



ENTRE LA PESTE ET LE CHOLÉRA LE DÉTENTEUR D'OBLIGATIONS PEUT PRÉFÉRER LA RÉPUDIATION AU DÉFAUT...

KIM OOSTERLINCK *
LOREDANA URECHE-RANGAU **

L'importance incontestable des marchés obligataires dans le paysage financier contemporain et l'actualité financière internationale de ces dernières années, dominée par des crises financières, des mouvements brutaux des flux financiers et une forte volatilité des marchés boursiers renouvellent l'intérêt, tant théorique qu'empirique, pour l'analyse des facteurs déterminants de l'évolution de la dette de marché. Ainsi, ces études amènent l'analyse de questions liées à la prime de risque, à la valorisation de cette dette, aux stratégies optimales d'emprunt et de prêt sur les marchés financiers internationaux.

Cet article propose une analyse comparative du comportement des cours boursiers des obligations souveraines à la suite d'une répudiation et d'un défaut dû à une incapacité matérielle à faire face à ses obligations. Il s'appuie sur l'analyse en parallèle des cours de deux emprunts traités à la Bourse de Paris : la dette russe répudiée en février 1918 et la dette roumaine faisant défaut en février 1933.

Les « règles du jeu » gouvernant les flux financiers internationaux, surtout quand il s'agit des débiteurs souverains, diffèrent de celles qui

* Université Libre de Bruxelles, Solvay Business School, Centre Emile Berheim.

** IESEG School of Management.

Les auteurs remercient le CGRI et le CNRS pour leur support matérialisé par l'octroi d'un financement de projet PAI/Tournesol ; Madame Sylvie Bodilsen, le professeur Georges Gallais-Hamonno et les membres du Laboratoire d'économie d'Orléans pour leur accueil lors de la collecte de données ainsi que Madame Laurence Lesueur pour son aide lors de la consultation des archives de l'Association nationale des porteurs français de valeurs mobilières et le professeur Ariane Szafarz pour ses conseils avisés.



s'appliquent sur les marchés domestiques. Deux particularités essentielles émergent, à savoir l'absence d'un prêteur en dernier ressort international clairement défini et l'absence d'une Cour de justice traitant de la faillite de ces débiteurs. Au vu du caractère spécial des dettes souveraines, et notamment du pouvoir dont disposent les États par rapport à leur débiteurs, Eaton et Fernandez (1995) s'interrogent sur les motivations que pourrait avoir le public à acquiescer des dettes souveraines, et les États émetteurs à les rembourser.

La littérature économique et financière propose plusieurs approches pour traiter des différents problèmes liés au défaut des dettes souveraines. Des modèles théoriques mettent en évidence les risques de défaut dus à l'absence d'un cadre légal approprié et concluent à la nécessité du rationnement du crédit afin de réduire ce risque (Eaton et Gersovitz, 1981 ; Sachs et Cohen, 1982). Des modèles empiriques, étudient la décision de défaut (Frank et Cline, 1971 ; Cline, 1984 ; Hernandez-Trillo, 1995). L'hypothèse de départ des modèles théoriques repose sur la volonté du débiteur souverain d'honorer le service de sa dette. Parmi les incitants à rembourser la dette, la littérature relève le désir d'éviter les sanctions (Bulow et Rogof, 1989), de s'assurer l'accès futur aux marchés des capitaux (Eaton et Gersovitz, 1981) ou encore d'obtenir une récompense pour le paiement intégral de sa dette (Fernandez et Rosenthal, 1990). La volonté ou la motivation d'un État à honorer sa dette est aussi analysée par rapport à sa capacité financière (Duffie *et al.*, 2001). Une seconde génération de modèles concerne la limite à la capacité d'un débiteur souverain d'assurer le service de sa dette. Si cette limite est dépassée, les créanciers vont mener les négociations sur le problème des arriérés. À ce sujet, ils proposeront éventuellement un *roll-over* (Bartolini et Dixit, 1991) ou l'effacement des arriérés (Cohen, 1993 ; Claessens et Wijnbergen, 1993a).

La probabilité de défaut d'un État souverain peut être estimée, soit par un modèle théorique de valorisation des produits de taux d'intérêt (Duffee, 1999 ; Duffie et Singleton, 1999), soit en partant de l'information fournie par les prix de marché des obligations souveraines (Claessens et Pennachi, 1996 ; Cumby et Pastine, 2001 ; Ureche-Rangau, 2003). Dans un cadre plus complet, le modèle de Duffie, Pedersen et Singleton (2003) tient compte des possibilités de défaut, de répudiation, de restructuration, de renégociation et de changement de régime de la dette.

La problématique de la répudiation est cependant rarement développée dans la littérature. Le caractère inhabituel de tels actes explique cet état de fait. En effet, d'un point de vue diplomatique, un État a plutôt intérêt à se déclarer insolvable qu'à répudier sa dette. Financièrement, les deux approches peuvent avoir des résultats similaires. Ainsi,



pour ne jamais repayer sa dette, un État peut, en théorie, ne jamais considérer que ses finances lui permettent de reprendre le service de ses emprunts. Bien entendu, le caractère unilatéral de la déclaration de défaut joue dans ce cas un rôle primordial. Un État peut donc reconnaître sa dette, être solvable et néanmoins faire défaut. Shleifer (2003) considère que la Russie a agi ainsi en 1998. En revanche, en niant le caractère légal de ses dettes, l'État répudiant se voit vite mis au ban des Nations. Dès lors, se pose la question de savoir pourquoi certains gouvernements y recourent néanmoins ?

Comme le signalent Wells et Wills (2000), l'histoire offre une pléthore de souverains répudiant des dettes émises sur leur propre marché et détenues essentiellement par leurs sujets. Les répudiations de dettes émises sur des marchés étrangers sont beaucoup plus rares et résultent d'ordinaire de l'arrivée au pouvoir d'un régime qui ne reconnaît pas la légitimité de son prédécesseur et refuse de se considérer légalement lié par ses dettes. Ce faisant, il viole une disposition du droit international qui établit le caractère successoral des dettes.

Les répudiations résultent donc d'habitude de changements politiques profonds (révolution, guerre civile...). Depuis peu, certains auteurs (Adams, 1991 ; Khalfan, King et Thomas, 2003) ont utilisé le concept de « dette odieuse » pour justifier certaines répudiations. D'après Khalfan, King et Thomas (2003), les « dettes odieuses » représentent des dettes contractées contre l'intérêt de la population d'un État, sans son consentement, et acquises en connaissance de cause. Dans ce cas particulier, le créancier sait que ses fonds ne profiteront pas à l'État, mais bien à une autre cause comme l'enrichissement personnel d'un dictateur et la répudiation est, dès lors, considérée comme légitime. Le concept de « dette odieuse » ou encore « dette injuste » est également utilisé pour justifier les allègements et les annulations par un tiers des dettes des pays en développement¹, bien que, dans ces cas particuliers, des arguments complémentaires sont avancés (tels que la lutte contre la pauvreté, le plus souvent citée, ou encore le rapport de force, voire de domination, entre le débiteur et le créancier).

Idéalement, la comparaison empirique du défaut et de la répudiation devrait porter sur un seul pays, une même période et un même marché afin d'éliminer un éventuel effet pays et un élément conjoncturel. Néanmoins, les répudiations n'apparaissent que rarement, ne sont qu'exceptionnellement précédées ou suivies de défauts et le nombre de pays y ayant recours est extrêmement limité. L'analyse a favorisé des emprunts traités sur un même marché : la Place de Paris, qui sert de référence pour les deux emprunts qui y sont fortement représentés. En outre, les emprunts russes et roumains étudiés s'adressent à des classes d'investisseurs proches, et ce, d'autant plus que tous deux ont été émis



avec la bénédiction de l'État français conscient de leur intérêt géostratégique et géopolitique. De plus, les emprunts sont aussi liés à une parité or (les emprunts roumains y font une référence explicite, les dettes russes ont comme devise de référence le franc français d'avant-guerre que le marché a tendance à assimiler au franc-or), un élément cher au public français. Géographiquement proches, la Russie et la Roumanie jouissent chacune d'un lien sentimental fort auprès des investisseurs français, de par la fascination exercée par les investissements russes présents en France depuis la fin du XIX^{ème} siècle et de par l'amitié « latine » éprouvée pour la Roumanie. Enfin, la distance temporelle entre le défaut roumain et la répudiation russe reste limitée et chacun des épisodes succède à un événement extrême (Première guerre mondiale et crise de 1929). L'approche développée ici présente d'évidentes limitations, dues au fait que seuls, deux cas particuliers sont traités. Comme précisé auparavant, le nombre trop faible d'événements analysables permet de comprendre celles-ci. La généralisation de cette problématique et la mise à l'épreuve des résultats obtenus rendrait l'extension de l'étude à d'autres cas de défaut et de répudiation particulièrement intéressante.

Cet article est organisé comme suit. La section suivante situe les problématiques liées à la répudiation et au défaut en les replaçant dans une perspective historique. La troisième partie présente les données, les statistiques descriptives et le marché sur lequel les emprunts sont négociés. Afin de procéder à la comparaison de l'impact des deux événements sur les cours des emprunts, un indice est calculé pour chacun des pays. La quatrième section analyse les deux crises et leurs conséquences sur les emprunts. La cinquième partie détaille les éléments ayant pu influencer la perception des investisseurs de l'époque (négociations, accords, remboursements, événements politiques...), puis développe une argumentation à même d'expliquer dans quelle mesure une répudiation peut être préférable à un défaut pour le détenteur d'une obligation. Enfin, la sixième section conclut l'analyse.

RÉPUDIATION ET DÉFAUT EN PERSPECTIVE HISTORIQUE

Les emprunts d'État représentent l'un des premiers produits financiers échangés de manière régulière sur les marchés boursiers. Pendant le XIX^{ème} siècle et au début du XX^{ème} siècle, l'émission obligataire constitue le moyen le plus courant pour les pays en voie de développement d'accéder au financement international. À l'époque, les taux d'intérêt relativement élevés incitaient les investisseurs à souscrire ces obligations, reflétant également la probabilité de défaut perçue par le marché.



L'histoire des emprunts souverains est caractérisée par de nombreux épisodes de défaut, partiel ou total, qui ont marqué les esprits. La répudiation de la dette russe en 1918, les défauts généralisés des pays d'Amérique Latine durant les années 1930, la série de renégociations et de défauts partiels au cours des années 1980 ou encore les crises financières des années 1990 en sont le témoin.

Si l'on exclut la répudiation d'emprunts détenus par des nationaux, il n'existe que peu d'exemples de répudiation avant 1917 (Borchard, 1951). Même au niveau national, une révolution aux conséquences aussi extrêmes que la Révolution française n'entraînera pas de répudiation. En 1797, le Directoire échangera les dettes de l'Ancien régime contre de nouvelles émissions qui perdront rapidement de leur valeur dans une opération appelée ensuite *Banqueroute des deux-tiers* (Aftalion, 1996). Bien que la perte encourue par les rentiers se soit avérée considérable, cet épisode ne constitue pas une répudiation puisque la légalité de la dette n'est pas remise en question.

English (1996) analyse les répudiations et défauts de différents États américains dans les années 1840. Il montre que la menace d'une intervention militaire pour obtenir le remboursement était jugée comme peu crédible au vu de la force militaire des États-Unis d'Amérique et met en avant l'importance de la réputation dans le processus menant à un accord final. Sur la Place de Paris, deux épisodes de répudiation méritent d'être signalés. En 1834, le gouvernement de Dona Maria répudie les emprunts émis sous Don Miguel, qu'il considère comme un usurpateur du trône portugais. Les emprunts traités à Paris subirent alors une baisse conséquente, mais restèrent cotés jusqu'en 1837, date à laquelle leur valeur avoisinait 12 % du facial. En 1867, les investisseurs français se voient de nouveau confrontés à une répudiation : celle des emprunts émis sous Maximilien par le nouveau gouvernement mexicain de Juarez.

Ces deux répudiations, bien qu'ayant d'indéniables conséquences néfastes sur le portefeuille des investisseurs, n'entraîneront pas une perte complète. Dans le premier cas, les porteurs français parviendront à forcer le retour du gouvernement portugais à la table des négociations en 1890. L'accord de 1891 est obtenu parce que le gouvernement portugais désire placer un emprunt sur la Place parisienne. Dans le second cas, le gouvernement français, considérant son rôle important dans le placement de l'emprunt auprès du public, acceptera de rembourser les porteurs à concurrence d'un montant proche de 50 % des sommes engagées.

Contrairement aux répudiations, les défauts et les renégociations des dettes souveraines ne sont pas des événements si rares. Depuis 1800, 72 pays ont connu 166 périodes de défaut ou renégociation de leurs dettes, d'une durée moyenne de 11,4 années². La qualité du crédit n'est

pas une constante ; parmi les débiteurs les plus respectés aujourd'hui, beaucoup ont réussi à dépasser un déclin de réputation dû à des défauts. Dans d'autres régions, telles que l'Amérique Latine, les pays ont fait défaut de manière régulière.

En général, les défauts se succèdent et prennent la forme de crises de la dette provoquées par des facteurs globaux, systémiques. Quatre crises internationales majeures - en 1820, 1870, 1930 et 1980 - représentant 15 % des années après 1800, totalisent 57 % de toutes les périodes et 70 % du nombre total d'années de défaut et de renégociation. Les deux dernières crises ont touché tant les flux internationaux de capitaux que les marchés domestiques de crédit dans les principaux pays.

Les défauts des débiteurs souverains durant les années 1930 constituent l'exemple typique des crises de la dette publique que l'on retrouve aussi bien au XIX^{ème} siècle que pendant les années 1980³. À chaque fois, la crise est précédée par un fort accroissement des montants empruntés, notamment par les pays en voie de développement. Ensuite, les difficultés de paiement se généralisent, engendrées essentiellement par des chocs extérieurs tels que les changements brutaux des prix des matières premières et des taux d'intérêt réels et des réductions dans la demande des pays industrialisés pour les exportations des pays en voie de développement.

Le marché des emprunts obligataires des États souverains des années 1920 est considéré *ex post* comme trop agressif et, en même temps, trop laxiste dans les conditions imposées aux débiteurs. Son accroissement continu, le fait que les maturités tendent à être de plus en plus courtes et les taux d'intérêt de plus en plus élevés font que les débiteurs deviennent très dépendants du *roll-over* de leurs crédits. La récession de 1929 affecte de manière sévère leur capacité à assurer les fonds nécessaires au service de la dette dans leur propre monnaie et à transférer ces fonds dans les devises de leurs créanciers. Les difficultés budgétaires et celles des balances de paiement augmentent au fur et à mesure que les prix et les volumes des exportations chutent à la suite des effets joints des mesures protectionnistes, de la crise économique et de la fermeture des marchés de capitaux. Le ratio service de la dette/exportations augmente de manière dramatique au début des années 1930. De plus, le fort affaiblissement des marchés financiers internationaux élimine la possibilité de *roll-over* des dettes, de telle manière que le service des obligations déjà émises commence à dépasser la valeur nominale des nouvelles émissions. Le point où les paiements annuels du service de la dette dépassent le montant des nouvelles émissions, est atteint avant les défauts. On ne peut pas l'interpréter simplement comme une réaction des créanciers aux défauts non anticipés, mais plus probablement comme le point où les pays débiteurs prennent conscience de la possibilité de défaut. Ces pays se retrouvent avec d'énormes montants à rembourser associés à des



moyens de paiement brutalement réduits, et sans aucun instrument de règlement par négociation comme substitut au défaut.

D'habitude, le principal ne fut jamais annulé pour les pays ayant fait défaut durant les années 1930. En outre, le défaut ne signifie pas un arrêt total et complet du paiement des annuités : les débiteurs payent un montant fortement inférieur à la valeur actuelle nette équivalente au service de leur dette, mais néanmoins largement positif.

LES EMPRUNTS ET LEUR MARCHÉ

Les emprunts russes et leur répudiation à la Bourse de Paris

À partir de la fin du XIX^{ème} siècle, la Russie se tourne de plus en plus fréquemment vers les Places financières internationales pour émettre de nouveaux emprunts. L'affectation des sommes obtenues varie considérablement puisqu'elles peuvent tout aussi bien servir à la conversion d'anciens titres que permettre de faire face à des nécessités d'ordre politique ou économique. Quoi qu'il en soit, ces émissions se caractériseront rapidement par la faible information dont dispose l'investisseur privé quant à l'objet de l'emprunt. Dès 1895, le gouvernement français facilite le placement d'emprunts russes à Paris dans le but de consolider ses liens avec l'empire tsariste. Il a ensuite été montré que, tant les hommes politiques que la presse, ou encore certains agents de change avaient été soudoyés pour vanter les mérites des titres russes, et ainsi leur offrir un accès des plus aisés à la Place parisienne (Raffalovitch, 1931). L'implication du gouvernement et de quelques grandes banques françaises explique la diffusion extrême des titres russes auprès d'un vaste public. Une approximation des montants français investis en titres russes est obtenue *via* les réclamations enregistrées après la répudiation. Ainsi, en 1919, près d'1,6 million d'investisseurs se manifesteront lors d'une tentative de centralisation des plaintes liées à la répudiation. D'après Girault (1973), la section russe représente 33 % des valeurs étrangères à la Bourse de Paris et environ 4,5 % de l'ensemble de la richesse française. De plus, le marché français centralise l'essentiel des valeurs russes, et notamment, au début du XX^{ème} siècle entre 40 et 45 % des dettes souveraines russes dont la valeur nominale cotée à Paris atteint près de 11,72 milliards en 1914 (Girault, 1973). Ukhov (2003) estime que près de 50 % de celles-ci étaient détenues par des étrangers en 1913. Enfin, d'après l'Office national des valeurs mobilières, les montants français investis dans des titres ou obligations russes se situent dans une fourchette comprise entre 15 et 18 milliards de francs.

L'impact de la répudiation est basé sur l'étude de l'évolution des cours de deux emprunts : l'emprunt de l'État russe 5 % de 1906 (Oukase du



17 (4^e) avril 1906) et l'emprunt 4 1/2 % de 1909 (Oukase du 15 (2) janvier 1909). L'allocation de la souscription est la suivante : couverture des besoins généraux du Trésor pour le premier, remboursement des bons du Trésor 5 % de 1904 et dépenses extraordinaires du budget de 1909 pour le second. Ces deux emprunts sont cotés internationalement, le premier à Paris, Amsterdam, Bruxelles, Londres et Vienne ; le second à Paris, Amsterdam et Londres. Ils ont été sélectionnés pour leur volume (respectivement 2,250 milliards et 1,4 milliard de francs). La majorité des titres est traitée sur la Place de Paris⁵. Enfin, l'emprunt étant remboursable dans différentes devises, les parités sont fixées à l'émission. Elles sont identiques dans les deux cas.

Les cours hebdomadaires, à savoir les premiers cours de chaque lundi ouvrable, proviennent des *Cours authentiques des agents de change*, pour une période centrée sur la date de répudiation, s'étendant donc du 8 février 1916 au 8 février 1920. L'indice constitué pondère les titres par le solde des montants à rembourser. Il est calculé pour les dates où les deux emprunts font l'objet d'échanges.

Le graphique n°1 présente l'évolution de l'indice formé par les emprunts russes de 1906 et 1909 sur la période 1916-1920.

Lorsque la Première guerre mondiale éclate, la Bourse est temporairement fermée. Elle rouvre au début de décembre 1914. Quelques mois plus tard, en octobre 1915, un accord secret, signé entre les ministres des Finances français (Ribot) et russe (Bark), prévoit que le gouvernement français continuera à avancer à l'Empire russe les fonds nécessaires pour les paiements auxquels il doit faire face en France (Freymond, 1995) et que le remboursement de ces avances se fera un an après la cessation des hostilités.

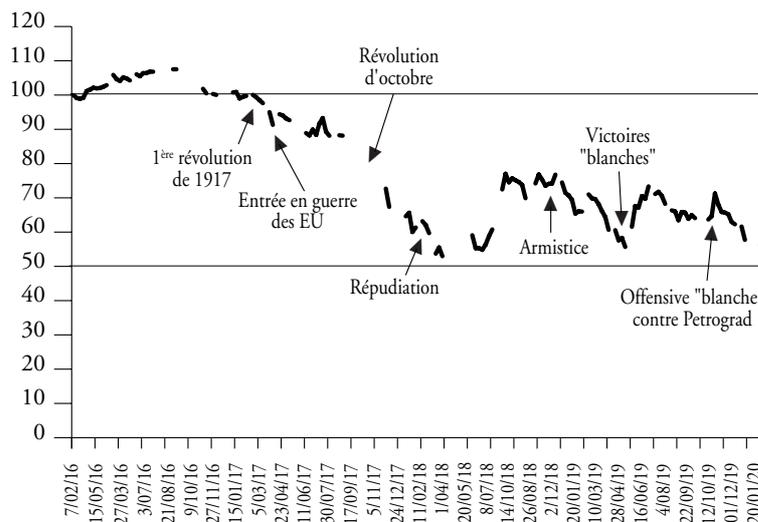
Jusqu'en septembre 1916, l'indice présente une tendance à la hausse, qui compense quelque peu les fortes baisses subies par les emprunts, suite au déclenchement du premier conflit mondial. Ensuite et jusqu'en mars 1918, la valeur de l'indice baissera de manière systématique⁶. Bien entendu, les troubles qui éclatent en Russie durant l'année 1917 ne sont pas étrangers à cette forte baisse. La première Révolution de 1917 débute le 8 mars 1917 (23 février) ; le 15 (2) du même mois le tsar Nicolas II abdique. Ces événements entraînent une baisse des cours qui peut être considérée comme modérée au vu de l'importance du changement politique. Ceci s'explique par les propos rassurants tenus par le nouveau gouvernement russe qui, à peine au pouvoir, affirme vouloir respecter les engagements financiers contractés précédemment. Un bref sursaut durant lequel les cours remontent légèrement peut être observé le 2 avril, peut-être est-il attribuable à l'entrée en guerre des États-Unis. Car, après, la baisse reprend de plus belle. Une partie de celle-ci est due à la situation en France même (issue de la guerre de plus en plus



incertaine, offensives meurtrières - Chemin des dames... -, et accroissement du nombre de mutineries d'avril à juin 1917), l'autre par la situation russe. Celle-ci semble jouer un rôle prépondérant sur les cours puisque l'essentiel de la chute se produit durant la Révolution « d'octobre », qui débute le 6 novembre (24 octobre). À la fin de l'année 1917, la situation en Russie reste extrêmement confuse, des informations contradictoires venant régulièrement entretenir cette confusion.

La presse financière de l'époque est divisée, quant à l'ampleur de la Révolution. Selon Freymond (1995), dès la fin du mois de novembre 1917, des rumeurs de répudiation commencent à circuler. Considérant l'importance de la réputation pour procéder à l'émission d'un nouvel emprunt, de nombreux acteurs financiers refusent d'y croire. Le 13 janvier 1918, un projet de décret annulant les emprunts est élaboré. Il est adopté le 8 février 1918 par le Comité central des soviets. Durant les années 1918, 1919 et le début de l'année 1920, l'indice se maintiendra à un niveau élevé, compte tenu de la situation, tant nationale qu'internationale de la Russie. Oosterlinck (2003) attribue ce niveau élevé à un *Peso Problem* : les investisseurs anticipent des événements susceptibles d'affecter les cours, mais qui, finalement, ne se réalisent pas. Parmi ceux-ci, figurent le renversement du régime bolchevique, la prise en charge d'une partie de la dette, soit par un pays nouvellement créé (Pologne, États Baltes...), soit par l'Allemagne après sa défaite, soit par le gouvernement français.

Graphique n°1
Évolution de l'indice des titres russes
(base 100 le 8 février 1916)



*Les emprunts roumains et leur défaut à la Bourse de Paris*

Au début des années 1920, le crédit étranger est nécessaire pour financer la reconstruction économique, pour assurer le financement de lourds investissements dans l'infrastructure et l'équipement dévastés par la guerre, pour réorganiser les systèmes monétaires et de crédit. Dans le cas de la Roumanie, la faiblesse des banques et de l'épargne intérieure, l'instabilité financière et monétaire chroniques, l'importante dette flottante à l'étranger, un système de production et d'imposition archaïques et le problème des dettes et des réparations de guerre se greffent aux besoins de financement que l'on retrouve partout en Europe. À la fin des années 1930, la France devient le premier créancier de la Roumanie, avec un pourcentage de 30 % du total de sa dette publique intérieure et extérieure (soit presque 1,02 milliard de francs). Les emprunts roumains négociés à Paris sont donc représentatifs du financement international de la Roumanie durant les années 1920-1930.

Les obligations roumaines cotées à Paris apparaissent, soit sous la forme de nouvelles émissions, soit sous la forme de conversions ou d'unifications d'anciens emprunts. Ils bénéficient, le plus souvent, d'une clause de dette de premier rang et offrent des garanties spéciales pour lesquelles l'État roumain a destiné le produit des diverses taxes, revenus publics ou de monopoles. La grande majorité des souscripteurs est constituée de particuliers, les banques couvrant presque exclusivement les montants placés auprès de personnes morales.

Les principaux emprunts, aussi bien par rapport au montant émis que par rapport à la liquidité à la Bourse de Paris, sont l'emprunt 4 % 1922 de consolidation des bons du Trésor émis avant la Première guerre mondiale, et les deux emprunts de stabilisation du leu roumain et de développement de la Caisse autonome des monopoles 7 % 1929 et 7,5 % 1931. Le montant de ces trois emprunts représente 84,53 % du total des émissions et conversions roumaines de cette période. Par ailleurs, ces trois emprunts et les deux rentes unifiées 4 % et 5 % 1929 (apparues à la suite de l'unification des anciens emprunts par l'Accord de Paris en 1928) représentent les obligations cotées sur lesquelles l'État roumain fait défaut en 1933. Enfin, tous ces emprunts sont émis pour des périodes comprises entre 30 et 41 ans.

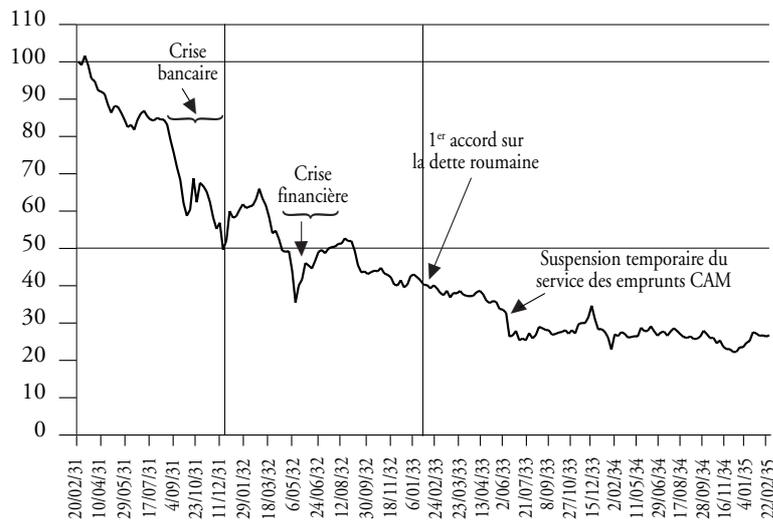
Pour ces emprunts, le cours hebdomadaire, à savoir le dernier cours coté de chaque vendredi ouvrable, a été collecté dans *Les cours authentiques des agents de change*, sur la période allant de février 1931 à février 1935. Ils ont été corrigés pour tenir compte de l'impact du coupon couru afin d'obtenir des cours « nus » ou « pied de coupon »⁷.



La base de référence correspond au niveau des cours deux années avant le défaut, soit le 18 février 1931. Pour chaque émission, nous avons établi un indice élémentaire. Ensuite, un indice général est construit comme une moyenne pondérée des indices élémentaires par la capitalisation boursière des titres. Les poids correspondent à la situation prévalant, soit en fin d'année précédente, soit au moment des nouvelles introductions au cours de l'année.

Le graphique n°2 présente l'évolution de l'indice général des titres roumains.

Graphique n°2
Évolution de l'indice général des titres roumains
(base 100 le 18 février 1931)



Dès le début de l'année 1931, les cours des titres roumains connaissent une tendance baissière quasi-ininterrompue due à la crise mondiale et aux premiers signes d'éventuels problèmes de défaut. À partir de l'automne 1931, la crise bancaire touche brutalement toute l'Europe Centrale et Orientale, le système bancaire et de crédit roumain étant fortement atteint⁸. Fin 1931-début 1932, la crise affecte aussi le marché boursier parisien. Les réalisations des titres d'entreprises ou de particuliers endettés pèsent sur le marché boursier et l'épargne nouvelle est, en grande partie, employée à racheter les capitaux cédés par leurs propriétaires défaillants. De là, après une courte reprise des cours des titres à revenu fixe (*i.e.* réorientation de l'épargne des actions vers les

obligations), une dépression permanente du cours des titres, privés comme publics. En mai 1932, la crise financière est profonde en Roumanie, la Banque nationale de Roumanie perdant entièrement le contrôle de la circulation monétaire.

L'ouverture des pourparlers visant l'allègement de la dette extérieure roumaine, le défaut de l'État roumain de 1933 et la succession d'accords relatifs à cette dette font plonger les cours vers leur minimum, fin 1934⁹. Par ailleurs, toute l'économie française connaît des difficultés au cours de ces années. Le taux d'intérêt du marché français atteint un niveau très élevé et ne cesse pas d'augmenter tout au long des années 1935-1936.

Les principales caractéristiques des séries d'indices et de rentabilités, résumées dans le tableau n°1, permettent de comparer plus en détail la répudiation et le défaut.

Tableau n°1
Statistiques descriptives sur la période globale étudiée

	INDICE				RENTABILITÉS (%)			
	Moyenne	Écart type	Max.	Min.	Moyenne	Écart type	Max.	Min.
Russie (1916-1920)	79,017	17,400	107,536	52,974	-0,377	2,896	10,246	-8,53
Roumanie (1931-1935)	45,759	21,161	101,613	22,225	-0,628*	4,855	16,467	-21,556

* Significativement différente de zéro à 10 %.

La comparaison fait ressortir plusieurs éléments marquants. Premièrement, la moyenne de l'indice russe est largement supérieure à celle de l'indice roumain. De plus, la volatilité de l'indice russe est la plus faible des deux. Par ailleurs, les *maxima* et les *minima* de l'indice russe dépassent ceux de l'indice roumain, dans le cas des *minima* cette différence allant du simple au double. L'analyse des rentabilités (moyenne, écart-type, maximum, minimum) vient renforcer l'impression de solidité relative des emprunts russes par rapport aux emprunts roumains. Il convient de noter que, seule, la rentabilité moyenne des emprunts roumains est statistiquement négative. Ces résultats vont à l'encontre de l'idée que la répudiation est plus grave que le défaut. La section suivante raffine l'analyse en se concentrant uniquement sur la période d'après crise.

LES CRISES ET LEUR GESTION

Cette section détaille les évolutions boursières des indices obligataires après la crise - défaut ou répudiation (graphiques n°3 et 4).



La non gestion de la crise russe

La répudiation par les bolcheviques des emprunts émis par le régime tsariste demeure l'un des épisodes ayant le plus marqué les investisseurs français. Lors de son annonce, le marché des emprunts russes ne subit qu'une faible baisse, signe de l'incrédulité des acteurs face à cette décision extrême. Dans son édition du 27 février 1917, le *Journal financier et politique* considère qu'« ils [les porteurs français de fonds russes] savent que la tourmente actuelle n'aura qu'un temps, et qu'une fois l'ordre restauré, il faudra bien que le gouvernement, quel qu'il soit, prenne les mesures nécessaires au rétablissement du service de la dette avec le concours de ses créanciers étrangers ».

Du point de vue gouvernemental, la répudiation est dénoncée par de nombreux États dès le 13 février 1918. Rapidement, le gouvernement français entame une action militaire, d'une part, financière, de l'autre. Du point de vue financier, il respecte jusqu'en avril 1918 les termes de l'accord secret avec la Russie. Alors que la répudiation n'est encore qu'une rumeur, le gouvernement français annonce, tout d'abord, qu'il honorera les coupons de janvier, puis ceux de février¹⁰. Néanmoins, il insiste fortement sur le caractère temporaire de cette mesure alors que de nombreuses voix s'élèvent pour affirmer l'obligation morale de l'État français face aux porteurs d'emprunts russes. Au vu de l'énorme charge financière que représente le paiement de coupons, le gouvernement cherchera au plus vite à cesser son implication. La sortie de la Russie du premier conflit mondial (traité de Brest-Litovsk) lui offre un prétexte idéal. Arguant du fait que l'avance des coupons visait à soutenir un allié belligérant, le gouvernement français décide de cesser son aide à partir du moment où la Russie cesse de combattre à ses côtés. Au vu des nombreuses protestations exprimées par le public français, une loi du 19 septembre 1918 autorisera les porteurs à souscrire 50 % du nouvel emprunt français contre l'échange de coupons russes échus ou à échoir entre avril et décembre 1918. En juin 1919, une estimation porte à près de 265 millions de francs les montants ainsi échangés¹¹. Cet échange de coupon devait constituer la dernière intervention financière directe de l'État français¹².

Du point de vue militaire, la défection de la Russie fragilise *de facto* la position des Français et des Britanniques sur le front ouest puisqu'elle permet au commandement allemand d'y transférer des troupes auparavant stationnées à l'Est. Dès lors, la position alliée visera à faire chuter le régime bolchevique afin de récupérer le support militaire russe, mais aussi de résoudre le problème de la répudiation. En effet, la plupart des mouvements russes opposés au bolcheviques acceptent de reconnaître la responsabilité de leur pays pour ses dettes. L'impact de

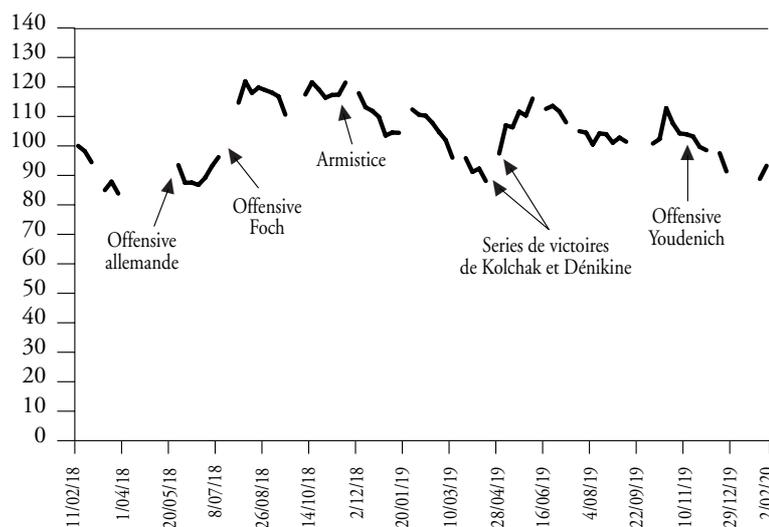


l'intervention militaire française sera essentiellement d'ordre matériel. Pipes (1994) ne signale qu'un seul engagement armé entre Français et bolcheviques.

À l'étranger, la position des gouvernements diffère d'un pays à l'autre. Les porteurs britanniques et américains pourront échanger certains des titres russes contre des bons du Trésor émis par leurs pays (Freymond, 1995). Les porteurs italiens seront autorisés à échanger leurs emprunts contre des titres de la dette publique italienne, l'échange se faisant au cours de Bourse des emprunts russes à l'époque, soit près de 50 % du pair. La solution la plus avantageuse sera obtenue pour les porteurs japonais et allemands. Dans le premier cas, le gouvernement japonais, estimant sa responsabilité engagée, rachètera les emprunts. Dans le second, les négociateurs allemands imposeront, lors de la signature du traité de Brest-Litovsk, le remboursement des dettes russes. En septembre de la même année, le gouvernement autrichien tentera, en vain, d'obtenir des conditions identiques pour ses nationaux¹³.

Suite à l'échec de l'intervention militaire, les actions concrètes visant à forcer la reprise du service des emprunts russes deviendront rapidement inexistantes. Bien entendu, la position du gouvernement français se voudra longtemps ferme. En pratique, l'espoir renaîtra à de nombreuses reprises, mais la reprise sérieuse des négociations attendra 1993 pour aboutir en 1997 à un remboursement limité.

Graphique n° 3
Évolution de l'indice général des titres russes
(base 100 à la date de répudiation)



La gestion du défaut roumain

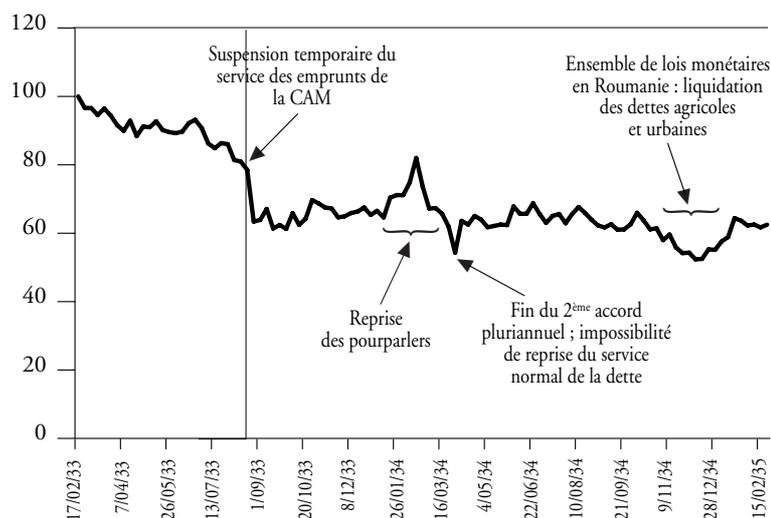
La crise économique mondiale des années 1930 affecte de manière significative la Roumanie, alors en plein développement et fortement dépendante des exportations de matières premières pour faire face au service de sa dette publique extérieure. La chute des prix, les soubresauts des taux d'intérêt réels et les mesures protectionnistes prises par la plupart des pays créanciers créent des difficultés importantes au maintien du paiement intégral de la dette. Par conséquent, l'ouverture de négociations entre le gouvernement roumain et les associations de porteurs devient indispensable. Ces pourparlers ont lieu à Paris, de décembre 1932 à février 1933. Un premier accord, en vue d'alléger les paiements extérieurs, est conclu en février 1933. Il concerne les emprunts directs de l'État roumain et des discussions sont ouvertes pour les deux emprunts de la Caisse autonome des monopoles. Au cours des négociations, le 15 août 1933, le transfert des sommes dues aux créanciers étrangers correspondant au service de ces deux emprunts est suspendu d'une manière inattendue par le débiteur. Finalement, un accord est conclu en décembre 1933 afin de réglementer les paiements des emprunts de la Caisse. À partir de cette date, et jusqu'à la Deuxième guerre mondiale, une suite de négociations et d'accords allègera la dette publique roumaine. Globalement, ces accords prévoient la suspension totale des amortissements, le paiement d'un pourcentage variable du coupon et l'annulation des arriérés au bénéfice de l'État roumain. Le tableau n° 2 synthétise les coupons effectivement payés durant la période après défaut¹⁴ et le graphique n° 4 présente l'évolution de l'indice des titres roumains.

15

Tableau n°2
Résumé des paiements effectivement effectués

	Coupons payés (% des sommes dues)	Échéances
Emprunts directs de l'État roumain	62,5%	1933-1934
	25%, 35%, 42%	1934-1937
	45%	1937-1938
	47%	1938-1939
Emprunts de la Caisse autonome des monopoles	50%	oct. 1933 et févr. 1934
	50%, 53%, 55%	1934-1937
	65%	1937-1938
	68%	1938-1939

Graphique n°4
Évolution de l'indice général des titres roumains
 (base 100 à la date de défaut)



16

Au début de l'année 1941, le gouvernement roumain déclare un moratoire général et rétroactif sur sa dette publique extérieure et cette situation reste « bloquée » jusqu'en 1959, année qui voit le règlement définitif des obligations roumaines en France. Ce règlement, d'un caractère plutôt symbolique et politique, a pour objet le retour de la Roumanie sur les marchés financiers internationaux. Ainsi, les indemnités accordées aux porteurs français lors du règlement final rajoutés aux paiements effectués pendant l'entre-deux-guerres représentent uniquement 32 % des sommes promises aux souscripteurs à l'émission.

Le tableau n°3 fournit les statistiques descriptives des deux indices après le défaut ou la répudiation.

Tableau n°3
Statistiques descriptives sur la période après crise

	INDICE				RENTABILITÉS (%)			
	Moyenne	Écart type	Max.	Min.	Moyenne	Écart type	Max.	Min.
Russie (1918-1920)	104,044	10,481	121,906	83,843	-0,328	3,55	10,246	-6,958
Roumanie (1933-1935)	70,442	12,534	100,000	52,367	-0,443	4,734	15,799	-21,397

Le tableau n° 3 montre que les résultats contre-intuitifs dégagés auparavant ne peuvent pas être attribués à l'insertion de la période précédant la crise. En effet, les conclusions sont confirmées pour la période postérieure à la crise. Il est intéressant de noter que, dans le cas roumain, la date où l'indice vaut le plus correspond à la date de référence. En d'autres termes, sur la période étudiée, les cours connaissent une forte tendance à la baisse, une fois le défaut annoncé. L'indice des emprunts russes, en revanche, dépasse son niveau initial à plusieurs reprises et, parfois, durant de longues périodes. La section suivante se propose d'expliquer les raisons à même d'entraîner des comportements aussi différents.

*POURQUOI LA RÉPUDIATION VAUT-ELLE PARFOIS MIEUX
QUE LE DÉFAUT ?*

Intuitivement, les cours des emprunts roumains, accompagnés par une promesse de remboursement matérialisée dans des accords et par le paiement d'un pourcentage du coupon, devraient rester supérieurs aux cours des titres russes répudiés. Néanmoins, comme cela a été vu précédemment, les résultats obtenus sont diamétralement opposés à cette intuition. Le tableau n° 4 compare les caractéristiques financières des deux indices afin de déterminer si elles peuvent justifier cet état de fait.

Tableau n°4
Caractéristiques financières des emprunts

	ROUMANIE	RUSSIE
Libellé	Or	Assimilé à des francs or
Taux de coupon	4 - 7,5 %	4,5 - 5 %
Durée	Long terme (> 30 ans)	Long terme (> 40 ans)
Garanties	Revenus des monopoles et recettes générales	Recettes générales
Négociations	Ininterrompues (implication de l'ANPFVM ¹⁵)	Faibles voire inexistantes
Remboursements et coupons	Réguliers (jusqu'en 1939)	Inexistants

La comparaison des éléments propres aux emprunts ne fournit pas d'explication convaincante. En effet, les caractéristiques des titres constituant l'indice roumain sont, soit similaires, soit meilleures que celles des titres de l'indice russe. Ainsi, les emprunts roumains jouissent, en moyenne, d'un coupon plus élevé que les emprunts russes. Par ailleurs, ils sont explicitement exprimés en or¹⁶, et certains d'entre eux gagés sur les revenus des monopoles. Enfin, après le défaut, ils font

l'objet de négociations sous l'égide de l'ANPFVM aboutissant au paiement de plusieurs coupons.

Afin de comprendre le niveau relatif élevé de l'indice russe par rapport à l'indice roumain, il convient de se tourner vers des explications extra-financières. Le tableau n° 5 reprend l'ensemble des éléments à même d'avoir influencé le niveau des cours. À l'exception possible de la crise de 1929, le cas roumain ne semble pas avoir souffert d'éléments externes au monde financier. En revanche, de nombreux facteurs non financiers permettent d'expliquer le haut niveau relatif de l'indice russe.

Tableau n°5
Éléments extra-financiers affectant les emprunts

	ROUMANIE	RUSSIE
Engagement moral du gouvernement français	Inexistant	Débatu
Implication financière du gouvernement français	Inexistante	Présente puis espérée
Pression du public français	Moyenne	Très forte
Contexte international	Suite de la crise de 1929	Première guerre mondiale
Éléments de politique intérieure et de droit international	–	Guerre civile Sécession de territoires

Les acteurs, tant politiques qu'économiques de l'époque rappelleront, dès la répudiation, l'implication qu'avait eu le gouvernement français dans la promotion des titres russes. Considérant que celui-ci était, dès lors, moralement impliqué, de nombreuses voix s'élèveront pour qu'il agisse en faveur des porteurs¹⁷. L'ampleur même des investissements français et la large diffusion de ceux-ci auprès de petits investisseurs renforceront le sentiment que l'État français agira. Ce sentiment sera d'autant plus fort que, depuis 1915, l'État français avance à l'État russe les sommes visant à rembourser ses dettes. L'espoir atteindra un point culminant lors de l'échange de coupons russes échus contre des titres d'un nouvel emprunt français en septembre 1918. En plus des attentes fondées sur une intervention de leur gouvernement, les porteurs français envisagent différents scénarios positifs concernant l'avenir russe. Le premier verrait le renversement du régime bolchevique et l'annulation du décret de répudiation. Dans ce cas de figure, le remboursement resterait cependant problématique au vu de la ruine économique de la Russie après la guerre. Le second, se basant sur le précédent de l'éclatement de l'empire ottoman, verrait un ou plusieurs États ayant fait sécession de l'empire russe reprendre tout ou partie de la dette. Le nombre d'États¹⁸ nouvellement créés augmente d'autant le nombre de débiteurs vers lesquels se retourner.



La différence observée entre les deux indices relève d'espoirs crédibles, mais non réalisés. Ils peuvent donc s'inscrire dans la théorie du *Peso Problem*. Sill (2000) attribue ce terme à l'économiste Milton Friedman qui, durant les années 1970, nota que les différentiels de taux d'intérêt existant entre les USA et le Mexique ne pouvaient s'expliquer que par des anticipations de dévaluation du peso. En effet, le différentiel de taux d'intérêts existant entre les deux pays semblait indiquer que toutes les conditions étaient réunies pour effectuer un arbitrage (qui devrait évidemment, à terme, amener à la disparition de ce différentiel). Néanmoins pour que celui-ci soit efficace, il fallait que le taux de change peso/USD, fixe à l'époque, ne subisse aucun changement. Les craintes de dévaluation du peso expliquent que les acteurs financiers s'abstiennent de réaliser l'arbitrage donnant ainsi l'impression que les marchés financiers étaient dans l'erreur. Ceci a amené l'utilisation du terme *Peso Problem*.

À l'instar des taux de change, les prix des actions et obligations dépendent, non seulement des anticipations d'événements qui ont de fortes chances de se réaliser, mais aussi de celles ayant trait à des événements peu probables. Parfois, les anticipations de ces événements peu probables peuvent avoir des conséquences extrêmes sur le prix des titres. Dans ces conditions, les marchés peuvent paraître irrationnels, alors qu'en fait, ils souffrent d'un *Peso Problem*. De manière générale, les *Pesos Problems* surviennent lorsque les prix des actifs sont affectés par le fait qu'un événement rare, voire même de nature inédite puisse se produire. Récemment, Veronesi (2004) a suggéré que des effets dus au *Peso Problem* permettent d'expliquer la plupart des faits stylisés observés lors de l'analyse des rentabilités des actions.

Dans notre cas, le marché anticipe des événements pouvant affecter de manière radicale la valeur des emprunts russes. Ces anticipations maintiennent un niveau élevé des cours, qui paraît paradoxal au vu de la théorie financière, et qui semble anormal au vu du dénouement *ex post* du problème des emprunts russes. À l'inverse, dans le cas roumain, le montant attendu est limité par les négociations (l'investisseur sait qu'au mieux, il touchera ce dernier montant) alors qu'en cas de changement drastique de régime en Russie, tous les espoirs restent permis.

Cet article montre qu'à caractéristiques financières comparables ou inférieures des emprunts répudiés peuvent conserver des niveaux de cours plus élevés que ceux d'emprunts ayant fait défaut. Cette observation contre-intuitive s'explique par l'importance des éléments politiques dans la valorisation des emprunts répudiés. En effet, les investisseurs anticipent de manière rationnelle des événements extrêmes à même de



supprimer l'effet de la répudiation (renversement du régime répudiant la dette, reprise d'une partie de la dette, soit par le gouvernement des créanciers, soit par des États sécessionnistes). *Ex post*, aucun de ces événements ne se réalisera dans le cas russe, ce qui permet d'approcher la valeur des emprunts répudiés sous l'angle de la théorie du *Peso Problem*. L'absence de réalisation *ex post* ne doit pas être perçue comme le reflet de l'incompétence ou de la naïveté des investisseurs. Pour l'investisseur de l'époque, il était rationnel d'incorporer dans son évaluation du prix des emprunts russes la possibilité que l'État français rembourse la dette russe.

L'article met également en avant l'impact relatif des négociations donnant lieu à un accord amenant la reprise du service de la dette. En effet, lorsque les négociations aboutissent, les montants à rembourser sont d'ordinaire revus à la baisse. Se basant sur ces accords, l'investisseur dispose d'éléments tangibles concernant les paiements qui lui seront effectués. Cela fixe une limite à la valeur de l'obligation au-delà de laquelle le cours de l'emprunt a peu de chances de s'établir. En revanche, en l'absence de négociation, tout espoir est permis pour les emprunts répudiés. Celui-ci se matérialisera d'ailleurs dans une certaine mesure... mais 80 ans après la répudiation !

Un élément demeure difficile à concilier avec la théorie financière liant la rentabilité attendue au risque supporté par l'investisseur. La comparaison des volatilités des deux indices montre que les titres roumains sont les plus volatiles. Ceci s'accommode mal avec l'idée que la répudiation est plus risquée pour l'investisseur que le défaut. Plusieurs explications peuvent être suggérées. Premièrement, la période de négociation est associée à une importante incertitude. Rappelons également les hésitations qui précèdent la signature des accords concernant les emprunts de la Caisse autonome des monopoles, pour lesquels une décision a été prise uniquement en décembre 1933, après l'arrêt temporaire des paiements d'août 1933. Deuxièmement, cette différence pourrait résulter d'un effet « volume », les emprunts roumains étant les plus activement traités. Le nombre de *fixings* journaliers enregistrés en moyenne pour les emprunts roumains est compris entre 10 et 12.

Cette analyse ne considère que deux cas particuliers. Il est néanmoins probable qu'il existe d'autres répudiations (peut-être celles du bloc communiste après la Seconde guerre mondiale) qui n'ont, dans un premier temps, amené qu'une baisse très faible des cours. Afin d'obtenir une vision plus générale de cette problématique et de vérifier à quel point les conclusions de cet article demeurent valides, il serait intéressant d'étendre l'étude à d'autres cas de défaut et de répudiation.

De plus, la nature des crises contemporaines de la dette a changé, tant par rapport aux années précédentes que par rapport à la Seconde guerre mondiale que par



rapport aux années 1980. Les crises dont ont souffert des pays tels que la Russie en 1998, l'Équateur, le Pakistan en 1999, l'Ukraine en 2000, l'Argentine en 2001 et le Nigeria en 2002 ou encore les risques sérieux de défaut des paiements auxquels ont été confrontés le Brésil en 1998, 2001, 2002, le Mexique et l'Argentine en 1995, la Roumanie en 1998... présentent un éventail de cas que l'on peut difficilement regrouper sous un seul modèle. La globalisation et l'intégration croissante des économies émergentes dans le système financier international ont effectivement mis à la disposition de ces pays de nouvelles sources de financement, mais ont également accru leur exposition aux risques. De nos jours, la titrisation massive des dettes fait que les créanciers des États souverains sont de plus en plus nombreux et les instruments utilisés de plus en plus complexes. Le scénario classique selon lequel d'importants déficits publics entraînent un endettement insoutenable et des difficultés de paiement n'est plus l'unique modèle déclencheur de crises. Les crises de confiance, passant par les taux de change ou les taux d'intérêt, représentent tout autant de scénarios possibles (voir, par exemple, la crise asiatique des années 1997)¹⁹. Et malgré les progrès théoriques et empiriques des dernières décennies, la question des dettes souveraines est loin d'être solutionnée. C'est la raison pour laquelle, une meilleure connaissance des différents types et générations de crises de la dette peut apporter sa contribution à la meilleure prévention et gestion de ces phénomènes qui jalonnent l'histoire économique et financière.

NOTES

1. On pense notamment aux pays d'Afrique, comme par exemple l'ex-Zaïre (aujourd'hui République Démocratique du Congo) ou le Nigeria, confrontés à des détournements de fonds très importants sous le règne de leurs dictateurs, en raison d'une corruption systémique, affectant l'ensemble de leur régime. En même temps, dans ces pays, l'immense majorité de la population vit largement en-dessous du seuil de pauvreté et leurs gouvernements actuels doivent rembourser les dettes contractées par des dictateurs aujourd'hui disparus (pour plus de détails à ce sujet, voir également Hgnodjom et Demuijnck, 2004).
2. Purcell et Kaufman (1993).
3. Eichengreen et Portes (1986).
4. Les dates entre parenthèses renvoient au calendrier julien. Les dates du calendrier grégorien sont privilégiées ici puisqu'elles correspondent à celles utilisées en France à l'époque.
5. Pour le premier titre, les numéros de série déterminent la place sur laquelle l'emprunt est coté. Selon Freymond (1995), 72 % de l'emprunt de 1906 et 74 % de celui de 1909 seraient traités en France.
6. Le minimum est atteint le 25 mars 1918, soit peu de temps après la répudiation.
7. Un problème supplémentaire apparaît concernant l'emprunt 4 % 1922 pour lequel les coupons et les amortissements sont libellés en livres sterling. Pour celui-ci, les taux de change franc français - livre sterling

ont également été relevés sur une base hebdomadaire dans *Les cours authentiques des agents de change*. Tous les coupons et les remboursements de l'emprunt 4 % 1922 ont été convertis en monnaie domestique, à savoir en francs or.

8. Notamment *via* la faillite de la plus grande banque d'affaires roumaine de l'époque (Marmorosh Bank) en septembre 1931.

9. L'indice général atteint son minimum le 7 décembre 1934 à 22,225.

10. *Le rentier*, 27 décembre 1917 et 27 février 1918.

11. *Le rentier*, 17 juin 1919.

12. La proposition de réitérer cette mesure fut faite le 30 mai 1919 lors d'un discours au Sénat du ministre des Finances, mais ne devait pas être suivie d'effets.

13. *Messageur de Paris*, 12 septembre 1918.

14. Il s'agit des pourcentages prévus dans les accords. Malgré les clauses qui continuent à être négociées et signées, à partir d'août 1939, il n'y aura plus de paiement en France.

15. Association nationale des porteurs français de valeurs mobilières.

16. Un élément crucial pour des emprunts cotés après la dévaluation du franc français en 1926.

17. Le remboursement partiel des emprunts mexicains effectué sous Napoléon III venant renforcer les espoirs des porteurs.

18. Citons, entre autres : la Finlande, la Pologne, les États Baltes, l'Ukraine et plusieurs pays du Caucase et d'Asie centrale.

19. Voir également Cohen et Portes (2003).

BIBLIOGRAPHIE

ADAMS P. (1991), *Odious debts: loose lending, corruption and the third world's environmental legacy*, Toronto, Earthscan.

AFTALION F. (1996), *L'économie de la Révolution française*, Paris, PUF, Collection Quadrige.

ANPFVM, (1910-1925), Archives de l'Association nationale française des porteurs de valeurs mobilières.

BARTOLINI L. DIXIT A., (1991), « Market Valuation of Illiquid Debt and Implications for Conflicts among Creditors », *IMF Staff Papers*, 38, pp. 828-849.

BORCHARD E. M. (1951), *State insolvency and foreign bondholders*, New Haven, Yale University Press.

BULOW J., ROGOFF K. (1989a), « A Constant Recontracting Model of Sovereign Debt », *Journal of Political Economy*, 97, 1, pp. 155-178.

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

CLAESSENS S., WIJNBERGER S. (1993), « Secondary Market Prices and Mexico's Brady Deal », *Quarterly Journal of Economics*, CVIII, 4, pp. 965-82.

CLAESSENS S., PENNACCHI G. (1996), « Estimating the Likelihood of Mexican Default from the Market Prices of Brady Bonds », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31, 1, pp. 109-126.

CLINE W.R. (1984), *International Debt: Systemic Risk and Policy Response*, Washington Institute for International Economics.

COHEN D. (1993), « A Valuation Formula for LDC Debt », *Journal of International Economics*, 34, pp. 167-180.

COHEN D., PORTES R. (2003), *Crise de la dette : prévention et résolution*, La documentation française, Paris.



- CUMBY R. E., PASTINE T. (2001), « Emerging market debt: measuring credit quality and examining relative pricing », *Journal of International Money and Finance*, 20, pp. 591-609.
- DUFFEE G.R. (1999), « Estimating the Price of Default Risk », *The Review of Financial Studies*, 12, 1, pp. 197-226.
- DUFFIE D., PEDERSEN L., SINGLETON K. (2003), « Modeling sovereign debt yield spreads: a case study of Russian debt », *Journal of Finance*, LVIII, 1, pp. 119-159.
- DUFFIE D., SINGLETON K. (1999), « Modeling Term Structures of Defaultable Bonds », *Review of Financial Studies*, 12, 4, pp. 687-720.
- EATON H., FERNANDEZ R. (1995), « Sovereign Debt », *NBER Working Paper* 5131.
- EATON H., GERSOVITZ M. (1981), « Debt with Potential Repudiation: Theoretical and Empirical Analysis », *Review of Economic Studies*, XLVIII, pp. 289-309.
- EICHENGREEN B., PORTES R. (1986), « Debt and Default in the 1930s - Causes and Consequences », *European Economic Review*, 30, pp. 599-640.
- ENGLISH W. B. (1996), « Understanding the costs of sovereign default: American State Debts in the 1840's », *American Economic Review*, 86, 1, pp. 259-275.
- FERNANDEZ R., ROSENTHAL R. (1990), « Strategic Models of Sovereign-Debt Renegotiation », *Review of Economic Studies*, 57, pp. 331-349.
- FRANK C. R., CLINE W.R. (1971), « Measurement of debt servicing capacity: An application of discriminant analysis », *Journal of International Economics*, 1, pp. 327-344.
- FREYMOND J. (1995), *Les emprunts russes de la ruine au remboursement. Histoire de la plus grande spoliation du siècle*, Paris, Édition du *Journal des finances*.
- GIRAULT R. (1973), *Emprunts russes et investissements français en Russie 1887-1914*, Paris, Armand Colin.
- HERNANDES-TRILLO F. (1995), « A Model-Based Estimation of the Probability of Default in Sovereign Credit Markets », *Journal of Development Economics*, 46, pp. 163-179.
- KHALFAN A., KING J., THOMAS B. (2003), « Advancing the odious debt doctrine », *CISDL WP*.
- NGNOGJOM H., DEMUIJNCK G. (2004), « Comment une dette peut-elle être injuste ? Enjeux et finalités de la réduction de la dette africaine », *Communication au colloque « Réduction de la dette africaine », Université Catholique de Lille*.
- OOSTERLINCK K. (2003), « Why do investors still hope? The Soviet repudiation puzzle 1918-1919 », Centre Bernheim Working Paper N° 03-010, ULB Solvay Business School, <http://ssrn.com/abstract=444180>.
- PIPES R. (1995), *Russia under the Bolshevik regime 1919-1924*, London, The Fontana Press.
- PURCELL J. F. H., KAUFMAN J. A. (1993), « The Risk of Sovereign Lending: Lessons from History », *Emerging Markets Research, Developing Country Debt*, Salomon Brothers.
- RAFFALOVITCH A. (1931), *L'abominable vénalité de la presse : d'après les documents des archives russes 1897-1917*, Paris, Librairie du travail.
- SACHS J., COHEN D. (1982), « LDC Borrowing with Default Risk », *NBER Working Paper* 0925.
- SHLEIFER A. (2003), « Will the sovereign debt market survive? », *NBER Working Paper* 9493.
- SILL K. (2000), « Understanding asset values: Stock prices, exchange rates and the *Peso Problem* », *Federal Reserve Bank of Philadelphia Business Review*, pp.3-13.
- UKHOV A. D. (2003), « Financial innovation and Russian government debt before 1918 », *Yale Working Paper* n° 03-20, <http://ssrn.com/abstract=416620>.
- URECHE-RANGAU L. (2003), « Le marché est-il capable d'anticiper le défaut d'un Etat souverain ? L'exemple de la Roumanie en 1933 », *Banque et Marchés*, 64, pp. 32-45.
- VERONESI P. (2004), « The *Peso Problem* Hypothesis and stock market returns », *Journal of Economic Dynamics & Control*, 28, pp. 707-725.
- WELLS J., WILLS D. (2000), « Revolution, Restoration and Debt Repudiation: the Jacobite Threat to England's Institutions and Economic Growth », *Journal of Economic History*, 60, 2, pp. 418-441.

