut souverain serait aujourd'hui la perspective à court terme la plus probable. L'Equateur aurait très probablement fait défaut sur sa dette extérieure privée s'il avait honoré ses engagements qui, rappelons-le, ont été jugés illégaux et

malhonnêtes. Or, entre le défaut et la répudiation, l'acte dont les conséquences négatives sont les plus limitées n'est pas forcément celui auquel l'on pense en premier.

Une étude comparative des comportements des cours boursiers à Paris après le défaut roumain en 1933 et la répudiation de la dette russe en 1918 a été effectuée par Oosterlinck et Ureche-Rangau (2004). Les auteurs se demandent pourquoi un Etat peut tout de même répudier sa dette, s'il a conscience qu'un tel acte lui ferme l'accès aux sources de financement extérieures privées à long terme. Même « si la comparaison empirique du défaut et de la répudiation [ne portent pas] sur un seul pays, une même période et un même marché » (p. 5), les résultats obtenus sont intéressants. Les auteurs constatent en effet que si l'indice des titres russes chute de moitié par rapport à la valeur dont ils bénéficiaient avant la répudiation, les titres roumains atteignent difficilement le tiers de leur valeur d'avant crise. L'indice des titres russes ré-augmente au bout de sept mois après la date de l'annonce de la répudiation. Deux ans après le défaut roumain, l'indice des titres sur la bourse de Paris n'atteint même pas 60% de celui qui prévalait à la date du défaut. La raison de cet écart surprenant n'est pas à rechercher dans les caractéristiques des titres eux-mêmes, puisque celles « constituant l'indice roumain sont soit similaires, soit meilleures que celles des titres de l'indice russe » (p. 18). En réalité, la cause se trouve dans des considérations hors marché. Si les porteurs français savent en 1933 qu'ils ne toucheront qu'un certain pourcentage sur la valeur nominale des titres roumains puisque les négociations sont engagées, ils pensent cependant en 1918, que compte tenu du contexte géopolitique qui prévaut en Russie, un bouleversement politique ou diplomatique peut permettre un retour sur la décision de répudier. Le fait est que les espoirs quant à l'annulation de la décision russe vont durer jusqu'en 1993, date à laquelle les négociations redémarrent pour aboutir « en 1997 à un remboursement limité » (p. 15).

Il n'en reste pas moins que dans les deux cas, la valeur des titres souverains s'effondre et la valeur du risque-pays atteint des sommets. Dans les deux cas, l'accès aux marchés

financiers est fermé pour une durée indéterminée et la réouverture aux sources de financements privées est imprédictible. Mais dans la plupart des cas de défaut, les négociations se déroulent au détriment du souverain malgré sa présumée immunité, et les remboursements redémarrent pour être à nouveau stoppés et réaménagés lors de la prochaine crise et de la prochaine restructuration intempestive et désordonnée. Les clauses d'action collective (CAC) insérées dans les contrats de dette pour prévoir les moyens d'action en cas de changement dans les termes de paiement ne peuvent pas résoudre ce dilemme. D'abord parce qu'elles ne sont pas incluses sur la place de New York, principale place de législation régissant les contrats de dette souveraine, parce qu'elles ne s'intéressent pas aux intérêts du débiteur mais seulement au problème d'action collective des créanciers, parce qu'elles ne prévoient pas le cas de l'insoutenabilité de la dette, pour lequel toute restructuration est inutile (Rogoff and Zettelmeyer, 2002), ensuite parce qu'elles ne concernent que les titres émis avec CAC et non les autres, et parce qu'elles ne préviennent pas le phénomène de panique, qui déclenche les crises de la dette souveraine et leur défaut et au sein duquel il est impossible de négocier (Sgard, 2002). Or, compte tenu de ce qui précède, si les créanciers sont à la fois responsables du déclenchement de la crise (partiellement au moins), de son aggravation, de la tenue de la restructuration et qu'ils ont parallèlement un intérêt à défendre au sein du processus de négociation, alors ils sont à la fois également juge et partie.

La répudiation : une solution de dernier ressort pour la libération des ressources nécessaires au développement.

Le même Jeffrey Sachs (Sachs et Cohen, 1985) qui prévenait des risques liés à la répudiation, appelait en 2002 à la suspension unilatérale des paiements pour les pays des

Tiers-Monde afin de « réorienter les ressources » (Sachs, 2002)¹¹ « loin des riches crédeurs et de dépenser les fonds dans la santé et l'éducation » (in McKay, 2002). Les modèles théoriques ont surtout retenu, dans leurs hypothèses, des variables telles que les seuils au-delà desquels le débiteur peut avoir intérêt à faire défaut (Eaton et Gersovitz, 1981 ; Grossman and Huyck, 1985), les stratégies de négociations du débiteur et des créanciers (Rogoff et Zettelmeyer, 2002), le problème d'asymétrie d'information (Bulow et Rogoff, 1989) ou encore de changements de gouvernement (Mannasse et al., 2003).

Mais la question est surtout de savoir quand est-ce qu'il devient *légitime* de répudier. Il s'agit donc surtout d'un arbitrage entre deux types de spoliation. Car pour Marc Flandreau (in Plassart, 2006), «la répudiation de la dette n'est pas un vain procédé. L'Etat doit choisir ceux qu'il va spolier. Les créanciers financiers? ou les assurés sociaux?».

L'Equateur a spolié ses créanciers mais la situation politique interne aussi bien que régionale semble être en mesure de pallier les plus graves tendances que le pays connaissait jusque là. D'abord, la situation politique semble s'être stabilisée, au regard des diverses échéances électorales remportées par Rafael Correa¹². D'autre part, le Président a déjà prouvé sa volonté d'affecter davantage de ressources publiques aux dépenses sociales, en 2005 en tant que ministre et en 2006 lorsqu'il a décidé que la part du budget dédiée au remboursement de la dette passerait de 38 % à 11,8 % en 2010, signe d'une bonne utilisation des sommes récupérées sur le service de la dette du pays. Enfin, en 2009, la plupart des revenus tirés des ressources pétrolières et des barrières nouvellement instaurées sur certaines importations ont également été affectés aux dépenses visant à atténuer les effets les plus néfastes de la crise actuelle sur les populations les plus fragiles. Ce mouvement ne tient pas seulement à l'Equateur mais se met progressivement en place au sein des plus grandes économies

¹¹ Press Service / Boston Globe, 5 août 2002, « Economist Jeffery Sachs calls for debt repudiation ».

¹² Elections présidentielles fin 2006 à deux tours, référendum en faveur de l'élection d'une assemblée constituante en avril 2007 et élection des membres de l'assemblée constituante le 30 septembre 2007, référendum de 2008 sur la nouvelle Constitution (sur lequel il jouait également son rôle de Président) et réélection aux fonctions présidentielles en 2009.

d'Amérique Latine. S'il est encore un peu tôt pour juger de l'efficacité et de la durabilité de ces mesures, il n'en reste pas moins que le mouvement progresse avec ampleur.

Dans la même perspective, une Banque du Sud s'est créée officiellement en décembre 2007, en tant qu'alternative au système du FMI et mécanisme de financement d'initiatives d'intégration multilatérale. Sept pays (l'Argentine, le Brésil, le Paraguay, l'Uruguay, l'Equateur, la Bolivie et le Venezuela) ont alors décidé d'initier une intégration financière en Amérique du Sud. Son document constitutif stipule en effet que « l'intégration sudaméricaine doit construire, pour les peuples de la région, un espace consacré à la promotion du développement économique et social, à la réduction des asymétries, à la réduction de la pauvreté et de l'exclusion sociale, et à la convergence et complémentarité des processus d'intégration économique » (CADTM, 2007). Mais pour Evos Morales (Président de Bolivie) il s'agirait également de créer « une monnaie propre à l'Amérique du Sud ». L'Equateur avait proposé que la Banque soit financée par un apport en capital des pays membres, des emprunts de la Banque auprès des pays membres (et non sur les marchés internationaux), des recettes de diverses taxes appliquées en commun (type taxe sur les transactions financières à court terme) et par des dons. Certes, avec un capital initial de 7 milliards de dollars, la Banque du Sud ne rivalisera pas avec le FMI, et il est encore trop tôt pour juger de sa faisabilité en tant qu'alternative partielle au recours aux marchés. Néanmoins, elle s'inscrit dans une tendance de coopération régionale dont les pays d'Amérique Latine ont besoin, ainsi que dans une volonté de souveraineté qui inscrit, pour la première fois depuis longtemps, la notion de développement humain dans les priorités de l'agenda des politiques économiques. La tendance à s'émanciper des institutions multilatérales et des marchés financiers internationaux afin de trouver des sources de financement plus stables pour le développement de ces pays progresse également à grands pas.

4. Conclusion.

Si l'on se réfère aux conclusions de la CAIC et à l'historique d'endettement du pays, il est pertinent de considérer que l'Equateur n'a pas manqué à ses obligations contractuelles. Le Gouvernement a choisi de léser certains de ses créanciers sur des bases juridiquement motivées et sur des critères économiques et sociaux basés sur la nécessité. Après la libéralisation financière de la région d'Amérique Latine, de nombreux Etats et de nombreuses institutions financières privées ont eu recours aux marchés internationaux de capitaux pour se financer. La plupart des Etats y ont laissé leur souveraineté. Les marchés financiers n'étant, la plupart du temps, ni rationnels, ni efficaces, les variations de *spreads* au cours des années 1990 n'ont jamais été proportionnels aux variations des fondamentaux de ces économies (Aglietta, 2004). Ce qui remet d'autant plus en cause la nécessité d'une crédibilité irréprochable des politiques monétaires pour rassurer des marchés financiers pathologiquement instables.

La crise actuelle le montre bien puisque si les pays émergents n'ont eu aucun rôle à jouer dans les causes de la crise, ce sont pourtant eux les premiers qui ont été touchés par le tariement des flux de capitaux au début de l'année 2009.

Cet article cherchait à montrer que les effets néfastes induits par la répudiation peuvent être relativisés en raison de leur caractère aléatoire et relatif. Il ne s'agissait pas pour autant d'encourager l'acte en lui-même. Seulement, la crise financière actuelle réunit tous les ingrédients nécessaires à une nouvelle vague de défauts souverains, notamment, cette fois-ci, en Europe de l'Est. Et en l'absence d'un véritable mécanisme de restructuration de la dette souveraine, sachant que les CAC ne peuvent, à elles seules, gérer de telles crises, la répudiation pourrait bien devenir le seul recours possible des Etats pour non seulement éviter

un nouvel affrontement avec les marchés, mais également pour honorer leurs engagements vis-à-vis des populations.

Références bibliographiques

Acosta A., 2003, « El canje de los bonos Brady por bonos Globales Ecuador : detalles de un atraco maravilloso », visible sur le site del observatorio internacional de la deuda, www.oid-ido.org/IMG/doc/AlbertoAcostaBonosBradyEcuador.doc.

Acosta A., 2005, « Al servicio de la deuda, en contra del país. A propósito de la propuesta de renegociación de los Bonos Global », CADTM, http://www.cadtm.org/IMG/pdf/DACOSTABonos_Global2005.pdf.

Aglietta M., 2004, « Architecture financière internationale: au-delà des institutions de Bretton Woods », La Documentation française, *Economie internationale*, 2004/04, No 100, pp. 61-83.

Artus P. et Cartapanis A., 2008, « Globalisation financière et croissance dans les économies émergentes. La sous estimation des contraintes macroéconomiques induites », *Revue économique* 2008/6, Volume 59, p. 1145-1158.

Berr E. et Combarous F., 2004, « L'impact du consensus de Washington sur les pays en développement : une évaluation empirique », *Communication présentée aux 1ères journées du développement du GRES, « Le concept de développement en débat » Université Montesquieu – Bordeaux IV, 16 et 17 septembre 2004.*

Bouchat B. et al., 2008, *Les crimes de la dette*, Syllepse, pp. 269 p.

Bulow J. et Rogoff K., 1988, « Sovereign debt : is to forgive or forget ? », *NBER Working Paper* No. 2623 :

Bulow J. et Rogoff K., 1989, « A Constant Recontracting Model of Sovereign Debt », *Journal of political economy*, 1989, volume 97, n°1.

CADTM, 2007 « La banque du Sud est née à Buenos Aires », date de mise en ligne : lundi 10 décembre 2007. http://www.cadtm.org/IMG/article_PDF/article_a2983.pdf.

Christian Aid, 2007, « Enough is enough : The debt repudiation option », http://www.eurodad.org/uploadedFiles/Whats_New/Reports/Debt%20Repudiation%20Christian%20Aid.pdf.

Cohen D. et Portes R., 2003, *Crise de la dette : prévention et résolution*, La Documentation française, Paris 2003, 164 p.

Comisión Especial de Investigación de la Deuda Externa (CEIDEX), 2007, « L'analyse de trente de dette extérieure de l'Equateur (1976 à 2006) », CADTM, http://www.cadtm.org/IMG/article_PDF/article_2628.pdf.

Eaton J. et Gersovitz M., 1981, « Debt with potential repudiation : Theoretical and empirical analysis », *Review of Economic Studies* (1981) XL VIII, pp. 289-309.

Eichengreen B., 2003, « Restructuring Sovereign Debt », *Journal of Economic Perspectives*, Volume 17, Number 4, Pages 75–98

Fontaine G., « L'Équateur, libéral malgré soi », *Problèmes d'Amérique Latine*, 49, 2003b, pp. 101 à 118.

Grossman H. I. and Huyck J. B., 1985, « Sovereign Debt as a Contingent Claim: Excusable Default, Repudiation, and Reputation », *NBER Working Paper* n° 1673.

Jacom H. Luis I., 2004, « The Late 1990s Financial Crisis in Ecuador: Institutional Weaknesses, Fiscal Rigidities, and Financial Dollarization at Work », *IMF working paper* No. 04/12.

Jeanne O., 2001, « Sovereign Debt Crises and the International Financial Architecture », *IMF Working Paper* (non publié).

Krueger A. O., 2001, « International Financial Architecture for 2002: A New Approach to Sovereign Debt Restructuring », conférence donnée at the National Economists' Club Annual Members' Dinner American Enterprise Institute, Washington DC, November 26, 2001.

Lenseigne F. et al., 1991, « Circuit économique pour l'Équateur (CEPE). Une modélisation de l'économie équatorienne », www.dial.prd.fr/dial_publications/STATECO/pdf/66/66_3.pdf.

Levasseur S. et Riffart C., 2003, « Crises de dette souveraine : Vers une nouvelle résolution ? », in *Chronique de la mondialisation, revue de l'OFCE* 86, pp. 83-131.

Longueville G. et Faure F., « Les pays émergents désormais ébranlés par la crise internationale », in *Conjoncture*, BNP Paribas, décembre 2008.

Mannasse P., Roubini N et Schimmelpfennig A., 2003, « Predicting Sovereign Debt Crises », *IMF Working Paper* n° 03/221.

Mekay E., 2002, « Jeffery Sachs to poor nations: Forget debt, Spend on AIDS », www.commondreams.org.

Meunier N et Sollogoub T., 2005, *Economie du risque pays*, Repères, Paris, *La Découverte*.

Ministère des Affaires Etrangères et Européennes, 2009, « Présentation de l'Equateur ».

http://www.diplomatie.gouv.fr/fr/pays-zones-geo_833/equateur_507/presentation-equateur_960/index.html.

Oosterlinck K. et Ureche-Rangau L., 2004, « Entre la peste et le choléra. Le détenteur d'obligations peut préférer la répudiation au défaut... », *CEB Working Paper* n° 04/021.

Perez B., 2008, « L'Equateur met la finance sur le banc des accusés et répudie sa « dette illégitime », in *Le Courrier*, Interview du vice-président équatorien Lenin Moreno, Article paru le 6 décembre 2008.

Plassart P., 2006, « Dette publique, le syndrome argentin », *Le nouvel Economiste*, n°1347, du 25 au 31 mai 2006.

Ponsot J.F., 2005, « Dollarisation et Banque centrale en Equateur », matisse.univ-paris1.fr/fr/IMG/pdf/JF_PONSOT.pdf.

Rifflart C., 2009, « Amérique latine : le vent tourne », *Revue de l'OFCE*, n°109, 2009/2, pp. 249 à 288.

Rogoff K. et Zettelmeyer J., 2002, « Bankruptcy procedures for sovereign : a history of ideas, 1976-2001 », *IMF Working Paper* No. 02/133.

Roubini N., 2002, « Private Sector Involvement in Crisis Resolution and Mechanisms for Dealing with Sovereign Debt Problems », Prepared for the Bank of England Conference on The Role of the Official and Private Sector in Resolving International Financial Crises, July 23-24th, 2002, London.

Sachs J. et Cohen D., 1985, « Growth and external debt under risk of repudiation », *NBER Working Paper* No. 1703.

Sachs J., 2002, « Economist Jeffery Sachs calls for debt repudiation », in Press Service / *Boston Globe*, 5 août 2002.

Sgard, 2002, *L'Economie de la Panique, faire face aux crises financières*, Paris, La Découverte, 304 p.

Shapiro R. J. et Pham N. D., 2006, « Discredited – The Impact of Argentina’s Sovereign Debt Default and Debt Restructuring on U.S. Taxpayers and Investors », Rapport préparé avec le soutien de *American Task Force for Argentina*, 34p.

http://www.atfa.org/resources/atfa_1006.pdf.

Stiglitz J. E., 2006, *Un autre monde. Contre le fanatisme de marché*, Fayard, 452 p.

Sturzenegger F. et Zettelmeyer J., 2006, *Debt Defaults and Lessons from a Decade of Crises*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, London, England, pp. 147-164.

The Economist, 2005, « A victory by default? », March 4th 2005, in *The Economist Global Agenda*.

Toussaint E., 2006, *La Banque mondiale, le Coup d’Etat permanent*, Paris, Editions Syllepse, 310 p.