



Dette, développement et dépendance – Prévenir les risques liés à la dette souveraine dans les économies émergentes

Carl Magnus Magnusson

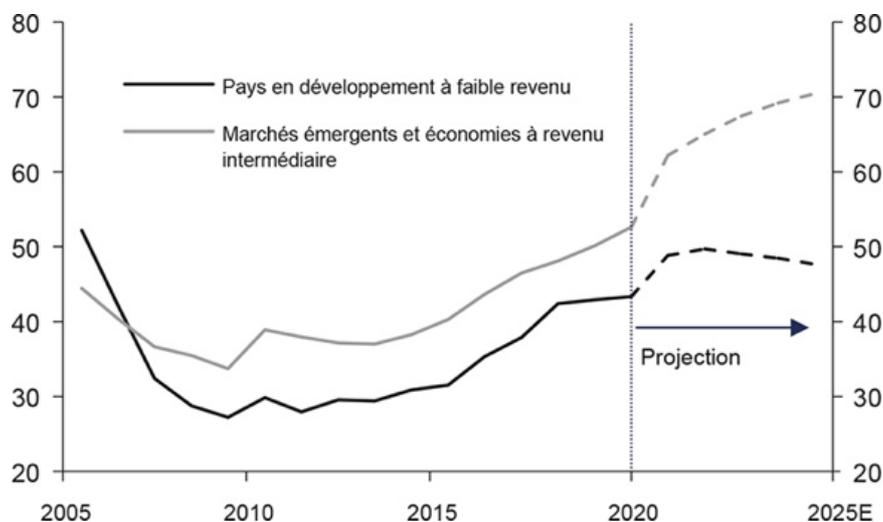
DANS **REVUE D'ÉCONOMIE FINANCIÈRE 2021/1 (N° 140)**, PAGES 119 À 137

ARTICLE

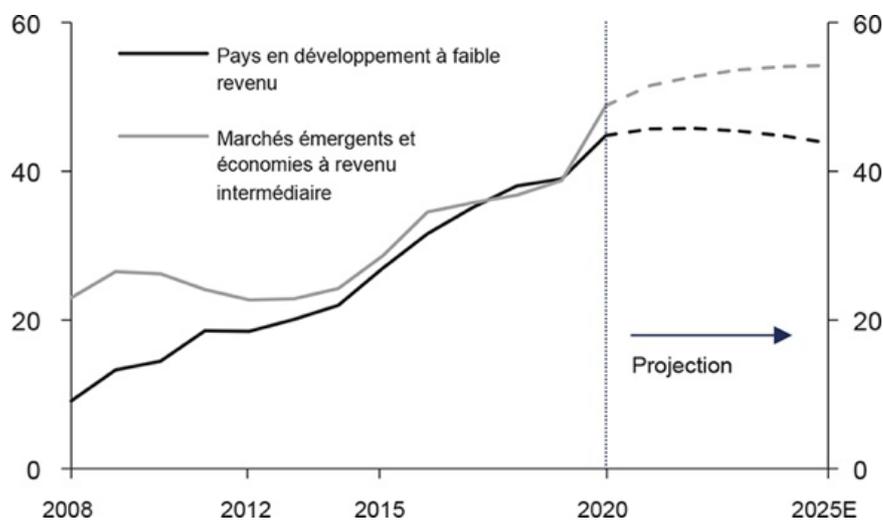
La dette souveraine des marchés émergents n'a cessé d'augmenter depuis plusieurs décennies. Leurs émissions annuelles ont plus que doublé depuis 2000, atteignant 2 500 Md\$ à la fin de 2019. Cette hausse s'est par ailleurs intensifiée dans le sillage de la pandémie de Covid-19 face à laquelle les gouvernements des marchés émergents ont eu recours à de nouvelles émissions de dette et emprunté des montants considérables (OCDE, 2020). Outre les emprunts sur le marché intérieur, au cours des six premiers mois de 2020, les gouvernements des marchés émergents ont emprunté un total de 124 Md\$ en devises fortes. Certains ont qualifié ce phénomène de « pandémie de la dette » (Bulow *et al.*, 2020). De nouvelles hausses sont encore à prévoir, car les gouvernements s'efforcent de soutenir les entreprises qui luttent pour survivre face au choc prolongé de la demande provoqué par les mesures de distanciation sociale et de confinement mises en œuvre par les gouvernements, afin de tenter de limiter la propagation du virus ainsi que par l'« autoconfinement » que certains s'imposent afin de réduire leurs interactions sociales.

1

GRAPHIQUES 1. DETTE SOUVERAINE DES MARCHÉS ÉMERGENTS ET DES PAYS EN DÉVELOPPEMENT (EN % DU PIB)



Graphique 1a Dette brute



Graphique 1b. Dette nette

Note : la dette nette est calculée comme la dette brute minorée des actifs financiers correspondant à des instruments de dettes.

— Source des deux graphiques : Moniteur des finances publiques, FMI.

L'augmentation des dépenses et des emprunts publics constitue une réponse parfaitement adaptée à la crise actuelle. Un resserrement procyclique de la politique monétaire et budgétaire pourrait se révéler excessivement coûteux et contribuer à la prolongation de la crise, comme la Grande Dépression (sans parler d'exemples plus récents) a permis de le démontrer (Reinhart et Rogoff, 2013). Si, dans le contexte d'une pandémie, la hausse de l'endettement semble préoccupante, le scénario contrefactuel l'est encore plus.

2

Cette situation, qui fait l'objet d'une grande attention, soulève d'importantes questions : quels sont les risques liés à une telle hausse des emprunts ? à quel moment sont-ils susceptibles de se concrétiser ? Telles sont les principales interrogations auxquelles nous devons tenter de répondre, car cela nous permettra de comprendre non seulement les implications de la hausse de la dette souveraine en tant que réponse à la crise, mais aussi d'autres problèmes plus vastes tels que le rôle que la dette peut et doit jouer dans le développement économique des marchés émergents. Alors que la hausse de la dette atteint des niveaux records dans le monde entier, le moment semble venu de se pencher sur le sujet. Après les avoir identifiés, nous devrions réfléchir plus particulièrement à la façon de prévenir les risques liés à l'endettement, tout en gardant à l'esprit les épisodes souvent douloureux qui ont suivi les différentes crises de la dette au fil de l'histoire ainsi que les périodes d'ajustement qu'ont traversées de nombreux pays. Cet article vise à apporter des réponses à ces questions, en soutenant notamment que la dette peut induire une dépendance susceptible de rompre le lien entre les politiques d'un pays et ses résultats économiques et que la plupart des effets néfastes de la dette découlent fondamentalement de cette dépendance. La reconnaissance de l'existence de cette dépendance est la première étape vers la réduction des risques et la création d'un cadre international pour la restructuration de la dette fondé sur le pragmatisme plutôt que sur la sanctification de la dette.

3

Cet article est structuré comme suit. La première partie expose les différentes formes de dépendance liées à la dette ainsi que la façon dont elles peuvent entraîner des conséquences néfastes indépendamment des actions des débiteurs (« défaillances non imputables aux débiteurs »). Afin de comprendre à quel moment ces risques sont susceptibles de se concrétiser et d'essayer

4

d'anticiper l'évolution de la situation actuelle, la deuxième partie de cet article examine ces questions dans le contexte de la crise de la dette qui a frappé l'Amérique latine dans les années 1980. Dans ce contexte, la troisième et dernière partie propose plusieurs mesures qui pourraient être prises au niveau international afin d'éviter de futures crises, ou du moins d'atténuer leur ampleur.

DETTE ET DÉPENDANCE

La question de la dépendance mérite d'être examinée, car elle lève le voile sur l'idée fondamentalement erronée de la seule responsabilité des débiteurs, idée qui amène à la conclusion que toute crise de la dette découle uniquement des mauvais choix politiques des débiteurs. Ce point de vue réduit en somme la question de l'emprunt souverain à un exercice de sélection de titres. Or il ne se limite pas à cela. En effet, la dette crée entre le débiteur et le créancier des liens qui s'étendent au-delà de ce que stipule le contrat, des liens étendus qui ne deviennent souvent visibles qu'en cas de crise.

5

Pour bien comprendre, il convient de prendre en compte quatre facteurs qui influent sur les risques liés à l'emprunt souverain : l'utilisation du produit de l'emprunt, l'échéance et la structure des taux d'intérêt du prêt, la devise de libellé et la nature du créancier^[1]. Imaginons un scénario dans lequel un pays réalise un investissement à rendement certain. Cela signifie que les gains de la croissance économique seront suffisants pour rembourser la dette contractée pour financer l'investissement, quel que soit son montant, intérêts compris, avant l'échéance. Autrement dit, les deux premiers éléments n'ont aucune incidence. Afin de réduire la question à son essence, nous pouvons partir du principe que la croissance économique peut être synthétisée de cette manière, sans pour autant oublier certaines contributions essentielles qui soulignent l'importance d'autres facteurs tels que l'identité commune (Rodrik et Mukand, 2020) et les différentes formes de développement institutionnel (voir, par exemple, Acemoglu *et al.*, 2005). Laissons également de côté le problème évident et succinctement résumé par Keynes selon lequel « notre connaissance des

6

facteurs qui gouverneront le rendement d'un investissement quelques années plus tard est en général très limitée et souvent négligeable » (Keynes, 1936, p. 149). Pour garder un minimum de lien avec la réalité, imaginons que cet investissement porte sur un cas exceptionnel de saut technologique (tel que les réseaux ferroviaires ou l'infrastructure internet) dont les rendements sont garantis. Dans le premier cas, supposons que les titres de dette sont émis sur le marché intérieur, dans la monnaie locale. Dans ces conditions, une défaillance semble peu probable. L'investissement est réalisé, l'économie croît et la dette est remboursée à temps. La clé réside ici premièrement dans le fait que l'interférence d'éléments perturbateurs extérieurs est très peu probable et deuxièmement que les effets de ces éléments perturbateurs seront moins marqués que dans d'autres scénarios, comme nous le verrons par la suite.

Dans un deuxième cas, légèrement plus proche de la réalité pour la plupart des emprunteurs des marchés émergents, nous pouvons reprendre le même scénario, à l'exception du fait que les titres de dette sont désormais émis au profit de créanciers extérieurs (étrangers) et en devises. Cela implique plusieurs nouveaux risques bien identifiés. Même si l'investissement financé par la dette se déroule comme prévu, plusieurs facteurs extérieurs peuvent mettre en péril sa viabilité. Les fluctuations néfastes des taux de change provoquées par des sorties de capitaux constituent un exemple évident, car elles exacerbent les effets du décalage entre les recettes fiscales en monnaie locale et la dette en devises et rendent le service de la dette plus difficile. Ces fluctuations pourraient même rendre l'emprunt plus coûteux *ex ante*, si les investisseurs prennent ce risque en compte (Eichengreen *et al.*, 2003). L'inversion des flux de capitaux peut avoir des causes diverses : un simple changement de politique monétaire dans les pays émetteurs des devises concernées ou encore une pandémie mondiale. En l'absence de contrôle du compte de capital, tout changement de politique peut aller jusqu'à entraîner une perte d'indépendance en matière de politique monétaire (Rey, 2015). Outre les variations du taux de change, dans le cas d'une dette à taux flottant, tout durcissement de la politique monétaire par l'émetteur de la devise concernée entraîne également une hausse

directe des coûts des intérêts. Ces risques bien identifiés peuvent entraîner une crise de la dette indépendamment des actions des débiteurs. Nous pouvons alors parler de « défaillances non imputables aux débiteurs ».

En l'absence de risque d'investissement, les problèmes évoqués relèvent-ils uniquement d'une asymétrie de devises ? À en juger par les exemples précédents, il semblerait que les problèmes disparaîtraient si les marchés émergents parvenaient à surmonter leur « péché originel » et se contentaient d'emprunter dans leur propre monnaie. Or ce n'est pas le cas. Même si la question de la monnaie est centrale, ce n'est pas le seul facteur à entrer en ligne de compte. On oublie parfois que le simple fait de faire appel à des créanciers extérieurs comporte un risque, souvent de nature politique, y compris dans le cadre d'une opportunité d'investissement à rendement certain financée par des titres de dette émis en monnaie locale. Imaginons un troisième cas, identique au premier, à l'exception de la base des créanciers : la dette est libellée en monnaie locale et utilisée pour un investissement dont les rendements sont garantis et permettront de couvrir les intérêts et le principal avant l'échéance. Imaginons alors qu'un choc extérieur tel qu'une crise financière empêche le gouvernement d'honorer tous ses engagements. Confronté à la difficile tâche d'attribuer un rang aux créanciers, il estime que certains engagements – disons les pensions de retraite – sont plus importants que d'autres. Dans l'incapacité de refinancer sa dette, il se retrouve ainsi en défaut vis-à-vis des créanciers qui ont financé l'investissement à rendement certain. Dans ce monde très simplifié, comment les effets de cette décision différencieraient-ils en fonction de la nature du créancier, c'est-à-dire entre le scénario 1 et le scénario 3 ? Pour répondre à cette question, intéressons-nous brièvement à une autre question : pourquoi les États remboursent-ils leurs dettes ?

La particularité de la dette souveraine est qu'il n'existe presque aucun mécanisme de restructuration en cas de défaillance et généralement aucune garantie tangible (Aguiar et Amador, 2014). Nous pouvons donc nous demander pourquoi les États se donnent la peine de rembourser leurs dettes. En effet, dans la plupart des cas, les États remboursent leurs dettes. Dans les deux siècles qui se sont écoulés entre la bataille de Waterloo et l'année 2016, les rendements réels *ex post* sur les obligations souveraines s'élevaient en moyenne à 7 % par an

(Meyer *et al.*, 2019). Eaton et Gersovitz (1981) ont tenté de proposer une explication, suggérant qu'étant donné que les États bénéficient d'un accès continu aux marchés internationaux des capitaux, ils s'efforcent de se forger et de conserver une réputation de débiteurs fiables. Toute défaillance risquerait de provoquer leur exclusion définitive et les empêcherait de se protéger contre les chocs. Or cette explication est incomplète. À l'évidence, si un État pouvait se reposer sur sa réputation de débiteur fiable, une fois cette réputation établie, il emprunterait dans sa propre monnaie afin d'éviter les problèmes liés aux emprunts en devises mentionnés précédemment. Bulow et Rogoff (1989) ont apporté une autre explication. Pour eux, la capacité des économies émergentes (« pays les moins développés » selon les termes de l'époque) à emprunter repose sur la possibilité pour les créanciers de pénaliser les débiteurs en dehors du contrat bilatéral, par exemple par le biais de créances sur leurs actifs ou de sanctions commerciales. La saisie d'actifs étrangers n'a été appliquée que rarement – mais pas jamais – depuis le pacte Briand-Kellog de 1928. Pour une grande partie de la littérature, ce sont d'autres formes de sanctions internationales et de restrictions vis-à-vis du secteur privé qui expliquent que les États remboursent leurs dettes (Panizza *et al.*, 2009 ; End *et al.*, 2019).

Ces sanctions internationales ne sont possibles qu'en présence de créanciers extérieurs. Dans le cas d'une base de créanciers domestiques, elles sont très limitées, voire inexistantes. Il faut néanmoins souligner que ces sanctions existent même lorsque la dette est libellée en monnaie locale. Dans l'éventualité d'une crise de la dette extérieure, le débiteur se retrouve alors privé de nombreuses options, car ces crises sont généralement très coûteuses (Reinhart *et al.*, 2016). L'application de sanctions commerciales ou le resserrement de l'accès au crédit pour le secteur privé dans le cadre d'une contraction constituent d'autres scénarios envisageables. Même si le débiteur est disposé à (et est capable de) déployer la solution globale consistant à recourir à l'inflation pour rembourser sa dette, cette mesure risque d'être considérée *de facto* comme une défaillance par les créanciers extérieurs. Dans le cadre de la dette extérieure, le bon fonctionnement du secteur privé dans le pays débiteur est inextricablement lié à la façon dont l'État agit vis-à-vis de ses contrats d'emprunt sur les marchés internationaux. Il s'agit donc fondamentalement

d'une question de dépendance. En effet, tous les problèmes abordés ici sont liés à la dépendance – la volatilité des taux de change et des coûts des intérêts est une manifestation de la dépendance du débiteur vis-à-vis de la politique monétaire d'autres États. Les sanctions commerciales, les programmes d'ajustement et les titres de dette soumis à des juridictions étrangères sont des formes de dépendance politique, une dépendance qui ne doit pas être sous-estimée.

Le raisonnement développé jusqu'ici semble plaider en faveur de l'isolationnisme. Ce n'est pourtant pas le cas. En premier lieu, dans les cas précis mentionnés dans cet article, la dépendance ne découle pas des relations internationales au sens large : elle est spécifiquement instaurée, et même légitimée, par des contrats d'emprunt. La solution ne consiste toutefois pas à couper tous les flux des endettements internationaux, qui peuvent se révéler extrêmement bénéfiques pour les marchés émergents, ni à promouvoir un cynisme machiavélique dans les relations économiques internationales. Pour qu'un système financier international fonctionne, il faut commencer par reconnaître l'existence de ces problèmes de dépendance. Dès lors, nous pourrions envisager sous un jour nouveau le cadre analytique sur lequel repose l'idée que la signature de contrats d'emprunt « en béton » est le seul moyen d'imposer une discipline aux débiteurs prodigues. Si « la sanctification des dettes comme étant quelque chose qu'il fallait respecter par-dessus toute autre chose » entraîne des conséquences néfastes sur les plans économique et social, comme le suggère Sandbu (2015), la première étape pour sortir d'un tel schéma consiste à reconnaître que les défauts de paiement de la dette sont, en partie, la conséquence de circonstances externes et non de la mauvaise foi des débiteurs. Cela a rarement été aussi évident que durant la pandémie de Covid-19. En effet, les difficultés financières qui en découlent ont frappé les créanciers aussi bien que les débiteurs, quoique pas forcément dans la même mesure, et ont favorisé une sorte de compréhension mutuelle du fait que la cause de la crise financière est particulièrement évidente. Néanmoins il ne faut pas croire que cette logique est uniquement valable dans le contexte d'une crise déclenchée par une pandémie. Elle l'est également lorsque les conséquences sont davantage unilatérales. À long terme, cela servira les intérêts des débiteurs autant que

ceux des créanciers. Évidemment, il n'est pas possible (et peut-être pas souhaitable) de supprimer complètement toute forme de dépendance, car ce lien est l'essence même d'un contrat d'emprunt. Toutefois, les coûts engendrés par la dépendance peuvent être réduits dès lors que l'on reconnaît que ces liens peuvent s'étendre au-delà de ce que stipule le contrat et que ces liens étendus ne deviennent souvent visibles qu'en temps de crise. Cela permet de dresser un tableau plus clair des risques associés à l'emprunt souverain et donc d'aborder des questions plus vastes, notamment la viabilité du recours à la dette en tant que moyen de favoriser la croissance de l'économie. Au fond, la question de la dépendance suit la même logique que la doctrine de la dette odieuse qui, même si elle n'a pas rencontré un grand succès juridique sur le plan pratique, est au moins largement acceptée sur le plan conceptuel. Autrement dit, certaines dettes ne peuvent pas être honorées du fait qu'elles ne sont pas imputables à ceux à qui on demande de les rembourser. Le même raisonnement sous-jacent s'applique aux défaillances non imputables aux débiteurs (sans pour autant aller jusqu'à la répudiation de la dette).

Avant de passer à l'analyse de faits historiques plus concrets, il convient d'apporter quelques nuances. Afin de souligner le fait que la capacité d'honorer un contrat d'emprunt peut être, jusqu'à un certain point, indépendante des actions du débiteur, en particulier dans les marchés émergents, nous sommes jusqu'ici partis du principe que le comportement des débiteurs était irréprochable. Bien entendu, il n'est en réalité pas rare qu'une crise de la dette soit précédée d'emprunts imprudents et d'une utilisation douteuse du produit de l'emprunt. Par ailleurs, il est possible que l'autre face de la dépendance soit la discipline. Par exemple, dans la mesure où la dépendance politique réduit le risque d'aléa moral et favorise le bon fonctionnement des marchés en améliorant l'efficacité de l'allocation des capitaux, alors elle est une bonne chose. Dans la mesure où elle rompt le lien entre les actions d'un pays et sa croissance, alors elle n'est pas une bonne chose. La responsabilité du débiteur est une cause à la fois importante et légitime, mais nous n'avons pas besoin de l'approfondir ici, car elle ne semble pas vraiment sur le point d'être oubliée. Il

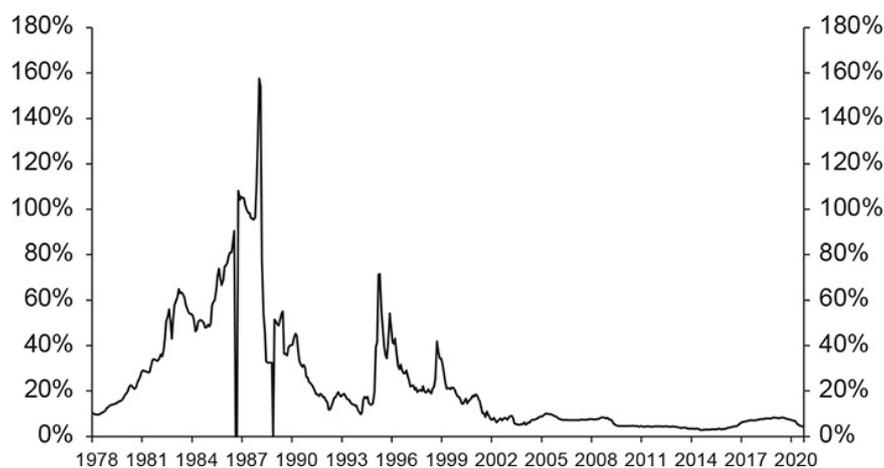
faut également souligner que ceux qui supportent le plus lourd fardeau de remboursement des « dettes irresponsables » sont rarement ceux qui ont bénéficié de son utilisation.

LEÇONS D'UNE AUTRE ÉPOQUE

Jusqu'ici notre discussion ne reposait que sur des scénarios hypothétiques. Mais dans la réalité, quand ces risques sont-ils susceptibles de se matérialiser ? Même si les exemples sont nombreux, nous avons choisi, pour les besoins de cet article, de nous concentrer sur la crise de la dette qui a frappé l'Amérique latine dans les années 1980. Il y a deux raisons à cela. Premièrement, cette crise illustre clairement les deux formes de dépendance évoquées précédemment et notamment les effets négatifs que le lien d'endettement peut avoir sur les États créanciers (dans ce cas précis, les États-Unis). Deuxièmement, cette crise se rapproche de la situation actuelle, car elle est survenue dans le contexte d'une politique monétaire non conventionnelle et parfois confuse. En un sens, l'environnement du début des années 1980 était diamétralement opposé à l'environnement actuel : l'inflation était élevée et en hausse, tout comme les taux d'intérêt. Au milieu de 1981, le taux effectif des fonds fédéraux aux États-Unis dépassait 19 %. Au moment de la rédaction de cet article, ce taux est proche de zéro. De la même façon, aux États-Unis, chaque année entre 1979 et 1981, l'inflation était supérieure à 10 %^[2]. Aujourd'hui, nous sommes plus proches de la déflation. Pourtant, ces deux crises sont en quelque sorte comparables. Dans les deux cas, l'endettement des marchés émergents a connu une forte hausse. La période 1970-1980 était également caractérisée par une certaine incompréhension des effets de la masse monétaire et de ses liens avec l'inflation, une préoccupation clairement exprimée par le Federal Open Market Committee au cours de ses réunions (Board of Governors of the Federal Reserve System, 1983, p. 26). Dans une certaine mesure, cette incertitude semble vraie encore aujourd'hui. Pourtant, il semble presque provocateur d'essayer de forcer la comparaison entre la situation des années 1980 et la situation actuelle – voir,

par exemple, le graphique 2 qui montre le taux des bons du Trésor mexicain à trois mois (le Mexique s'est retrouvé en défaut de paiement de ses dettes en août 1982).

GRAPHIQUE 2. TAUX ET RENDEMENTS À 3 MOIS OU 90 JOURS : BONS DU TRÉSOR MEXICAIN



— Source : Federal Reserve Bank of St. Louis, FRED (Federal Reserve Economic Data).

Les deux décennies depuis 2000 semblent marquer une rupture nette avec les niveaux très élevés (et la volatilité) que l'on a connus par le passé. Pourtant, la différence entre mai 1978 et décembre 2018 n'excède pas 1,3 points de pourcentage. Un choc d'inflation et une hausse brutale des taux d'intérêt similaires pourraient-ils survenir aujourd'hui ? Dans un environnement de politique monétaire très accommodante et de liquidité abondante tel que l'environnement actuel, cela semble difficile à imaginer. Or l'inflation n'a pas cessé d'exister. Certaines hausses des prix ont migré vers le marché de l'immobilier et le marché des actions. Dans un ouvrage paru récemment, Goodhart et Pradhan (2020) soutiennent que l'évolution démographique et le basculement vers le régionalisme entraîneront le recul des pressions déflationnistes de ces dernières années et le retour à un environnement d'inflation plus familier. Des flambées des prix telles que celles provoquées par les chocs pétroliers des années 1970 ne sont pas inconcevables, les tensions

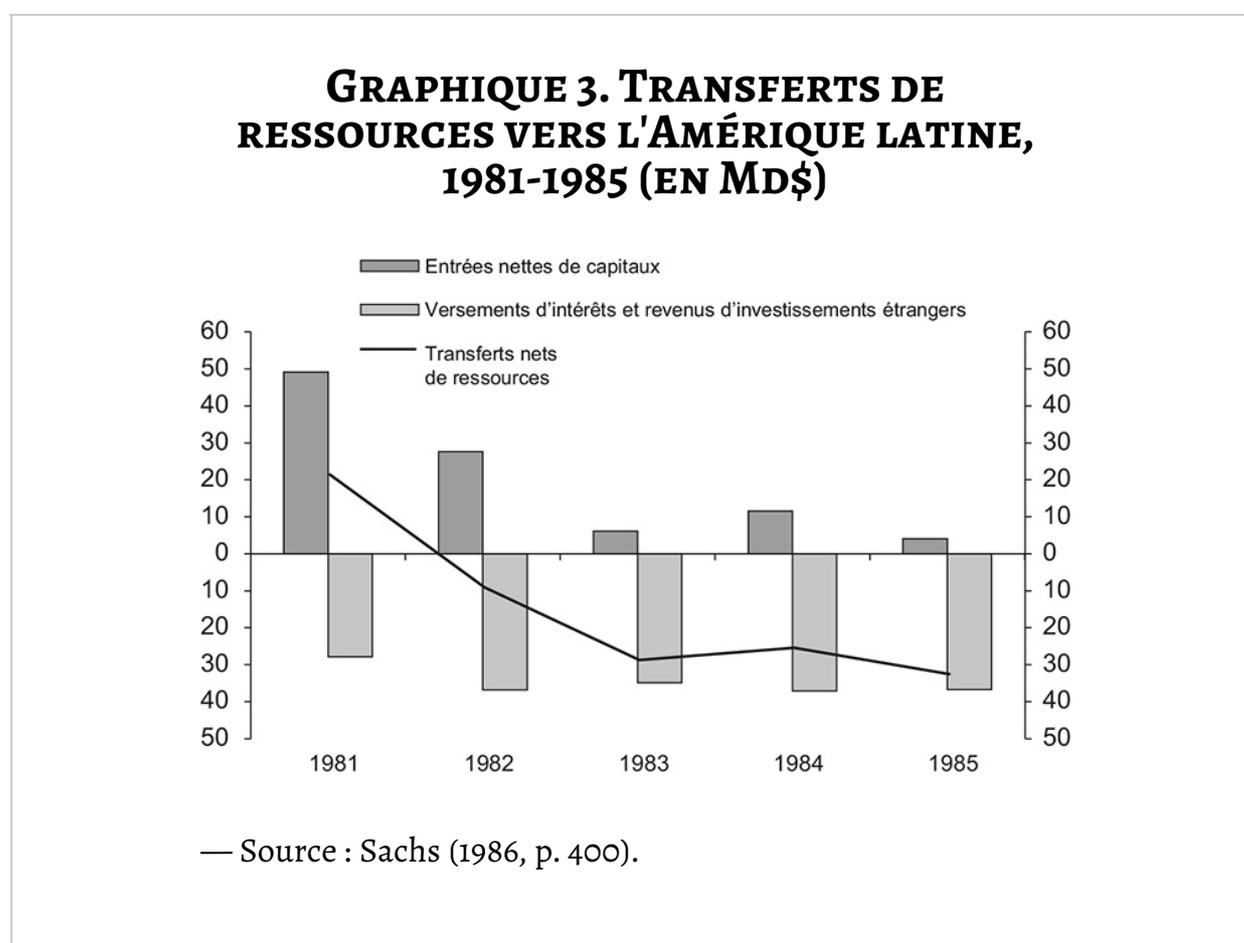
géopolitiques étant susceptibles de jouer un rôle important. Nous tenons à répéter encore une fois qu'en plein cœur d'une pandémie, rien ne sert de crier à l'inflation – une politique monétaire conciliante et des mesures de soutien au secteur privé constituent des réponses parfaitement adaptées aux circonstances actuelles. En réalité, le fait de favoriser l'emprunt dans un contexte de taux d'intérêt historiquement bas doit être considéré comme une forme de gestion prudente de la dette. Néanmoins, à long terme, le resserrement des conditions monétaires ne doit pas être envisagé comme un phénomène du passé. La crise qui a frappé l'Amérique latine nous rappelle pourquoi.

Résumons brièvement les événements qui ont précédé la crise. Les excédents massifs engrangés par les pays membres de l'OPEP dans les années 1970 à la suite des chocs pétroliers ont été recyclés sous la forme de prêts aux pays en développement par l'intermédiaire de consortiums bancaires internationaux. Du point de vue des pays emprunteurs, ces prêts étaient avantageux, car la forte inflation du dollar, la principale devise de ces prêts, a entraîné une baisse des taux d'intérêt réels, qui sont parfois même devenus négatifs (UNECLAC, 1989). À l'époque, la situation n'était pas très différente de la situation évoquée dans la première partie, avec des créanciers extérieurs (privés) et une dette libellée en devises, comme c'est souvent le cas pour les économies émergentes. En outre, les risques de dépendance se sont matérialisés exactement de la façon décrite précédemment. À la fin des années 1970, notamment sous l'ère Volcker, la Fed (Federal Reserve) a commencé à resserrer agressivement sa politique monétaire pour lutter contre l'inflation domestique. Au début de 1971, le taux effectif des fonds fédéraux s'élevait à 4,6 %. Il a fini par atteindre plus de 19 % au milieu de 1981^[3]. En 1981, le taux d'intérêt réel aux États-Unis s'élevait à 8,6 %^[4]. Tout cela a eu un effet désastreux sur la soutenabilité de la dette des pays en développement, à la fois à cause de la variation des taux de change et de la hausse directe des taux d'intérêt, car la plupart des emprunts étaient émis avec une marge fixe au-dessus du taux flottant Libor (*London Interbank Offered Rate*) (Wood, 2010). Comme le souligne Minsky, tout changement de politique monétaire, particulièrement dans ce contexte, risque de modifier la nature de la dette : « Lorsque la politique monétaire amène à des taux d'intérêt très élevés,

tel que ceux qui régnaient au début des années 1980, alors le financement couvert (*hedge financing*) [dans lequel le rendement attendu de l'investissement couvre le paiement des intérêts et du principal] risque de laisser la place au financement spéculatif (*speculative financing*) [avec une dette dont le remboursement dépend de la capacité à reconduire la dette ou à contracter de nouvelles dettes] qui risque à son tour de se transformer en financement à la Ponzi (*Ponzi financing*) [avec une dette dont le remboursement dépend de la capacité à réaliser une plus-value à la revente des actifs]. » (Minsky, 1995, p. 11).

Le graphique 3 montre les entrées nettes de capitaux vers les pays d'Amérique latine dans les années 1980 ainsi que les versements d'intérêts et les revenus d'investissements étrangers dans ces pays.

16



La politique monétaire des États-Unis a provoqué d'importantes sorties de capitaux qui se sont intensifiées lorsque les défauts de paiement ont commencé à se manifester (à commencer par le Mexique en août 1982). À partir de 1982, les transferts nets de ressources (entrées nettes de capitaux purgées des versements d'intérêts et des revenus d'investissements étrangers) sont devenus

17

négatifs. Sachs (1986) a affirmé que le surendettement lui-même avait fini par provoquer des sorties de capitaux. Les versements d'intérêts et les revenus d'investissements étrangers ont notamment continué à augmenter tout au long de cette période. Il faut par ailleurs noter que cette situation s'est prolongée, alors même que la Fed avait recommencé à baisser ses taux.

L'interminable processus de restructuration de la dette a occupé une grande partie des années 1980 et a fini par se révéler extraordinairement coûteux (d'où le surnom de « décennie perdue »). Alors que la plupart des négociations se sont déroulées entre les débiteurs et les organisations internationales ainsi que les gouvernements créanciers, pour les questions relatives au remboursement des banques, les débiteurs ont été renvoyés vers les comités de restructuration des banques créancières. Ces comités comportaient un nombre disproportionné (par rapport à leur exposition) de représentants des banques des États-Unis, qui ont eu, par conséquent, une forte influence sur le processus de restructuration. Les contrats d'emprunt, révélateurs de la dépendance politique engendrée par la dette extérieure, contenaient généralement une clause de renonciation à l'immunité souveraine du débiteur, incluant l'immunité de saisie antérieure au jugement, l'immunité de juridiction et l'immunité d'exécution (Wood, 2010). Les grandes banques des États-Unis étaient fortement exposées aux dettes des pays en développement, avec des montants s'élevant souvent à plusieurs fois leur capital. En 1982, leur exposition moyenne s'élevait à 288 % de leur capital (Sachs, 1986, p. 402). Une telle exposition signifiait évidemment que la stabilité du système financier des États-Unis, au vu des répercussions globales, était en péril. Cet exemple souligne à la fois la façon dont les débiteurs sont devenus politiquement dépendants des pays créanciers, face auxquels ils avaient peu d'influence politique, contrairement aux véritables entités créancières (les banques) et en quoi le lien dette-dépendance peut également constituer une menace pour les pays créanciers^[5].

L'attention des créanciers était alors essentiellement tournée vers les questions de responsabilité du débiteur et d'aléa moral. Horst Schulmann, alors directeur de l'Institut de finance internationale, a écrit en 1991 (après la mise en œuvre du plan Brady) que la pression exercée sur les banques en faveur de l'annulation des dettes était une « tendance inacceptable » qui contribuait à l'érosion de « la

discipline des paiements, qui est le pilier du système financier international ». Selon lui, il existait un « risque sérieux que l'annulation des dettes soit désormais considérée comme un droit » (Schulmann, 1991). Schwartz (1989) a affirmé que les emprunts avaient été utilisés pour « financer le train de vie extravagant de fonctionnaires corrompus » ainsi que pour assurer la survie d'entreprises publiques non performantes, bien qu'en ajoutant que les banques avaient fait une erreur en prêtant et qu'elles devaient être prêtes à assumer les pertes.

Ces auteurs n'avaient pas tort. Pourtant, comme nous l'avons vu, le comportement des débiteurs ne suffit pas à lui seul à expliquer la crise. Il est intéressant de noter que Horst Schulmann terminait son article en affirmant que « comme par le passé, les politiques économiques des pays débiteurs détermineront leur avenir économique. La mise en œuvre de bonnes politiques sera récompensée par les marchés financiers internationaux ». Pourtant, comme cet article cherche à le démontrer, cela n'est pas forcément vrai. La dette extérieure et la dépendance qui en découle sont susceptibles de rompre le lien entre les politiques économiques d'un pays débiteur et l'avenir de son économie. En 1986, 57 pays en développement avaient accumulé des arriérés sur leur dette extérieure (UNECLAC, 1989, p. 50). Nous sommes en droit de nous demander si ces pays avaient vraiment tous systématiquement mis en œuvre de mauvaises politiques économiques.

Est-ce différent, cette fois ? Cette question (rhétorique) a perdu tout son sens dès lors que l'on aborde le sujet de la dette souveraine depuis que Reinhart et Rogoff (2009), en s'appuyant sur les crises de la dette survenues au cours des 800 dernières années, ont apporté une réponse évidente à leur propre question : le schéma est toujours le même. Pourtant, certaines mesures pourraient permettre de réduire significativement les coûts, et peut-être l'incidence, des crises de la dette. Pour conclure, nous présentons dans la dernière partie de cet article quelques-unes de ces mesures.

VERS UN CADRE DE RÉOLUTION DES CRISES INTERNATIONALES DE LA DETTE

Le cas de l'Amérique latine n'est pas un cas isolé. Des cas similaires de dette et de dépendance sont survenus à de nombreuses reprises, à diverses époques et dans diverses régions. Reinhart et Trebesch (2015) ont dressé un compte rendu similaire de l'expérience de la Grèce au cours des deux derniers siècles, incluant notamment la crise de la zone euro. Que pouvons-nous faire au niveau international pour réduire le coût de la dépendance ? La première chose à faire est de reconnaître pleinement l'existence et la réalité de ces risques. Ce point est important, car la portée de cette reconnaissance n'est pas seulement symbolique. L'idée, que l'on y croie sincèrement ou non, selon laquelle il existe un lien direct entre les actions d'un débiteur et sa capacité à honorer ses dettes et que ce lien constitue systématiquement un facteur essentiel de la crise, confère une légitimité à un cadre de restructuration rigide. Une rigidité qui pourrait s'avérer coûteuse et qui risquerait également de créer des tensions politiques entre les pays débiteurs et les pays créanciers. Outre la reconnaissance des risques liés à la dépendance, nous présentons brièvement quatre autres mesures ci-après. Ces mesures, qui n'ont rien d'inédit et ne sont nullement exhaustives, méritent néanmoins d'être à nouveau examinées dans le contexte actuel^[6].

22

1- *Ajouter des éléments contracycliques aux contrats d'emprunt.* Le problème lié au fait que les contrats d'emprunt extérieur restent très rigides, alors même que l'économie domestique se porte mal, peut être résolu en intégrant des éléments contracycliques à ces contrats. L'une des solutions consisterait à indexer le service de la dette (ou simplement le versement des coupons) sur la croissance du PIB, afin de dégager une marge budgétaire supplémentaire en cas de difficultés économiques. Cette solution soulève plusieurs problèmes potentiels tels que la qualité des données, les décalages temporels, l'incitation perverse à falsifier les données, etc., mais aucun n'est insurmontable. La question clé est de savoir si la prime de risque (présumée) des titres indexés sur le PIB serait compensée par les économies réalisées en temps de crise. Une étude révèle que les pays dont la croissance du PIB est particulièrement volatile devront être prêts à payer une prime substantielle allant jusqu'à 260 points de base (Kim et Ostry, 2018, p. 25). Par ailleurs, en plus de dégager une marge budgétaire en cas

23

de besoin, le fait de lier la dette à l'économie réelle permettrait d'aligner les motivations des créanciers et celles des débiteurs, au sens évident où les investisseurs bénéficieraient de la croissance de l'économie, mais également où les débiteurs n'auraient aucun intérêt à opter pour un défaut de paiement stratégique. Cette mesure raisonnable et facile à mettre en œuvre reviendrait en quelque sorte à titriser la dette souveraine des marchés émergents. Après tout, les titres ayant des rendements à deux chiffres ne constituent pas des valeurs refuges, même lorsqu'ils sont émis par un État.

2- *Renforcer et élargir le cadre international.* Le cadre institutionnel de résolution des crises internationales de la dette actuellement en vigueur ne s'est pas adapté à la diversification de la base des créanciers. La Chine, qui n'est pas membre permanent du Club de Paris, est actuellement le plus grand créancier bilatéral des économies en développement (Bulow *et al.*, 2020). Un cadre de restructuration de la dette approuvé par un grand nombre de créanciers officiels doit être mis en place pour faire en sorte que les processus de restructuration ne soient plus aussi interminables, ni aussi coûteux. Il doit reconnaître les effets néfastes des différentes formes de dépendance. Il est par ailleurs indispensable que les créanciers privés soient intégrés à ce cadre, qui se révélera autrement inefficace. Prenons le cas de l'Afrique. Certains affirment parfois que la Chine, qui est l'un des principaux créanciers du continent, utilise la dette comme un outil diplomatique. Selon certaines estimations, la Chine posséderait 20 % de la dette souveraine africaine, ce qui est significatif, mais les créanciers privés en posséderaient 32 % (Sun, 2020)^[7]. Le FMI (2020) propose une synthèse et plusieurs propositions solides à ce sujet. Quelle que soit la forme qu'il prendra, en vue d'intégrer des éléments apparentés aux actions à la dette souveraine des marchés émergents, le nouveau cadre international devra favoriser les procédures de renflouement interne (*bail-in*), afin que la reprise puisse s'amorcer plus rapidement après une crise. Les préoccupations quant à l'aléa moral doivent être écartées, car ce risque sera probablement intégré dans les coûts de l'emprunt sous la forme d'une prime de risque, dans la mesure où les marchés de la dette sont efficaces. Les procédures de *bail-in* permettent plus est de réduire le risque d'aléa moral du côté du créancier. Par ailleurs, il faut également reconnaître que les procédures de *bail-in* peuvent entraîner une

instabilité financière généralisée lorsque l'exposition des créanciers est très forte, comme c'était le cas lors de la crise en Amérique latine et lors de la récente crise de la zone euro. Ce problème peut être en grande partie résolu *ex ante* grâce à la réglementation prudentielle. Dans un monde parfait, cela devrait suffire. Néanmoins, au cas par cas, les répercussions éventuelles pourraient être évaluées et le cadre de résolution modifié en conséquence, comme l'a suggéré Sandri (2015). Dans ce cas, il sera essentiel de prendre en compte la dimension politique de l'évaluation de l'ampleur du risque de contagion.

3- *Limiter l'opportunisme sur les marchés secondaires.* Le recours accru aux clauses d'action collective a permis d'éviter que les petits créanciers récalcitrants ne freinent l'ensemble des négociations de restructuration. Néanmoins d'autres mesures peuvent être mises en œuvre à cet égard. Dans l'État de New York, par exemple, la doctrine Champerty interdit les poursuites pour défaut de paiement si les titres ont été acquis dans le seul but d'attaquer le débiteur en justice. Toutefois, cette défense n'a pas toujours fonctionné du fait de la difficulté à prouver les intentions du créancier (Panizza *et al.*, 2009). Par ailleurs, les fonds de créances en difficulté ne sont pas concernés par cette interdiction. Le Royaume-Uni et la France disposent de lois restreintes pour limiter les activités des « fonds vautours ». La Belgique dispose d'une loi plus générale pour limiter ce type d'investissements (FMI, 2020). Si des créanciers acquièrent des créances sinistrées sur le marché secondaire et entravent la rapidité et la fluidité du processus de restructuration de la dette au détriment de la plupart des autres parties, il peut valoir la peine de mettre en œuvre des mesures similaires à plus grande échelle.

25

4- *Reconsidérer le rôle de la notation dans la réglementation.* Les agences de notation de crédit peuvent rendre un grand service à certains investisseurs en leur permettant de comparer le risque de défaut de différents actifs au moyen d'un seul indicateur. Elles jouent également un rôle important dans de nombreuses stratégies d'indexation. Néanmoins leur implication dans la réglementation officielle peut avoir des effets procycliques et exacerber les crises de la dette en exerçant une pression à la hausse sur les coûts d'emprunt lorsque certains investisseurs sont contraints de liquider leurs titres pour des raisons réélementaires. Certains éléments laissent penser que la procyclicité de la

26

réglementaires. Certains éléments nous font penser que la présence de la notation a aggravé la crise du Sud-Est asiatique (Ferri *et al.*, 1999). Même s'il s'agit d'un problème notoirement complexe à résoudre, l'une des solutions pourrait consister à demander aux autorités de réglementation d'établir leur propre notation. Cela permettrait également aux agences de notation de se faire concurrence uniquement sur le plan de la justesse de leurs analyses plutôt que sur la valeur de ce qui a parfois été qualifié de « licence réglementaire » (Partnoy, 2002). Cette solution devrait être accueillie favorablement par les agences de notation. En effet, dès 1995, Moody's et S&P s'étaient déjà prononcés contre l'utilisation des notations dans la réglementation. Moody's les avait qualifiées de « subventions déguisées » et de « mal chronique » et avait demandé à « pouvoir lutter à armes égales avec la concurrence » (House, 1995).

Naturellement, il reste d'autres problèmes à traiter en ce qui concerne les risques liés à l'emprunt souverain, notamment la façon dont le produit de l'emprunt est utilisé, l'absence éventuelle de réformes structurelles, les spirales de la dette, etc. La hausse de la dette privée (qui est susceptible de se transformer en dette souveraine en temps de crise) doit notamment être prise en compte, en particulier du fait qu'elle a augmenté à un rythme bien plus rapide que la dette souveraine dans les économies émergentes ces dernières années (Kose *et al.*, 2020). Toutes ces questions sont importantes. Si certaines d'entre elles peuvent être réglées à l'échelle nationale, cet article a tenté de démontrer que ce n'était pas le cas pour toutes. La viabilité du recours à l'endettement pour soutenir la croissance dépend en grande partie de la nature du cadre international de résolution des problèmes. Si l'objectif final est, comme il le faudrait, d'engager la responsabilité du débiteur et de renforcer le lien entre les politiques d'un pays et sa réussite économique, commençons par reconnaître qu'il arrive parfois que ce lien soit partiellement rompu.

27

NOTES

Même si nous ne les évoquons pas explicitement dans ces exemples, il faut également prendre en compte d'autres éléments importants tels que la juridiction applicable et le mode de remboursement.

Source : Federal Reserve Economic Data (FRED).

Ibid.

Source : banque mondiale.

Même si on pourrait raisonnablement affirmer que le risque a diminué pour les pays créanciers en raison de la diversification de la base des créanciers, réduisant ainsi le risque de concentration, la crise de la zone euro constitue un bon exemple du fait que l'exposition peut encore être suffisamment importante pour représenter une véritable menace pour les pays créanciers. Par exemple, l'exposition totale des banques françaises au secteur public de la Grèce, de l'Irlande, du Portugal et de l'Espagne représentait 89 Md\$ en 2010, tandis que l'exposition totale (incluant les banques et le secteur privé) à ces pays par les mêmes banques françaises s'élevait à plus de 440 Md\$ (BRI, 2011).

Nous n'évoquons pas, par exemple, le recours à d'importantes réserves de devises et (ou) le contrôle des capitaux par les économies émergentes, ni les règles de politique monétaire appliquées par les économies avancées afin de réduire les retombées (voir, par exemple, Rajan, 2019).

Il faut toutefois noter que la Banque mondiale considère les banques commerciales publiques comme des entités privées. Cela signifie qu'elles ne sont pas incluses dans l'Initiative de suspension du service de la dette (ISSD) (Brautigam, 2020).

RÉSUMÉ

La dette souveraine des marchés émergents n'a cessé d'augmenter depuis plusieurs décennies. Leurs émissions annuelles ont plus que doublé depuis 2000, atteignant 2 500 Md\$ à la fin de 2019. Cette hausse s'est par ailleurs intensifiée dans le sillage de la pandémie de Covid-19 face à laquelle les gouvernements des marchés émergents ont eu recours à de nouvelles émissions de dette et emprunté des montants considérables. Outre les emprunts sur le marché intérieur, au cours des six premiers mois de 2020, les gouvernements des marchés émergents ont emprunté un total de 124 Md\$ en devises fortes. Certains ont qualifié ce phénomène de « pandémie de la dette ». De nouvelles hausses sont encore à prévoir, car les gouvernements s'efforcent

de soutenir les entreprises qui luttent pour survivre face au choc prolongé de la demande provoqué par les mesures de distanciation sociale et de confinement mises en œuvre par les gouvernements, afin de tenter de limiter la propagation du virus ainsi que par l'« autoconfinement » que certains s'imposent afin de réduire leurs interactions sociales.

Classification JEL : E44, F21, F30, F34, F40, G00, G10, G15, G30.

DEBT, DEVELOPMENT AND DEPENDENCE: FINANCIAL STABILITY AND DEBT FOR ECONOMIC DEVELOPMENT IN EMERGING MARKETS

Borrowing, both public and private, has increased significantly in emerging markets (EMs) in recent years. These developments have given new impetus to the debate about the potential detrimental effects of indebtedness in developing countries, which range from sluggish growth and financial instability to alleged political subversion. Yet, many emerging economies have grown at extraordinary rates in the past decades, sometimes on the back of debt-driven investment. What to make of these seemingly contradictory statements? Is debt for growth a viable strategy? The common theme of the wide-ranging possible drawbacks of indebtedness is dependence. Debt can increase a country's dependence on both monetary and other economic policies of other countries, as well as on political and regulatory developments in those countries, and sometimes even on the good faith of private creditors in other jurisdictions. This article discusses how this dependence can either be exacerbated or mitigated depending on the nature of the debt. Because of the costliness of financial crises, it focuses in particular on financial stability risks, offering some lessons from the LDC debt crisis and the East Asian crisis that can help provide an idea of how the current situation may develop if monetary policy in advanced economies begins returning to more “normal” conditions. A number of possible measures (besides domestic policy in emerging economies) to avoid the severity of future crises are also discussed.

Classification JEL : E44, F21, F30, F34, F40, G00, G10, G15, G30.

PLAN

Dette et dépendance

Leçons d'une autre époque

Vers un cadre de résolution des crises internationales de la dette

BIBLIOGRAPHIE

BIBLIOGRAPHIE

ACEMOGLU D., JOHNSON S. et ROBINSON J. A. (2005), « Institutions as a Fundamental Cause of Long-Run Growth », in Aghion P. et Durlauf S. N. (éd.), *Handbook of Economic Growth*, vol. 1A, pp. 386-464.

AGUIAR M. et AMADOR M. (2014), « Sovereign Debt », in Gopinath G., Helpman E. et Rogoff K. (éd.), *Handbook of International Economics*, Oxford, vol. 4, pp. 647-87.

BANQUE MONDIALE, *Real Interest Rate (%) – United States*,
<https://data.worldbank.org/indicator/FR.INR.RINR?locations=US>.

BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM (1983), *Transcripts of Meetings of the Federal Open Market Committee*, Washington DC, 24 mai,
https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomc_historical_year.htm

https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/tomc_historical_year.html.

BRAUTIGAM D. (2020), « China, the World Bank and African Debt: a War of Words », *The Diplomat*.

BRI (Banque des règlements internationaux) (2011), « Highlights of the BIS International Statistics », *Quarterly Review*, mars, pp. 11-24.

BULOW J., REINHART C., ROGOFF K. et TREBESCH C. (2020), « The Debt Pandemic », FMI, *Finance & Development*, septembre.

BULOW J. et ROGOFF K. (1989), « Sovereign Debt: Is to Forgive to Forget? », *The American Economic Review*, vol. 79, n° 1, pp. 43-50.

EATON J. et GERSOVITZ M. (1981), « Debt with Potential Repudiation: Theoretical and Empirical Analysis », *Review of Economic Studies*, n° 48, pp. 289-309.

EICHENGREEN B., HAUSMANN R. et PANIZZA U. (2003), « Currency Mismatches, Debt Intolerance and Original Sin: Why They Are Not the Same and Why It Matters », NBER, *Working Paper Series*, n° 10036.

END N., MARINKOV M. et MIRYUGIN F. (2019), « Instruments of Debtstruction: a New Database of Interwar Debt », FMI, *Working Paper*, n° WP/19/226.

FEDERAL RESERVE BANK OF ST. LOUIS (2020a), *3-Month or 90-Day Rates and Yields: Treasury Securities for Mexico*, FRED, <https://fred.stlouisfed.org/series/IR3TTS01MXM156N>.

FEDERAL RESERVE BANK OF ST. LOUIS (2020b), *Effective Federal Funds Rate*, FRED, <https://fred.stlouisfed.org/series/FEDFUNDS>.

FEDERAL RESERVE BANK OF ST. LOUIS (2020c), *Inflation, Consumer Prices for the United States*, FRED, <https://fred.stlou-ised.org/series/FPCPITOTLZGUSA>.

FERRI G., LIU L. G. et STIGLITZ J. E. (1999), « The Procyclical Role of Rating Agencies: Evidence from the East Asian Crisis », *Economic Notes by Banca Monte dei Paschi di Siena SpA*, vol. 28, n° 3, pp. 335-355.

FMI (2020), « The International Architecture for Resolving Sovereign Debt Involving Private-Sector Creditors – Recent Developments, Challenges and Reform Options », *Policy Paper*, n° 2020/043.

GOODHART C. et PRADHAN M. (2020), *The Great Demographic Reversal*, Cham.

HOUSE R. (1995), « Ratings Trouble », *Institutional Investor*, pp. 245-249.

IMF FISCAL MONITOR (2020a), *Net Debt, % of GDP*,
https://www.imf.org/external/datamapper/GGXWDN_Go1_GDP_PT@FM/ADVEC/FM_EMG/year=2021.

IMF FISCAL MONITOR (2020b), *Gross Debt Position, % of GDP*,
https://www.imf.org/external/data_mapper/G_XWDG_Go1_GDP_PT@FM/ADVEC/FM_EMG/FM_LIDC.

KEYNES J. M. (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London.

KIM J. I. et OSTRY J. D. (2018), « Boosting Fiscal Space: the Roles of GDP-Linked Debt and Longer Maturities », FMI, *Departmental Paper*, n° 18/04.

KOSE M. A., OHNSORGE F., NAGLE P. et SUGAWARA N. (2020), « Caught by the Cresting Debt Wave », FMI, *Finance & Development*, juin.

MEYER J., REINHART C. et TREBESCH C. (2019), « Sovereign Bonds since Waterloo », Harvard Kennedy School Faculty, *Research Working Paper Series*, n° RWP19-009.

MINSKY H. P. (1995), « Sources of Financial Fragility: Financial Factors in the Economics of Capitalism », Hyman P. Minsky Archive, *Paper*, n° 69.

OCDE (2020), *OECD Sovereign Borrowing Outlook 2020, Chapter 2: Emerging Market Government Securities: Long-Term Trends and Developments since the Pandemic*, OECD Publishing, <https://doi-org.ressources.univ-poitiers.fr/10.1787/dcob6ada-en>.

PANIZZA U., STURZENEGGER F. et ZETTELMEYER J. (2009), « The Economics and Law of Sovereign Debt and Default », *Journal of Economic Literature*, vol. 47, n° 3, pp. 651-698.

PARTNOY F. (2002), « The Paradox of Credit Ratings », in Levich R. M., Majnoni G. et Reinhart C. M. (éd.), *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System*, pp. 65-84.

RAJAN R. (2019), « Rising Tide », FMI, *Finance & Development*, juin.

REINHART C. et ROGOFF K. (2009), *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, 7^e édition, Princeton and Oxford.

REINHART C. et ROGOFF K. (2013), « Shifting Mandates: the Federal Reserve's First Centennial », NBER, *Working Paper Series*, n° 18888.

REINHART C., REINHART V. et TREBESCH C. (2016), « Global Cycles: Capital Flows, Commodities and Sovereign Defaults, 1815-2015 », *American Economic Review*, vol. 106, n° 5, pp. 574-580.

REINHART C. et TREBESCH C. (2015), « The Pitfalls of External Dependence: Greece, 1829-2015 », NBER, *Working Paper Series*, n° 21664.

REY H. (2015), « Dilemma Not Trilemma: the Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence », NBER, *Working Paper Series*, n° 21162.

RODRIK D. et MUKAND S. (2020), « The Political Economy of Liberal Democracy », *The Economic Journal*.

SACHS J. (1986), « Managing the LDC Debt Crisis », *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 2, pp. 397-440.

SANDBU M. (2015), *Europe's Orphan: the Future of the Euro and the Politics of Debt*, Princeton.

SANDRI D. (2015), « Dealing with Systemic Sovereign Debt Crises: Fiscal Consolidation, Bail-ins or Official Transfers? », FMI, *Working Paper* n° 15/223.

SCHULMANN H. (1991), « Debt Forgiveness: Dangerous Trend or Absolute Necessity? », *World Link*, septembre-octobre.

SCHWARTZ A. (1989), « International Debts: What's Fact and What's Fiction », *Economic Inquiry*, vol. 27, n° 1, pp. 1-19.

SUN Y. (2020), « China and Africa's Debt: Yes to Relief, No to Blanket Forgiveness », Brookings Institution.

UNECLAC (United Nations Economic Commission for Latin America and the Caribbean) (1989), *Transnational Bank Behaviour and the International Debt Crisis*, Santiago.

WOOD P. R. (2010), « Essay: Sovereign Syndicated Bank Credits in the 1970s », *Law and Contemporary Problems*, vol. 73, pp. 7-28.

AUTEUR

Carl Magnus Magnusson

Analyste des politiques, OCDE (Organisation de coopération et de développement économiques).

carlmagnus.magnusson@oecd.org

Mis en ligne sur Cairn.info le 20/07/2021

<https://doi-org.ressources.univ-poitiers.fr/10.3917/ecofi.141.0119>



ARTICLE SUIVANT



Pour citer cet article

Distribution électronique Cairn.info pour Association d'économie financière © Association d'économie financière. Tous droits réservés pour tous pays. Il est interdit, sauf accord préalable et écrit de l'éditeur, de reproduire (notamment par photocopie) partiellement ou totalement le présent article, de le stocker dans une banque de données ou de le communiquer au public sous quelque forme et de quelque manière que ce soit.

Cairn.info | Accès via Université de Poitiers