

*Fonds vautours et Argentine. Où en est-on aujourd'hui?*

Xavier Dupret

ACJJ

Novembre 2015

91.000 signes

## Table des matières

Uno por uno .....	4
Dette extérieure et privatisations .....	6
Sortir.....	10
Pari passu .....	12
Négation de souveraineté dans la foulée ?.....	17
Retour sur les marchés .....	18
A la chasse aux dollars.....	21
La pression .....	23
Atouts .....	26

## Table des illustrations

Figure 1. Taux d'inflation annuel (%) en Argentine de 1990 à 1992 .....	4
Figure 2. Solde de la balance commerciale de l'Argentine entre 1990 et 1999 (millions de dollars courants) .....	5
Figure 3. Inflation (%) en Argentine entre 1996 et 2001 .....	6
Figure 4. Dettes publique et privée de l'Argentine en monnaie étrangère (en millions de dollars courants) de 1980 à 2001 .....	7
Figure 5. Apport des privatisations entre 1992 et 1999 en Argentine (millions de dollars) .....	7
Figure 6. Croissance du PIB (%) en Argentine au temps du currency board (1991-2002) .....	8
Figure 7. Taux d'intérêt réels en Argentine durant les années d'application du currency board (%).....	9
Figure 9. Déficit de la balance commerciale de l'Equateur (% du PIB) depuis 2009 ..	21
Figure 10. Evolution de la balance commerciale argentine (% PIB) depuis 2009 .....	22
Figure 11. Dette privée en milliards de dollars courants (2010-2013) chez les émergents .....	27
Figure 12. Prévion de croissance annuelle moyenne du secteur bancaire argentin de 2010 à 2050 (%. Actifs en dollars). Comparaison avec d'autres pays émergents.....	30

*Les fonds voutours n'ont pas fini de s'agiter au sujet de l'Argentine. Depuis la décision de la Cour suprême des Etats-Unis de juin 2014 donnant raison à ces fonds, un certain nombre de rebondissements sont intervenus devant les cours et tribunaux new-yorkais.*

Cette étude visera, entre autres choses, à faire le point sur l'état de la procédure en cours. Pour l'heure, penchons-nous sur l'histoire récente (c'est-à-dire les 25 dernières années) de la dette publique argentine<sup>1</sup>.

### **Uno por uno**

En 1991, au terme d'une période d'hyperinflation, le gouvernement argentin décide d'adopter une caisse d'émission monétaire (en anglais, on parle de *currency board*). Dans un *currency board*, le taux de change d'une monnaie d'un pays réputé peu crédible est aligné sur une autre devise. Dans le cas argentin, le peso sera aligné sur le dollar.

Un peso argentin vaut, dès cette époque, un dollar. En Argentine, cette période est connue sous le nom de « *uno por uno* ». L'effet sur l'inflation est des plus spectaculaires.

### **Figure 1. Taux d'inflation annuel (%) en Argentine de 1990 à 1992**

Année	Taux d'inflation (%)
1990	2076,8
1991	133
1992	11,9

Source : Banque mondiale, mars 2015

Un an après l'adoption du *uno por uno*, l'Argentine oublie l'hyperinflation (2076,8% en 1990) et passe, en 1992, à une situation beaucoup plus contrôlée. En 1994, l'inflation tombe à 2,8%. Ce changement important s'explique par les facteurs suivants.

Alors que l'Argentine avait multiplié les déficits depuis la dictature de Videla (1976-1983) jusqu'à la chute de l'administration de Raúl Ricardo Alfonsín (1989), les pouvoirs publics argentins se sont financés en s'endettant et en jouant, en bout de course, sur la planche à billets pour rembourser. C'est ce qui explique l'apparition d'une sévère hyperinflation durant les années 80 dans ce pays.

La loi de convertibilité votée en mars 1991 octroyait au dollar le statut de monnaie légale de telle sorte que la masse monétaire en circulation devait être intégralement couverte par les réserves en dollars de la Banque Centrale de la république argentine (BCRA). Par ailleurs, la loi instituant la caisse de conversion monétaire argentine permettait, à tout instant, la conversion entre le dollar et le peso. De plus, la protection de la mobilité des capitaux était

---

<sup>1</sup> Pour une étude historique de plus grande envergure, on consultera Mario Rapoport, *Historia económica, política y social de la Argentina, 1880-2003*, Editorial Emecé, Buenos Aires, 2012, 1037 p.

garantie par la loi de convertibilité. En outre, pour éviter tout mouvement erratique dans la création monétaire, il était interdit à la BCRA de financer l'Etat et les banques privées. Il va de soi que sur une telle base, les effets de lutte contre l'inflation devaient être couronnés de succès.

Hélas, cette politique se caractérise par un effet pervers particulièrement dommageable pour l'économie du pays. La surévaluation du peso va entraîner une perte de compétitivité dans le chef des industries locales et, du même coup, renforcer la position de l'Argentine dans la division internationale du travail comme grenier à blé pourvoyeur de matières premières alimentaires. La palette des exportations de l'Argentine se réduit puisque sa production industrielle diminue. Entre 1990 et 2000, la part de l'industrie dans le PIB argentin passe de 36 à 28%<sup>2</sup>. Suite à la surévaluation du peso, on observe une détérioration de la balance commerciale de l'Argentine tout au long de cette décennie.

**Figure 2. Solde de la balance commerciale de l'Argentine entre 1990 et 1999 (millions de dollars courants)**

1992	-2635
1993	-3696
1994	-5751
1995	842
1996	50
1997	-4353
1998	-4962
1999	-2175
<b>Total</b>	<b>-22.680</b>

Source : INDEC<sup>3</sup>, juillet 2015.

En 1995 et 1996, on signalera une modeste amélioration de la balance commerciale. Ces deux années d'amélioration ne parviennent pas à compenser les pertes des autres exercices. La création monétaire, dans ces conditions, ne pouvait qu'aller en s'amenuisant puisqu'elle était liée aux réserves en dollars de la BCRA qui baissaient à vue d'œil en raison de l'accumulation

<sup>2</sup> Banque Mondiale, juillet 2015.

<sup>3</sup> L'INDEC (Instituto Nacional de Estadística y Censos) est l'organisme public argentin chargé de toutes les enquêtes statistiques à réaliser sur le territoire argentin. Dans notre propos, nous avons, autant que faire se peut, privilégié des sources argentines afin de cadrer au mieux avec la réalité du pays. Cependant, les données de l'INDEC concernant l'inflation ont été délibérément laissées de côté. La crédibilité de ces dernières pose, en effet, de plus en plus de problèmes aux observateurs. Depuis la fin de l'année 2012, l'INDEC a été mis sous tutelle par le FMI dans le but de mettre au point un nouvel indice des prix à la consommation. La nouvelle version a été livrée au début de l'année 2014. Pour l'heure, il semble que cet indice des prix ne soit pas encore au point (Voir *Inflation in Argentina. New data, old qualms* in *The Economist*, édition mise en ligne le 14 février 2014). Voilà pourquoi nous avons choisi de ne travailler qu'avec les statistiques de la Banque mondiale en ce qui concerne l'inflation..

de déficits du commerce extérieur à l'époque du *uno por uno*. Les chiffres de l'inflation sont, à ce sujet, des plus parlants puisque l'Argentine a été presque continuellement en situation de déflation (inflation négative) entre 1996 et 2001.

**Figure 3. Inflation (%) en Argentine entre 1996 et 2001**

1996	-0,01
1997	-0,5
1998	-1,7
1999	-1,8
2000	1
2001	-1,1
<b>Moyenne</b>	<b>-0,685</b>

Source : Banque mondiale, juillet 2015

L'application du « uno por uno » introduit un changement impressionnant en matière de stabilité des prix en Argentine. En effet, jusque-là, l'économie du pays s'était plutôt caractérisée par des envolées (hyper)inflationnistes. Depuis 1943, l'Argentine n'a connu que quatorze années se soldant par une inflation inférieure à 10%. Sur ces quatorze années d'inflation modérée, huit se situent dans les années 90<sup>4</sup>.

### **Dettes extérieures et privatisations**

Ce n'est pas la seule donnée qui confère à cette époque un caractère exceptionnel et, ce faisant, intéressant lorsqu'on se penche d'un peu près sur l'histoire économique de l'Argentine. Nous avons déjà mentionné que l'application du *uno por uno* avait pénalisé les exportations argentines et, par conséquent, miné la balance commerciale du pays. L'Etat argentin va contourner cette énorme difficulté en ayant recours à l'endettement extérieur.

En effet, « il existe quatre moyens de tourner à court terme les contraintes [de la caisse d'émission monétaire] (...) :

-l'emprunt extraordinaire au taux du marché mondial de la Banque Centrale auprès des organismes internationaux comme le FMI.

-l'emprunt d'Etat au taux du marché mondial (en monnaie nationale ou en xéno-monnaie) ou plus modestement l'obligation faite à certains organismes financiers nationaux de financer l'Etat au taux international.

-la solidarité entre banques nationales privées et leurs maisons mères étrangères qui permet d'obtenir des financements extérieurs au taux mondial.

---

<sup>4</sup> Mario Rapoport, *Una revisión histórica de la inflación argentina y de sus causas* in *Aportes de Economía Política en el Bicentenario de la Revolución de Mayo*, Ed. Prometeo, Buenos Aires, 2011, pp.151-152.

-la solidarité entre les entreprises privatisées et leurs maisons mères étrangères

(...) L'Argentine a épuisé ces quatre ressources extraordinaires avant d'abandonner [le *uno por uno*] »<sup>5</sup>.

Au cours des années nonante, les agents économiques argentins privés comme publics vont recourir de façon croissante à l'endettement auprès de l'extérieur.

**Figure 4. Dettes publique et privée de l'Argentine en monnaie étrangère (en millions de dollars courants) de 1980 à 2001**

Année	Dette publique	Dette privée	Total	Dettes sur PIB en %
1980	14.459	12.703	27.162	13
1982	28.616	15.018	43.634	52
1991	58.185	8.598	66.783	35
1992	52.900	12.294	65.194	29
1993	64.060	18.820	82.880	35
1994	71.913	24.641	96.554	38
1995	81.209	31.955	113.164	44
1996	88.937	36.500	125.437	46
1997	95.543	50.140	145.683	50
1998	106.527	58.818	165.345	50
1999	116.212	60.539	176.751	62
2000	123.608	61.724	185.332	65
2001 (9 premiers mois)	138.983	55.893	194.876	71

Source : Banque Centrale de la République argentine, cité par Pierre Salama in « Argentine, la chronique d'une crise annoncée », Rapport à destination du Haut Conseil de la Coopération Internationale, 2002

On signalera également que l'Etat argentin va se financer à travers un programme de privatisations qui va permettre, dans la quête de dollars assignée aux pouvoirs publics, de contrebalancer la perte de compétitivité des entreprises argentines résultant de la surévaluation du peso. La balance des paiements est, par ce moyen, rééquilibrée à court terme.

**Figure 5. Apport des privatisations entre 1992 et 1999 en Argentine (millions de dollars)**

	1991	1992	1993	1994	1995
Services publics nationaux	1963	5477	4496	848	1319

<sup>5</sup> Sophie Chauvin et Pierre Villa, *Le Currency Board à travers l'expérience de l'Argentine*, CEPII, Paris, n°2003/07, juillet 2003.

Services publics provinciaux	0	19	960	74	91
<b>Total</b>	<b>1963</b>	<b>5496</b>	<b>5456</b>	<b>922</b>	<b>1410</b>
	1996	1997	1998	1999	Total
	291	1	83	3156	17634
	445	1219	439	1181	4428
	<b>736</b>	<b>1220</b>	<b>522</b>	<b>4337</b>	<b>23849</b>

Source: Ministerio de Economía, EL PROCESO DE PRIVATIZACIONES EN LA ARGENTINA DESDE UNA PERSPECTIVA DEL BALANCE DE PAGOS, AOÛT 2000, p.7.

Comme établi par la figure 2, la balance commerciale accusait en 1999 (soit huit ans après l'adoption de la loi de convertibilité) un déficit cumulé de 22,68 milliards de dollars. Les privatisations ont, de leur côté, rapporté 23,849 milliards de dollars de 1992 à 1999. L'opération cessera une fois le patrimoine public dilapidé car « contrairement à d'autres expériences nationales, les privatisations de l'Argentine ont été complètes et menées d'une traite. En d'autres termes, elles comportaient la vente de la plupart des actifs publics et elles furent achevées en quelques années »<sup>6</sup>. Au tournant du troisième millénaire, les privatisations, au cœur de la stratégie de libéralisation des investissements directs étrangers (IDE), cessent de constituer un amortisseur face à la dégradation de la balance commerciale du pays.

Parallèlement, l'économie argentine entre dans une crise profonde à partir de 1999. Une nouvelle ère peut alors commencer.

**Figure 6. Croissance du PIB (%) en Argentine au temps du currency board (1991-2002)**

Années	Croissance
1991	12,7%
1992	11,9%
1993	5,9%
1994	5,8%
1995	-2,8%
1996	5,5%
1997	8,1%
1998	3,9%
1999	-3,4%
2000	-0,8%
2001	-4,4%
2002	-10,9%

Source : Banque mondiale, juin 2015

<sup>6</sup> Ana Margheritis, *Economie politique des privatisations en Argentine* in *Problèmes d'Amérique latine*, Paris, n°29, avril-juin 1998, p.112.



Ce contexte récessif contraste avec les sept premières années de l'application de la loi de convertibilité. Entre 1991 et 1998, le taux de croissance annuel moyen est de 6,38%. A partir de l'an 2000, le retournement est spectaculaire. De 1999 à 2002, le pays aligne quatre années consécutives de récession. Le taux annuel moyen de croissance est, pour cette période, de -4,88%.

A partir de 1999, alors que le produit des privatisations diminue, les finances publiques du pays doivent s'acquitter d'un taux d'intérêt de plus en plus élevé. En réalité, tout au long des années nonante, l'Argentine a payé au prix fort son endettement.

**Figure 7. Taux d'intérêt réels en Argentine durant les années d'application du currency board (%)**

1994	7,01
1995	14,23
1996	10,57
1997	9,75
1998	12,55
1999	13,12
2000	9,95

Source : Banque mondiale, août 2015

Le taux d'intérêt réel (soit le taux d'intérêt nominal diminué de l'inflation) n'est jamais passé en dessous des 7% en Argentine durant l'époque de la convertibilité. En moyenne, le taux d'intérêt réel a été, pour la période, de 11%. Et en 2001, lorsque la convertibilité vole en éclats, le taux d'intérêt réel explose littéralement et s'approche des 30%. A partir de ce moment, l'Argentine était déjà *de facto* coupée des marchés financiers. On prendra soin de souligner que le caractère intenable du modèle n'avait pourtant pas pour base la dette, et son taux d'intérêt plus ou moins illégitime. En réalité, la dégradation du commerce extérieur de l'Argentine constitue la donnée à pointer en la matière avant toute autre chose. Les Argentins avaient beau avoir une monnaie équivalente au dollar, il n'en reste pas moins que la productivité horaire du pays n'était pas comparable à celle des nations développées.

A partir de l'adoption du currency board, le pays n'arrive plus à faire entrer de dollars par son activité économique endogène. L'Argentine se désindustrialise et le chômage augmente.

Après la crise asiatique de 1997-1998, les capitaux occidentaux se montrent plus réticents à financer les pays émergents. Le pays s'approche dramatiquement de la banqueroute alors que les ondes de choc de la crise asiatique amènent le Brésil à dévaluer. Ce qui détériore davantage la balance commerciale de l'Argentine. Cette donnée est aggravée par le fait que la reprise américaine fait grimper le dollar sur les marchés des changes et que les prix des produits agricoles, qui constituent la base des exportations argentines, baissent subséquentement sur les marchés. Ce cocktail explosif sera fatal à la loi de convertibilité.

A la fin de l'année 2000, le gouvernement argentin épuise ses réserves pour maintenir la parité fixe avec le dollar. Les capitaux commencent à fuir le pays. Pour stopper l'hémorragie,

l'administration du président Fernando de la Rúa impose le corralito le 1<sup>er</sup> décembre 2001. Par cette mesure, les retraits bancaires sont limités à 250 dollars par personne et par jour. Le pays s'enfoncé dans la crise politique. Le 21 décembre 2001, de la Rúa démissionne. Quatre présidents vont se succéder à la Casa Rosada (le siège du pouvoir exécutif argentin) jusqu'à l'élection de Nestor Kirchner le 25 mai 2003.

Deux grandes décisions vont être prises durant cette période de flottement institutionnel. Le 23 décembre 2001, le remboursement de la dette externe est suspendu. Et le 6 janvier 2002, c'est en fin de la parité dollar-peso.

En septembre 2003 (soit cinq mois après l'élection de Néstor Carlos Kirchner), le gouvernement annonce un plan de restructuration ambitionnant une réduction du stock de la dette de l'ordre de 75%. Soit dit en passant, force est de constater, malgré tout, que plus de dix ans après la fin de la parité dollar-peso, le dollar reste une monnaie de référence pour les Argentins. Officiellement, un dollar valait, en date du 22 octobre, 9,48 pesos. Au marché noir, le même billet vert valait, début novembre 2015, près de 16 pesos.

## **Sortir**

Tout au long de l'année 2001, il devenait évident que le gouvernement argentin allait faire défaut sur sa dette puisqu'il n'arrivait plus à se financer sur les marchés. Pour l'anecdote, le risque pays de l'Argentine tel qu'établi par les agences de notation était le plus élevé de la planète dès octobre 2001 (1.850 points), c'est-à-dire trois mois avant que le pays n'entre officiellement en défaut. En novembre 2001, les 2.100 points étaient franchis<sup>7</sup>. Pour l'anecdote, l'Argentine dépassait, à cette époque, le Nigeria en termes de risque pays. Le défaut était imminent. D'un point de vue historique, c'était le sixième évènement de crédit du genre depuis la déclaration d'indépendance du pays le 9 juillet 1816<sup>8</sup>.

Lorsque le moratoire sur le paiement de la dette extérieure est annoncé fin décembre 2001, les observateurs s'attendent à une dévaluation mettant fin au schéma de convertibilité adopté une décennie plus tôt. Les sorties de capitaux se multiplient. Le système bancaire national est mis sous pression. Pour la seule année 2001, 15 milliards de dollars quittent le pays.

Pour mémoire, 60 milliards de dollars ont quitté l'Argentine entre 1992 et 2001. 53,7% des montants transférés à l'extérieur ont eu pour destination les Etats-Unis. En 2001, la fuite des

---

<sup>7</sup> Daniel Heymann, *Buscando la tendencia: crisis macroeconómica y recuperación en la Argentina*, CEPAL, Serie estudios y perspectivas, Buenos Aires, avril 2006, p.34.

<sup>8</sup> Carmen M. Reinhart Kenneth S. Rogoff, *This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises*, National Bureau of Economic Research (NBER), Working Paper n° 13882, Cambridge, mars 2008, pp.24-27.

capitaux a été trois fois plus importante que la moyenne annuelle des neuf années précédentes<sup>9</sup>. A son corps défendant, le (très) libéral Domingo Cavallo, ministre des Finances de l'administration de la Rúa, se résout à faire entrer l'Argentine en régime de contrôle des changes. C'est l'époque du corralito qui entre en vigueur le 1<sup>er</sup> décembre 2001. Le 19 décembre 2001, l'état de siège est proclamé.

Pendant un an, les Argentins sont dans l'impossibilité de retirer plus de 250 dollars par semaine. Les comptes des particuliers sont gelés. Et les banques sont sévèrement encadrées afin de lutter contre la fuite des capitaux. La fin du « uno por uno » est définitivement scellée sous la présidence d'Eduardo Duhalde avec la promulgation du corralón (6 janvier 2002). Le corralón convertit en pesos les dépôts en dollars et en dévalue, au passage, le montant (selon le taux de change 1,40 pesos pour 1 dollar).

La convertibilité appartient dorénavant au passé. Le système bancaire argentin, entretemps, entre en crise. Et c'est le corralón qui a permis à l'Etat de se porter au secours des banques argentines. Pour expliquer la crise bancaire argentine de 2001, il faut revenir aux fondamentaux de la dollarisation. Cette dernière empêche l'Etat de jouer sur la planche à billets pour prêter aux banques puisque les autorités monétaires nationales privées de souveraineté ne peuvent se servir que de leurs réserves en dollars pour couvrir une émission en pesos. Dès lors, les fuites de capitaux de 2000 et de 2001 ont laissé le système bancaire national sur les genoux.

Dès novembre 2001, alors que le défaut est imminent, les fonds voutours achètent des obligations publiques argentines en bénéficiant d'une décote importante<sup>10</sup>. On note encore des achats d'obligations publiques argentines par les fonds voutours en 2008. A cette époque, NML Capital et Aurelius achètent des titres de la dette publique argentine pour 48 millions de dollars alors que leur valeur nominale s'élève à 222 millions. NML Capital et Aurelius n'ont, en réalité, jamais participé, d'aucune manière que ce soit, au financement de l'État argentin. On retrouve même une série de titres qui ont été acquis par les fonds voutours en 2010<sup>11</sup>. En fait, l'objectif de ces fonds spéculatifs d'un genre particulier consiste à tirer le meilleur parti des situations de crises pour racheter les dettes d'États à des prix très bas et de contraindre ensuite, par la voie judiciaire, ces mêmes États à rembourser le montant initial des dettes, les intérêts, les pénalités et autres frais de justice.

---

<sup>9</sup> Comisión especial investigadora de la Cámara de Diputados sobre la fuga de divisas de la Argentina durante el año 2001, février 2003.

<sup>10</sup> *Ámbito Financiero*, 6 décembre 2013.

<sup>11</sup> Il s'agit d'une partie des titres portant le numéro de série 040114AN0. Cfr. UNITED STATES DISTRICT COURT SOUTHERN DISTRICT OF NEW YORK, NML Capital, Ltd. v. The Republic of Argentina, No. 1/2009cv01708 - Document 191, p.12, 28 septembre 2011.

Et les fonds NML Capital et Aurelius de harceler l'Argentine par la voie judiciaire. En février 2012, le juge Griesa de New York donnera raison aux fonds vautours. L'Argentine épuîsiera, par la suite, tous les recours possibles. En juin 2014, la Cour Suprême des Etats-Unis s'estimera incompétente pour invalider les décisions prises antérieurement par les cours et tribunaux de l'oncle Sam.

### **Pari passu**

Au départ des ennuis présents de l'Argentine, on retrouve la notion de *pari passu* (traduction littérale : d'un pas égal). Cette dernière, en matière de restructuration des dettes publiques, signifie que tous les créanciers doivent être traités sur un pied d'égalité. En mettant en avant cette notion dans le traitement de la dette argentine, la justice américaine signifiait que les créanciers, ayant refusé les termes de la restructuration en 2005 et 2010 (dans le jargon, les *holdouts*), pouvaient, quand bien même ils étaient ultraminoritaires (ils ne représentent, en effet, que 7% des créanciers) légitimement exiger d'être remboursés à la valeur nominale de leurs titres, dans la mesure précisément où ils ont refusé de participer à l'échange des titres matérialisant la restructuration de dette. En la matière, on se bornera à constater que la justice états-unienne a donné entièrement raison aux fonds vautours. Cette interprétation de la clause « pari passu » est largement considérée comme erronée par les spécialistes dans la mesure où elle s'avère contraire à la doctrine traditionnelle qui part du principe que cette clause n'entraîne pour le débiteur qu'une seule obligation, à savoir ne pas modifier ultérieurement par la loi les conditions accordées initialement aux premiers créanciers à avoir accepté les termes d'une restructuration<sup>12</sup>.

En tournant le dos à cette interprétation, la justice américaine a avalisé la montée en puissance de la finance de marché sur le segment des dettes publiques. Jusque dans les années 80, les banques créancières d'Etats en défaut de paiement n'attaquaient pratiquement jamais la puissance publique en justice. Les banques, à cette époque, se regroupaient et négociaient discrètement des solutions de compromis avec leurs créanciers en difficulté. Depuis une trentaine d'années, l'autonomisation des marchés financiers a mis les Etats sur la touche. Aussi ces derniers sont-ils, de nos jours, considérés comme des créanciers comme les autres.

Pourtant, les Etats garantissent, de façon substantielle, le fonctionnement des marchés financiers via, notamment, leurs activités de banquiers centraux quand ils ne sont pas priés de socialiser les pertes des banques et d'en faire supporter le coût par le contribuable. Cette contradiction mérite d'être soulignée dans la mesure où elle montre clairement que les décisions de la justice états-unienne traduisent l'évolution d'un rapport de forces au détriment des Etats. Spécialement, les Etats périphériques qu'une saine littérature a l'habitude de désigner comme Etats postcoloniaux<sup>13</sup>. On soulignera, à ce sujet, que l'intérêt des nations

---

<sup>12</sup> Voir à ce sujet G. Mitu Gulati et K. Klee, *Sovereign piracy in The Business Lawyer*, University of Maryland, vol.56, février 2001, p.640.

<sup>13</sup> On se référera à la définition du phénomène postcolonial de Mahdi Elmandjra. Selon ce dernier, le post-colonialisme est « le produit d'une fausse décolonisation dont les populations du Sud sont aujourd'hui pleinement

centrales au sujet des fonds vautours est apparu récemment alors que des situations d'endettement et d'insolvabilité structurelles menacent des nations comme l'Espagne et la Grèce. Cette étrange coïncidence ne doit pas masquer la responsabilité historique de l'Occident dans la montée en puissance des fonds vautours.

On a beaucoup glosé sur la récente initiative législative du Parlement belge pointant, à juste titre d'ailleurs, que « l'activité des fonds vautours (...) perturbe les actions collectives de restructuration de la dette des pays fortement endettés »<sup>14</sup>. Cette proposition de loi, dont peut s'honorer la Chambre des représentants de Belgique, ne cache pas d'ailleurs pas ses craintes en ce qui concerne des Etats européens en situation difficile. « Plusieurs fonds vautours détiennent également des créances sur la Grèce, après avoir profité de l'opération d'allègement de la dette grecque de 2012 pour racheter des obligations grecques soumises à des lois étrangères. En effet, l'une des conditions à l'allègement de la dette grecque était le changement de droit applicable et de juridiction compétente en cas de litige avec les créanciers. En mai 2012, la Grèce a décidé, afin d'éviter des poursuites en justice, de rembourser 436 millions d'euros de ses dettes soumises au droit étranger. Le fonds Dart Management aurait reçu près de 90 % de ce total »<sup>15</sup>.

On sait, en revanche, moins que la justice belge a beaucoup à se faire pardonner en ce qui concerne les fonds vautours. En 2000, alors que le fonds vautour Elliott était en litige avec le Pérou (ce dernier ayant fait défaut sur sa dette en 1996), les avocats du fonds vont spécialement cibler la Belgique. Ayant obtenu gain de cause auprès des tribunaux états-uniens, Elliott était confronté à un vrai casse-têtes.

En l'occurrence, faire exécuter le jugement prononcé en sa faveur. Il était évident que l'Etat péruvien ne risquait pas de laisser traîner des actifs sur le territoire des Etats-Unis. Afin de contourner l'obstacle, « Elliott a alors inauguré une pratique consistant à demander, sur le fondement de la clause *pari passu*, au juge de l'Etat sur le territoire duquel était situé le dépositaire central, de bloquer le paiement des sommes dues par le Pérou aux porteurs des nouveaux titres »<sup>16</sup>. Le dépositaire central des paiements de la République du Pérou se trouvait en Belgique. Il s'agit d'Euroclear qui, conformément à sa mission de dépositaire, constitue la liaison institutionnelle entre les émetteurs de titres (par exemple, le Trésor d'un pays) et les propriétaires de ces derniers<sup>17</sup>. En bloquant le canal Euroclear, Elliott voulait

---

conscientes, d'une part, et de la peur du Nord qui craint les transformations radicales qu'une telle prise de conscience ne manquera pas d'apporter, d'autre part » (Futuribles n°147, octobre 1990, Paris).

<sup>14</sup> Chambre des représentants de Belgique, Proposition de loi relative à la lutte des activités contre les fonds vautours, 30 avril 2015.

<sup>15</sup> Ibid.

<sup>16</sup> Les Echos, 23 février 2010.

<sup>17</sup> Le dépositaire central s'occupe aussi de la gestion du système de règlement-livraison par lequel les titres sont échangés et livrés contre paiement.

empêcher le Pérou de dispatcher des fonds en Europe et, par conséquent, de se financer normalement sur les marchés.

En septembre 2000, Eliott dépose une requête devant le Tribunal de commerce de Bruxelles visant à faire exécuter le jugement du tribunal américain. Le fonds vautour essuie une fin de non-recevoir. Hélas, la Cour d'appel de Bruxelles appuiera la requête du fonds vautour sur la base de la clause *pari passu*. Le Pérou, désireux de ne pas faire défaut sur sa dette et de s'éloigner à nouveau des marchés financiers, finira par s'incliner et paiera la valeur faciale des titres en possession du fonds vautour Eliott.

La justice belge n'est jamais vraiment revenue sur cette conception du traitement *pari passu* de l'ensemble des créanciers. En 2004, le fonds vautour LNC décide de s'en prendre au Nicaragua. Le 25 juillet 2003, le Tribunal de commerce de Bruxelles, sur la base de la jurisprudence créée par la Cour d'appel, donne raison à LNC. Le Nicaragua ne s'en laisse pourtant pas conter et, soutenu par d'autres pays du Tiers-monde, fait appel. Le droit étant « la plus puissante des écoles de l'imagination » (Jean Giraudoux), la Cour d'appel de Bruxelles se déjuge sans faire marche en arrière sur la jurisprudence qu'elle a créée en ce qui concerne la clause *pari passu*. En l'occurrence, la Cour n'aborde même pas la notion du « *pari passu* » dans son arrêt mais estime qu'Euroclear constitue une tierce partie au litige, pour lequel elle ne peut, en aucun cas, être pénalisée<sup>18</sup>. Sur ce, LNC se pourvoit en cassation. La Cour de cassation, dans un arrêt du 23 décembre 2005<sup>19</sup>, rejettera ce pourvoi, estimant qu'Euroclear ne prêtait pas « fautivement son concours à la violation des obligations contractuelles » du Nicaragua.

L'utilité de la proposition de loi du parlement belge contre les fonds vautours du 30 avril 2015 consiste, en son article 2, à donner la possibilité au juge de rejeter les demandes des fonds vautours et de refuser d'appliquer un jugement adopté par une juridiction étrangère sur la base d'une liste de critères précis. Ces critères définissent un comportement abusif à l'égard des Etats défaillants. En l'espèce, il s'agit « un avantage illégitime pour la partie qui rachète l'emprunt ou la créance à un tiers » (article 2). Les fonds vautour ne seront alors remboursés qu'à hauteur du seul prix d'achat des titres sur lesquels un défaut a été enregistré.

Evidemment, rien n'empêchera cependant jamais une juridiction étrangère de donner raison aux fonds vautours et d'estimer comme fondée leur lecture de la clause *pari passu*. C'est ce qui s'est produit récemment en Allemagne où la Cour fédérale de justice a estimé que l'Argentine de payer les créanciers restés en dehors des restructurations de 2005 et 2010. Il est vrai que cette décision ne concerne que les créanciers allemands. Ce type de décisions ouvre cependant la porte à d'autres grandes manœuvres sur la dette argentine en Europe cette fois.

---

<sup>18</sup> Cour d'appel de Bruxelles, RÉPUBLIQUE DU NICARAGUA contre LNC INVESTMENTS LLC et EUROCLEAR BANK S.A, mars 2004.

<sup>19</sup> Cour de cassation, LNC INVESTMENTS LLC contre RÉPUBLIQUE DU NICARAGUA et EUROCLEAR BANK S.A, 23 décembre 2015, p.4.

En l'occurrence, le litige porte sur 1,5 milliards de dollars non restructurés, intérêts non compris<sup>20</sup>.

Il se trouve que l'Argentine travaille principalement avec la Deutsche Bank pour opérer son retour sur les marchés. C'est ainsi que les paiements de l'Argentine sur des bons émis récemment sont effectués par le Trésor de la nation argentine sur un compte à Francfort, siège de la Deutsche Bank<sup>21</sup>. Ce genre de péripéties judiciaires tombe évidemment mal pour les Argentins, ce d'autant que la Deutsche Bank, en proie à de sérieuses difficultés, se retirera complètement de l'Argentine en 2016<sup>22</sup>. Le retour sur les marchés se complique.

On n'en conclura pas pour autant que la pression des fonds voutours s'accroît unilatéralement sur l'Argentine. Cette dernière gagne, bon an mal an, des batailles dans sa lutte contre les voutours. Le 5 octobre 2015, la Cour d'appel de New York a statué que les créanciers réfractaires, en ce compris les fonds voutours, ne jouissaient d'aucun droit supérieur sur les créanciers ayant accepté la restructuration de la dette argentine et, à ce titre, ne pouvaient exiger un blocage des paiements effectués par la République argentine. Les fonds voutours ne bénéficieraient donc, d'après la Cour, d'aucun droit de priorité. En effet, « sous le régime légal new-yorkais, préférer un créancier à un autre n'a (...) rien de frauduleux <sup>23</sup>».

Pour autant, il n'y a pas lieu, à ce stade, de se réjouir. L'embargo sur les paiements de la République argentine reste en vigueur jusqu'au moment où la Cour adoptera, à la fin de cette année, une décision définitive quant au traitement des créanciers *holdouts*. D'ici là, les créanciers restructurés devront attendre. Rien ne dit d'ailleurs qu'ils seront payés tant qu'un accord n'interviendra pas avec les fonds voutours. Ils sont, par contre, assurés que les sommes réclamées par les *holdouts* ne seront pas perçues *ipso facto* sur les versements effectués en leur faveur par le Trésor argentin.

L'épreuve de forces entre les voutours et l'Argentine peut réserver encore bien des surprises. Par exemple, la justice américaine s'apprête à se pencher sur le cas du Bonar 24, le titre par lequel l'Argentine a retrouvé le chemin des marchés financiers dès 2014. En l'occurrence, il est reproché à l'Argentine d'avoir émis un bon à caractère global et de l'avoir vendu à

---

<sup>20</sup> Clarín, iEco, 25 février 2015.

<sup>21</sup> Matt Levine, *Argentina's Bond Mess Gets Slightly More Complicated*, Bloomberg View, 13 février 2015. (URL: <http://www.bloombergview.com/articles/2015-02-13/argentina-s-bond-mess-gets-slightly-more-complicated>).

<sup>22</sup> Les Echos, 29 octobre 2015.

<sup>23</sup> United States Court Of Appeals For The Second circuit, *Dussault v. Republic of Argentina*, 5 octobre 2015, p.4.

l'échelle mondiale. D'après les fonds vautours, ces bons, bien qu'étant soumis à la législation argentine, présentent toutes les caractéristiques d'une dette extérieure puisque la Deutsche Bank et la banque espagnole BBVA les ont, à partir de Buenos Aires, dispatchés aux quatre coins du monde, servant ainsi d'intermédiaires entre l'Etat argentin et les marchés. Or, la justice états-unienne interdit à Buenos Aires d'émettre de la dette extérieure tant que son conflit avec les fonds vautours n'est pas réglé<sup>24</sup>. Selon les fonds vautours, tout paiement effectué au titre du Bonar 24 constitue une violation des décisions rendues par la justice américaine.

La justice US se prononcera, en première instance, sur le sujet au plus tôt à la fin de cette année. Le harcèlement des fonds vautours a déjà conduit à ce que Citibank, en mars 2015, annonce son intention de ne plus travailler comme banque dépositaire des paiements de l'Argentine<sup>25</sup>. En mars 2015, toujours, la justice américaine empêchait Euroclear (société de droit belge) et Clearstream (établie au Luxembourg) d'effectuer des paiements pour le compte de l'Argentine. Euroclear faisait, à l'occasion, savoir qu'elle ne reprendrait son travail pour le compte de l'Argentine qu'à condition d'en recevoir l'ordre de la part de la justice américaine<sup>26</sup>.

Dans ces conditions, si l'émission du Bonar 24 venait à être assimilée à une forme de dette extérieure, nul doute qu'un embargo sur les paiements serait prononcé. On fera, à ce sujet, remarquer qu'Euroclear, la BBVA et la Deutsche Bank ont leur siège américain à New York. Il s'agit évidemment là d'un facteur qui renforce les fonds vautours puisqu'on n'imagine pas des banques ayant pignon sur rue à New York aller à l'encontre des décisions d'un juge new-yorkais. On n'omettra pas de signaler que la justice américaine a également dans le collimateur le financement de la nationalisation de la compagnie pétrolière YPF<sup>27</sup>. Les montants ne sont pas minces. Pour rappel, la compagnie YPF avait été privatisée dans les années nonante. La firme était tombée, à l'époque, dans l'escarcelle du groupe espagnol Repsol.

L'administration Kirchner avait décidé de sa renationalisation en 2012. L'opération a donné lieu, en mai 2014, à une indemnisation impliquant la remise d'obligations publiques à destination de Repsol. Cette dernière a ensuite revendu les titres à la banque américaine JP Morgan Chase qui les a ensuite mis à la disposition des investisseurs.

---

<sup>24</sup> Lire à ce sujet Anna Gelper, *Fifty Lashes and Hobson's Choice. Argentina Edition*, Creditslips, 12 mars 2015 (URL: <http://www.creditslips.org/creditslips/2015/03/its-me-or-her-argentina-edition.html>)

<sup>25</sup> Bloomberg View, 17 mars 2015.

<sup>26</sup> Financial Times, édition mise en ligne le 30 mars 2015.

<sup>27</sup> *Ámbito Financiero*, 7 octobre 2015.



## Négation de souveraineté dans la foulée ?

Dans le détail, la chose se présente comme suit. Repsol a été payé exclusivement en obligations publiques. La firme espagnole a reçu un paquet dit fixe pour une valeur nominale de 5 milliards de dollars et qui se décompose de la manière suivante.

### Paquet de base (valeur nominale : 5 milliards USD)

Titres	Montant (en milliard de dollars)
Bonar X	0,5
Discount 33	1,25
Bonar 2024	3,25
<b>Total</b>	<b>5</b>

Source: Repsol, El Gobierno Argentino y Repsol alcanzan un acuerdo de compensación por la expropiación de YPF, nota de presa, 25 février 2014.

Dès que l'accord est intervenu en février 2015, une chose était claire pour tout le monde. Les titres argentins remis à l'occasion du deal allaient accuser une décote puisque la signature du pays est, à tort ou à raison, profondément questionnée par la finance internationale. Ces titres allaient donc être placés sur les marchés internationaux en accusant une décote. Or, Repsol exigeait que l'opération lui rapporte au minimum 5 milliards de dollars.

Voilà pourquoi un paquet complémentaire de titres a été défini entre les deux parties. Entre ces dernières, il était, par ailleurs, convenu que si Repsol tirait de l'éventuelle revente du paquet complémentaire un montant supérieur à 5 milliards de dollars, l'excédent serait reversé à l'Etat argentin.

Au total, l'Etat argentin s'est donc endetté pour 5 milliards de dollars<sup>28</sup>. En comptant les intérêts à verser, l'opération impliquera la mobilisation de 10 milliards de dollars. Pour le détail, le package complémentaire se composait comme suit.

### Paquet complémentaire (valeur nominale : 1 milliard de dollars)

Titres	Valeur (en milliard de dollars)
Boden 2015	0,4
Bonar X	0,3
Bonar 2024	0,3
<b>Total</b>	<b>1</b>

Source : ibid.

---

<sup>28</sup> Clarín, iEco, 26 février 2014.

La justice américaine pourrait donc, dans quelques mois, estimer que les titres émis à l'occasion de la nationalisation de Repsol constituent des titres matérialisant une dette extérieure. Ce faisant, les fonds vautours pourraient exiger un dédommagement plus important de la part de l'Argentine en mettant en évidence un comportement de mauvais payeur caractérisé dans le chef de Buenos Aires. Dans la vision des fonds vautours et de la justice US, l'émission de nouveaux bons visant à attirer du capital étranger concrétise le fait que l'Argentine refuse à traiter d'un pas égal tous ses créanciers puisque depuis juin 2014, aucun arrangement n'a été trouvé avec les fonds vautours.

Sur le fond, l'affaire est grave. Il n'est, en effet, pas évident que les Bonar 24 correspondent à de la dette extérieure au sens strict du terme. Ces bons sont, en effet, des contrats de droit privé argentin. Ce qui devrait logiquement exclure toute forme d'ingérence de la justice des Etats-Unis. Les fonds vautours s'opposent à cette vision des choses en prenant prétexte « d'un communiqué de presse du 20 avril 2015 à l'occasion de laquelle le ministre argentin de l'économie invitait les investisseurs potentiels du monde entier à acheter des Bonar 24 qui seraient réglés en dollars ».<sup>29</sup>

Dès lors, l'Argentine, selon les fonds vautours, a cherché à donner l'impression que ces titres étaient offerts exclusivement à l'intérieur des frontières de la République argentine alors que « des filiales de banques internationales étaient directement impliquées dans le placement des titres à une échelle essentiellement mondiale ».<sup>30</sup> Si la justice américaine devait avaliser cette lecture des faits, nous serions clairement en présence de la négation de la souveraineté d'un pays qui a, pour le surplus, plutôt bien réussi son retour sur les marchés.

### **Retour sur les marchés**

Au printemps 2014, l'Argentine, après avoir, à l'occasion de la restructuration de sa dette, imposé un manque à gagner réel de près de 25 milliards de dollars à ses créanciers, dégageait sur les marchés, avec le placement du Bonar 24, 6,8 milliards de dollars pour un coupon de 8,75%. Pour la petite histoire, le Bonar 24 vient à échéance le 7 mai 2024<sup>31</sup>. Nous sommes clairement en présence de conditions de financement plus favorables que pour l'Equateur qui a fait son retour sur les marchés à la même époque que l'Argentine. En juin 2014, le pays de

---

<sup>29</sup> UNITED STATES DISTRICT COURT SOUTHERN DISTRICT OF NEW YORK, AURELIUS OPPORTUNITIES FUND II, LLC AND AURELIUS CAPITAL MASTER, LTD vs THE REPUBLIC OF ARGENTINA (No. 10 Civ. 1602 (TPG)), PLAINTIFFS' MEMORANDUM OF LAW IN SUPPORT OF THEIR MOTION FOR LEAVE TO AMEND AND SUPPLEMENT COMPLAINTS, 11 mai 2015, p.2.

<sup>30</sup>Ibid., p.14.

<sup>31</sup> *The great Bonar caper*, Financial Times, 23 avril 2015. FT Alphaville, blog de Joseph Cotterill, private equity correspondent du Financial Times.

Rafaël Correa levait 2 milliards de dollars en obligations souveraines à dix ans offrant un coupon de 7,95%. Il n'est guère permis de douter que dans ces conditions, il eût été quasiment impossible pour Quito de lever les mêmes montants que l'Argentine, le coupon qu'aurait, pour ce faire, dû offrir le gouvernement équatorien aurait été prohibitif.

Il est vrai que, contrairement à l'Equateur, l'économie argentine, une économie à revenu élevé selon les classifications de la Banque mondiale, se caractérise par une abondante thésaurisation non-déclarée en dollars, qui permet aux ménages locaux de se protéger des vagues d'inflation frappant régulièrement le pays depuis des décennies. Le montant de cette épargne parallèle, revêtant la forme d'actifs divers détenus à l'étranger (bons, actions), s'élevait, en juillet 2015, à 190,676 milliards de dollars (soit près de 40% du Pib argentin<sup>32</sup>). C'est là une possibilité supplémentaire de financement du pays sur laquelle tous les gouvernements argentins ont misé depuis les années 70.

On n'omettra pas de signaler que l'Equateur était logé à plus mauvais enseigne encore en 2015. En mai 2015, le pays de Rafael Correa levait 750 millions de dollars pour un bon à 5 ans offrant un coupon de 10,5 %. A l'origine, le gouvernement équatorien espérait trouver 1 milliard de dollars pour un coupon de 8%. Ce durcissement à l'égard de l'Equateur explique, au passage, la part de plus en plus importante de la Chine dans le financement du pays, soit 16 milliards de dollars depuis 2009 (dont 4 pour la seule année 2015)<sup>33</sup>.

Il est vrai que l'année 2015 ne sera pas spécialement pas un grand cru pour les émergents. Lorsque l'Argentine décidait, fin avril de cette année, d'augmenter le montant du Bonar 24, l'opération n'était spécialement couronnée de succès. Certes, le gouvernement argentin levait, à l'occasion, 1,415 milliard de dollars alors que la cible originelle tournait autour des 500 millions de dollars. Cependant, le coupon pour cette émission augmentait légèrement en passant à 8,975%. Le gouvernement argentin a, pour l'occasion, vendu les titres « à 103 dollars le papier, 2 dollars en-dessous du cours de la veille ».<sup>34</sup>

On signalera encore que l'émission du nouveau bon argentin Bonar 2020 du 6 octobre 2015 a permis de recueillir 669,263 millions de dollars. Le Bonar 2020, comme son nom l'indique, vient à échéance en 2020 et offre un coupon de 8%<sup>35</sup>. En un an, les conditions offertes par les marchés à l'Argentine se sont clairement dégradées.

Les destins de l'Argentine et de l'Equateur sont, en fin de compte, fort comparables. Les marchés n'oublient pas si facilement un défaut de paiement. Par comparaison, on notera qu'à

---

<sup>32</sup> Clarín, iEco, 18 juillet 2015.

<sup>33</sup> Wall Street Journal, 23 mars 2015.

<sup>34</sup> El Cronista, 22 avril 2015.

<sup>35</sup> Presidencia de la Nación, Resultado de la colocación del Bonar 2020, 6 octobre 2015 (<http://www.economia.gob.ar/resultado-de-la-colocacion-del-bonar-2020/>)

la même époque, le Mexique levait 1,5 milliards d'euros à 100 ans (oui, un siècle) à du 4%. Pour mémoire, le dernier épisode de défaut sur la dette extérieure du Mexique remonte à 1982 et s'est terminé en 1990. Et la dernière crise bancaire mexicaine remonte à 1994. Pour ce qui est de l'Equateur, le dernier défaut sur la dette extérieure date de 2008 et la dernière crise bancaire de 1998. On signalera que la dernière crise bancaire de l'Argentine a eu lieu en 2001 (et la même année, le gouvernement se déclarait en défaut de paiement). Et comme nous l'avons déjà vu, c'est l'Equateur, et pas l'Argentine, qui paie, aujourd'hui, le prix fort auprès des marchés financiers. Pourtant, l'Equateur n'est en rien menacé par les fonds vautours.

Il est vrai que dans le cas de l'Argentine, de gros acteurs financiers ont été impactés par le défaut de 2001. Pour ce qui est de l'Equateur, les créanciers étaient des petits porteurs sans masse critique. Dans le cas de l'Argentine, il suffit, au contraire, aux fonds vautours de contacter des investisseurs ayant pignon sur rue pour trouver du papier<sup>36</sup>. L'Argentine constitue pour les vautours une cible facile de par son envergure sur les marchés.

La justice américaine n'a jamais hésité à prêter son concours aux fonds vautours. C'est ainsi que le juge Griesa se permettait, en 2014, d'interdire à la Bank of New York Mellon d'effectuer les paiements en faveur des créanciers détenant des bons argentins émis sous législation européenne, parmi lesquels le fonds de Georges Soros, Knighthead Master Fund. Or, la justice britannique a été désignée, au moment de l'émission des bons restructurés, comme compétente pour les acheteurs européens<sup>37</sup>. Un feuilleton judiciaire s'en est suivi. Ce feuilleton a débouché par un jugement de Salomon de la part de la Haute Cour de Justice qui permettait à la Bank of New York Mellon de « prendre son temps » pour interpellé, « le cas échéant », le juge Griesa lui-même. Il était également recommandé aux créanciers de faire de même<sup>38</sup>. Ce retour à l'envoyeur n'a guère été apprécié par les créanciers européens de l'Argentine. Ces derniers n'ont, pour autant, pas baissé les bras. Et c'est ainsi qu'ils ont interpellé la justice belge sur la base de l'article 9 de la directive de la Commission européenne 98/26/EC portant sur le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et les opérations sur titres.

Cet article dispose que « les droits d'un participant sur les garanties constituées en sa faveur dans le cadre d'un système (...) ne sont pas affectés par une procédure d'insolvabilité à

---

<sup>36</sup> *Ecuador: too small of a fish to fry for vulture funds*, Financial Times, 23 novembre 2012. Beyondbrics, blog d'Andrés Schipani, correspondant du Financial Times pour la région andine.

<sup>37</sup> Müller, Alberto, "Default y reestructuración: ¿Cuál fue la real quita de la deuda pública argentina?", Documento de trabajo n°32, Universidad de Buenos Aires, CESP (Centro de estudios de la situación y perspectivas de la Argentina), Marzo 2013, Buenos Aires, pp38-45.

<sup>38</sup> England and Wales High Court (Chancery Division) Decisions, Knighthead Master Fund LP & Ors v The Bank of New York Mellon & Anor, 13 février 2015.

l'encontre du participant ». Les fonds vautours n'ont pas le droit, selon cette directive, de bloquer le paiement effectué par l'Argentine en faveur de ses créanciers restructurés de droit européen. C'est du moins la version du Tribunal de commerce de Bruxelles. La Bank of new York Mellon ne désire aucunement déplaire au juge Griesa et donc devrait logiquement faire appel de ce jugement. En imaginant que la Cour d'appel de Bruxelles confirme cette la décision du tribunal, les créanciers ne sont pas pour autant assurés de revoir la couleur de leur argent de sitôt. En effet, il est loisible, toujours selon l'article 9 de la directive 98/26/EC, à l'opérateur de la chaîne de paiements, en l'occurrence, la chambre de compensation Euroclear, de bloquer les paiements. Or, Euroclear a son siège américain à New York, ville dans laquelle officie le juge Griesa. On évitera donc de chanter victoire trop vite dans le camp des supporters argentins.

### **A la chasse aux dollars**

En dernière instance, ce sont les fondamentaux des économies sud-américaines qui sont scrutés par les marchés aujourd'hui. Le cours des matières premières a, pendant longtemps, permis à l'Argentine et à l'Equateur de se financer à partir de leurs seuls excédents commerciaux. La diminution drastique de ces derniers, suite à la baisse du cours des matières premières depuis que la croissance chinoise est en berne, ne laisse plus d'autres choix à l'Argentine et à l'Equateur que de retourner sur les marchés. L'Equateur, très dépendant des cours du pétrole, est davantage mis sous pression que l'Argentine. C'est ainsi que la balance commerciale de l'Equateur est en déficit permanent depuis 2009. Cette donnée confirme que les évolutions du prix du baril ne couvrent plus les importations de la petite république andine.

**Figure 8. Déficit de la balance commerciale de l'Equateur (% du PIB) depuis 2009**

2009	-1,61
2010	-4,51
2011	-2,25
2012	-1,68
2013	-2,45
2014	-2,35

Source : Banque mondiale, octobre 2015.

Le commerce extérieur de l'Argentine commence, lui aussi, à montrer d'évidents signes d'essoufflement depuis un an. Pour rappel, selon l'INDEC (l'organisme argentin chargé de dresser les statistiques du pays), l'excédent commercial de l'Argentine, en août 2015, avait diminué de 95% en base annuelle, suite à la conjonction de la chute du cours des matières premières et de la diminution en volume du commerce international<sup>39</sup>. Ces difficultés expliquent l'augmentation du coupon sur le Bonar24 décrite précédemment. On notera, cependant, que l'Argentine, une économie plus diversifiée que l'Equateur, a toujours présenté

<sup>39</sup> Clarín, iEco, 22 septembre 2015.

un excédent depuis 2002 (à l'exception d'un léger déficit de 0,07% en 2013). Avoir des soucis avec les fonds voutours n'est donc en rien synonyme de problèmes de financement sur les marchés. La restructuration de la dette argentine de 2005 et de 2010 constitue, de ce point de vue, un indéniable succès.

**Figure 9. Evolution de la balance commerciale argentine (% PIB) depuis 2009**

2009	4,35
2010	2,52
2011	1,56
2012	1,76
2013	-0,07
2014	0,25

Source : Banque mondiale, septembre 2015.

Mais les dollars commencent à faire cruellement défaut à Buenos Aires. Il est vrai que le commerce international, au mois d'août 2015, accusait sa plus grande diminution depuis l'éclatement de la crise en 2009. Et ce ralentissement présentera un caractère structurel dans les années à venir<sup>40</sup>. Par ailleurs, les émergents ne doivent pas s'attendre à des flux de capitaux à bon marché dans un futur proche.

L'Institut de la finance internationale s'attend, en effet, à ce que les investissements directs étrangers dans les pays émergents tombent à 548 milliards de dollars en 2015. Ce sont là des niveaux plus bas qu'en 2008 et en 2009 alors que la crise financière faisait rage.<sup>41</sup>

Pour un pays comme l'Argentine dont le processus d'industrialisation n'est pas encore pleinement achevé et qui exporte des matières premières pour importer en retour des biens à haute valeur ajoutée, cette reconfiguration de l'économie mondiale s'avère particulièrement problématique. Dans ces conditions, il est aisé de comprendre que le rapport de forces n'est pas en faveur de l'Argentine. Et les voutours cherchent à mettre un maximum de pression sur Buenos Aires afin de lui couper l'accès au marché des capitaux. C'est ainsi qu'à peine le Bonar 2020 émis en octobre 2015, les voutours étaient auprès des tribunaux américains estimant que ce nouvel épisode d'emprunts de la part du Trésor argentin relevait de la dette extérieure. La manœuvre est claire. Les voutours visent à provoquer l'embargo des paiements sur les nouveaux titres émis. Et déjà des commentateurs de la presse spécialisée s'accordent à penser que le juge Griesa donnera raison aux voutours dans leur entreprise visant à limiter la souveraineté de l'Argentine. Selon Joseph Cotterill du Financial Times<sup>42</sup>, il ne fait aucun

---

<sup>40</sup> Financial Times, 25 août 2015.

<sup>41</sup> Financial Times, 1<sup>er</sup> octobre 2015.

<sup>42</sup> J.Cotterill, *ibid.*.

doute que le juge Griesa assimilera les Bonar 2020 et 2024 à de la dette extérieure. La chose, d'après des sources argentines, devrait se produire à l'automne 2016. Il est évident que cette décision, encore hypothétique à l'heure où ces lignes étaient écrites, sera susceptible d'appel. Mais ce dernier ne sera pas suspensif en ce qui concerne l'embargo éventuel des paiements.

Le refinancement en dollars de l'économie locale constituera plus que vraisemblablement un épineux problème à l'avenir pour l'économie argentine. En accentuant leur emprise sur l'Argentine, les fonds vautours espèrent réaliser une opération qui s'apparente furieusement à de l'extorsion de fonds. Les fonds vautours seraient, en effet, disposés à accepter une remise de 15%<sup>43</sup> sur la valeur nominale des titres dont ils disposent alors que la restructuration de la dette de 2005 et de 2010 impliquait un *discount* de 65% en termes nominaux.

### **La pression**

Il est aujourd'hui clair que les fonds vautours sont les chefs de file des créanciers *holdouts*. C'est une donnée importante. Pour comprendre l'enjeu, il faut décortiquer attentivement une phase particulièrement intéressante du match qui oppose l'Argentine aux fonds vautours. En juin 2015, le juge Griesa accorde à tous les *holdouts* (dans le jargon, les *me too*) qui, depuis l'arrêt de la Cour Suprême de juin 2014, ont parfaitement compris qu'il y avait de l'argent à gagner s'ils harcelaient l'Argentine en justice, les mêmes droits qu'aux fonds vautours.

La facture de l'Argentine monte alors subitement de 1,4 à 6,9 milliards de dollars<sup>44</sup>. Saisie par les avocats de l'Argentine, la Cour d'appel de New York finit par donner partiellement tort au juge Griesa. Selon la Cour, seuls les créanciers qui ont détenu sans discontinuer les obligations argentines depuis le début des ennuis judiciaires de l'Argentine devant les tribunaux américains (soit l'année 2004) peuvent se voir appliquer le même traitement que les fonds vautours<sup>45</sup>.

La Cour d'appel exclut donc les créanciers qui ont refusé d'adhérer aux restructurations de 2005 et de 2010 mais qui n'ont jamais entrepris d'actions légales individuelles contre l'Argentine et qui ne se sont pas joints aux fonds vautours<sup>46</sup>. Il sera toujours loisible à cette

---

<sup>43</sup> Tiempo Argentino, 7 octobre 2015.

<sup>44</sup> La Nación, 11 août 2015.

<sup>45</sup> United States Court of Appeals for the Second Circuit, Puricelli v. Republic of Argentina, 10 août 2015, p.4.

<sup>46</sup> El Cronista, 1er octobre 2015.

catégorie de créanciers de faire valoir leurs droits civils devant les tribunaux américains à la condition de se soumettre au coûteux parcours du combattant par lequel sont passés les fonds vautours.

On peut anticiper qu'une bonne partie de ces créanciers va négocier avec les fonds vautours afin de leur céder leurs titres au meilleur prix. En janvier 2015, le gouvernement argentin proposait 6,5 milliards de dollars aux fonds vautours<sup>47</sup>. Cette proposition n'a, d'évidence, pas calmé ces derniers. Et à l'époque, le juge Griesa n'avait pas encore alourdi la facture de l'Argentine.

Le 1<sup>er</sup> décembre 2015, le juge Griesa lancera les débats visant à dresser la liste définitive des créanciers de l'Argentine. On peut raisonnablement estimer que le processus devrait encore durer entre 6 et 8 mois<sup>48</sup>. En juin 2016, cette partie du dossier sera donc définitivement tranchée.

L'Argentine n'est pas encore au bout de ses difficultés. Les fonds Aurelius et NML Capital continueraient à accumuler des bons d'Etat argentin pour des montants qui en, mars 2015, oscillaient entre 800 millions et 1,2 milliard de dollars<sup>49</sup>. Or, les fonds vautours entendent aujourd'hui prendre la tête de tous les *holdouts* dans le processus de négociation avec l'Etat argentin. Selon Jay Newman, directeur d'un fonds vautour, « les détenteurs de 98% de bons en défaut qui harcèlent l'Argentine constituent un petit groupe fortement coalisé ». <sup>50</sup> Au total, il y a pour 20 milliards de dollars de dette argentine non restructurée dans la nature. En appliquant à ce chiffre une décote de 15%, les fonds vautours et les *holdouts* peuvent théoriquement exiger de l'Argentine 17 milliards de dollars<sup>51</sup>. Emprunter cet argent sur les marchés représenterait un coût prohibitif pour les finances publiques argentines, vu les taux auxquels Buenos Aires place sa dette en ce moment. En réalité, l'importance du dédommagement que recevront des vautours dépendra non seulement de leur capacité à couper l'Argentine des marchés financiers mais aussi des réserves de change de la Banque

---

<sup>47</sup> Radio Programas del Perú, 6 janvier 2015 (Url: [http://www.rpp.com.pe/2015-01-06-argentina-ofrecera-6-500-millones-de-dolares-de-pago-a-fondos-buitre-noticia\\_757220.html](http://www.rpp.com.pe/2015-01-06-argentina-ofrecera-6-500-millones-de-dolares-de-pago-a-fondos-buitre-noticia_757220.html))

<sup>48</sup> *Ámbito Financiero*, 7 octobre 2015.

<sup>49</sup> Alfredo Zaiat, *Claves de la economía 2015* in *Página/12*, 22 mars 2015.

<sup>50</sup> *Tiempo Argentino*, op.cit.

<sup>51</sup> Au fil des recherches, ces chiffres ont été confirmés par le *Financial Times* (édition du 1<sup>er</sup> octobre 2015) qui situe entre 15 et 20 milliards de dollars les sommes réclamées par les fonds vautours.



centrale argentine (BCRA) qui détermine profondément la marge de manœuvre du pays. De ce point de vue, l'Argentine n'est pas aussi à plaindre que ce que prétend le FMI et l'agence Moody's qui décrétait, il y a peu, que les réserves de l'Argentine seraient épuisées le 11 décembre.<sup>52</sup> En termes d'entrées de devises, la récolte 2015-2016 qui aura lieu durant l'été argentin (c'est-à-dire entre décembre 2015 et mars 2016) promet un beau ballon d'oxygène. Ce dernier ne constituera toutefois qu'un avantage strictement conjoncturel alors que la chute en volume du commerce mondial présente un caractère structurel lié fondamentalement au ralentissement de l'économie chinoise. C'est ainsi que les exportations de l'Argentine sont en baisse permanente depuis 2013, « fondamentalement en raison l'évolution négative des quantités exportées (...) et dans une moindre mesure en raison de la détérioration des termes de l'échange ».<sup>53</sup>

S'il est vrai que le pays traverse une crise du point de vue de ses liquidités, rien ne permet d'augurer que la chose soit spécialement appelée à perdurer sur le long terme. Il y a peu, le président de la BCRA, Alejandro Vanoli, négociait avec son homologue chinois une prolongation du Swap conclu, en 2014, entre l'Argentine et l'Empire du milieu. Le swap consiste à ce que les deux pays ouvrent en faveur de l'autre un compte courant dans sa monnaie. Ce qui veut dire que les Argentins ont reçu 11 milliards de dollars en yuans à utiliser dans les trois ans et qu'ils vont rembourser en pesos. Le taux d'intérêt pour l'utilisation des yuans est de 6% par an (bien moins que l'inflation en Argentine). La période de remboursement de la somme court sur au moins un an.

C'est un meilleur deal que celui qui existe, par exemple, entre la BCRA et la Banque des règlements internationaux (BRI) comportant une obligation de remboursement en moins d'un an, le tout gagé sur des réserves de la BCRA<sup>54</sup> placées en Suisse. Cela dit, le yuan ne peut, pour l'instant, être converti que de façon limitée. Voilà qui ne garantit guère, dans l'immédiat, la présence de billets verts sur les comptes de la BCRA.

Pour satisfaire les vautours, l'Argentine devra récupérer des billets verts au plus vite sur les marchés voire, si les vautours s'obstinent à vouloir être réglés au comptant, se soumettre à une cure d'austérité qui serait particulièrement absurde sur le plan économique. La Commission économique pour l'Amérique latine et les Caraïbes (CEPAL) a, en effet, relevé les pronostics de croissance de l'Argentine à 1,6% alors que l'Amérique latine et les Caraïbes devraient,

---

<sup>52</sup> Clarín, iEco, 8 octobre 2015

<sup>53</sup> CEPAL, Estudio económico de América Latina y el Caribe, Argentina, octobre 2015, p.5.

<sup>54</sup> Página/12, 7 septembre 2014.

selon la CEPAL toujours, terminer l'année avec un taux de croissance annuel négatif de l'ordre de -0,3%<sup>55</sup>.

C'est que l'économie argentine bénéficie d'une consommation intérieure soutenue. De surcroît, les observateurs attendent une récolte record pour l'année 2015. Au terme de cette année, l'Argentine sera toutefois davantage dépendante de ses exportations de matières premières puisque l'indice de production industrielle de la CEPAL pour le pays baissera de 1,9% alors que le secteur de la construction a connu, au cours de cette année civile, un boom de 5,3%<sup>56</sup>.

A l'heure actuelle, les mesures de contrôle des changes se sont renforcées. Les achats à l'extérieur de plus de 75.000 dollars doivent, depuis la fin octobre 2015, faire l'objet d'une approbation par les autorités. Autrefois, seules les opérations d'achats à l'extérieur portant sur une somme supérieure à 150.000 dollars devaient être avalisées de la sorte. C'est là évidemment un signe de pression sur les réserves du pays<sup>57</sup>. De telles mesures compliquent, par ailleurs, l'entrée d'outils sophistiqués permettant au pays de développer sa production industrielle.

### **Atouts**

Sous réserves de modifications, le volet « dépenses » du budget 2016 de l'Etat argentin sera de 148,057 milliards de dollars (au taux de change de 10,60 pesos pour un dollar). Si les fonds vautours, comme l'indique une nouvelle décision de la justice américaine<sup>58</sup>, se décidaient à accorder une formule de paiement à tempérament à l'Argentine sur une durée assez longue (mettons, 10 ans) pour une somme de 17 milliards de dollars, la patrie de Carlos Gardel devrait sacrifier un peu plus de 1% de son budget 2016, il est vrai, assez expansionniste puisqu'équivalent à 22,51% du PIB<sup>59</sup>, pendant une décennie. Si l'Argentine doit s'endetter pour 10 ans à des taux de 9% afin de régler les fonds vautours, les dépenses à consentir seront plus élevées et correspondront à plus de 2% du budget 2016.

---

<sup>55</sup> El Cronista, 6 octobre 2015.

<sup>56</sup> CEPAL, op.cit, p.6.

<sup>57</sup> El Cronista, 29 octobre 2015.

<sup>58</sup> UNITED STATES DISTRICT COURT SOUTHERN DISTRICT OF NEW YORK, NML Capital LTD vs. The Republic of Argentina, 14 Civ. 8601, 30 octobre 2015.

<sup>59</sup> <http://www.parlamentario.com>, 7 octobre 2015 (URL : <http://www.parlamentario.com/noticia-86435.html>)

D'un strict point de vue financier, l'effort n'est pas mince mais reste supportable. Ce d'autant que dans leur « générosité », les fonds voutours accepteraient bien de marchander une partie de la dette en échange d'actifs publics argentins (par exemple, la compagnie pétrolière YPF)<sup>60</sup>. Ce type de propositions est globalement de nature à radicaliser l'aile dure du kirchnérisme qui, il y a peu, a fait voter une loi interdisant la vente d'actifs par les pouvoirs publics de manière à lier le prochain gouvernement. En réalité, le principal obstacle aujourd'hui à un accord avec les fonds voutours est de nature politique. Le kirchnérisme ne désire pas donner beaucoup plus aux *holdouts* que ce qu'ont reçu les créanciers restructurés en 2005 et en 2010<sup>61</sup>. Or, malgré la toute relative croissance espérée pour 2016, le nouveau gouvernement devra tenter d'établir des rééquilibrages difficiles dans les finances publiques argentines.

Une négociation aux conditions fixées par les fonds voutours serait donc de nature à jeter les bases d'une crise politique de grande ampleur dans le pays. Car même si le nouveau président pourrait être de droite, la majorité au Sénat restera contrôlée par le kirchnérisme. Et il est permis de douter que l'installation d'un climat d'instabilité politique soit de nature à rassurer les investisseurs pour relancer la croissance du pays. Pourtant, le pays ne manque pas d'atouts. Et son avenir n'est pas joué d'avance.

Par exemple, l'Argentine est l'une des rares nations dans le monde à s'être désendettée entre 2007 et 2014 (-11 points de pourcentage en mesurant la dette publique par rapport au PIB)<sup>62</sup>. La dette extérieure publique y a diminué de 6 points, passant de 71,185 milliards de dollars courants à 67,462 milliards en 2014. La dette extérieure à court terme y est stabilisée depuis 2011 (26,332 milliards de dollars courants en 2011 contre 22,166 milliards en 2013)<sup>63</sup>. Par ailleurs, la dette privée y a moins progressé que chez les autres émergents.

### **Figure 10. Dette privée en milliards de dollars courants (2010-2013) chez les émergents**

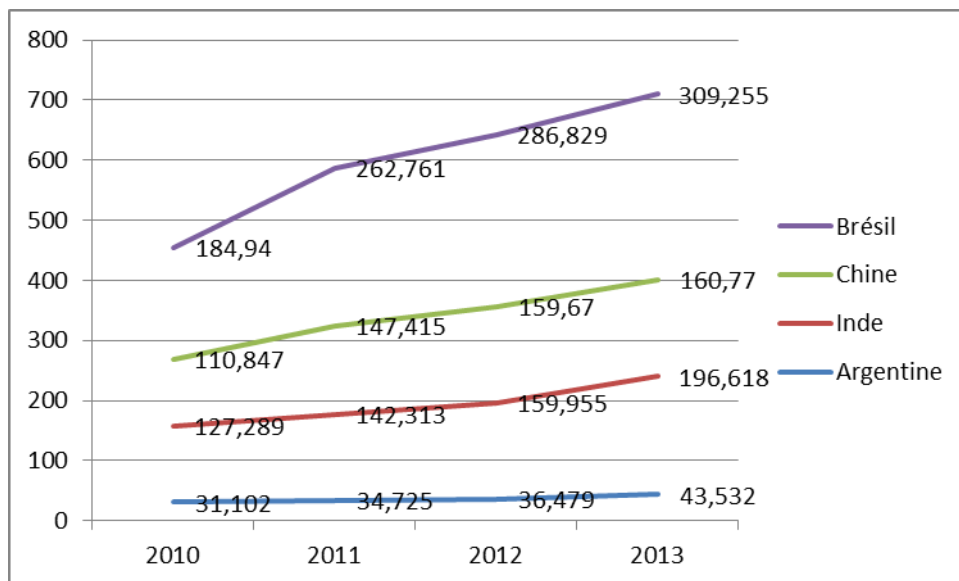
---

<sup>60</sup> Buenos Aires Económico, 12 octobre 2015.

<sup>61</sup> *Ámbito Financiero*, 23 juin 2015. Cet article fixe à 15 milliards de dollars les prétentions des créanciers réfractaires. Il s'agit là d'une somme qui dépasse, et de très loin, les conditions imposées aux créanciers restructurés en 2005 et 2010. Ce chiffre était confirmé dans l'édition du 16 octobre 2015 de l'*Ámbito Financiero* qui évoquait, en outre, des garanties à offrir sur les bénéfices à venir d'YPF. L'édition en ligne du *Cronista* du 21 octobre 2015 mentionnait également ce chiffre.

<sup>62</sup> Mc Kinsey Global Institute, *Debt and (not much) deleveraging*, février 2015

<sup>63</sup> Banque mondiale, octobre 2015.



Source : Banque mondiale, octobre 2015. (N.B : aucune donnée n'était disponible pour la Russie).

Alors qu'entre 2010 et 2014, la dette privée argentine a augmenté de 39,36%, on constate une progression de 67,21% de l'endettement privé pour le Brésil, de 54,46% pour l'Inde et d'un peu plus de 45% pour la Chine.

A l'échelle du continent sud-américain, on retiendra la chose suivante. La dette privée extérieure brésilienne représentait 13,75% du PIB contre 7% en Argentine. Cette donnée explique qu'aujourd'hui l'économie brésilienne se dégrade bien plus qu'en Argentine. Dès que les flux de capitaux repartent du nord, il faut rembourser les dettes. Et cette donnée pèse plus sur le destin du Brésil que sur celui de l'Argentine. Avoir été coupé des marchés financiers aura été plutôt bénéfique en fin de compte pour le pays.

En outre, l'Argentine dispose de ressources et d'actifs publics intéressants. Il y a peu, la compagnie YPF, nationalisée en 2012, levait des fonds sur les marchés. L'opération était couronnée de succès. Le 23 avril 2015, la compagnie YPF trouvait 1,5 milliards de dollars, alors que sa cible initiale était de 500 millions de dollars, sur les marchés pour un bon à 10 ans offrant un coupon de 8,5%. Soit un taux légèrement inférieur aux émissions de dette souveraine de l'Etat argentin à la même époque. A l'occasion, la presse conservatrice<sup>64</sup> s'empressait de souligner que les compagnies pétrolières de la région empruntaient, en moyenne, à du 4,5%.

C'était oublier un peu vite qu'YPF est une entreprise qui a perdu des actifs depuis sa privatisation dans les années nonante. En fait, YPF, vu la braderie à laquelle a donné lieu la privatisation des entreprises publiques argentines à cette époque, a été sous-capitalisée par les Espagnols de Repsol. Et par la suite, le potentiel énergétique de l'Argentine a été sous-

<sup>64</sup> La Nación, 23 avril 2015

exploité. L'histoire de YPF s'avère, à y regarder de plus près, particulièrement emblématique de l'échec des privatisations en Argentine sous les auspices du FMI. YPF, abréviation de Yacimientos petroleros fiscales (traduction française : gisements pétroliers de l'Etat), est, à partir des années 50, la première compagnie pétrolière au monde à être intégrée verticalement. De l'extraction aux phases de raffinage, le pétrole 100% « *República Argentina* » était né. L'indépendance énergétique de la deuxième économie sud-américaine était assurée.

Lorsque le FMI et la Banque mondiale ont appliqué leurs programmes d'ajustement structurel à l'Argentine dans les années 90, YPF a été privatisée. Le groupe espagnol Repsol en est devenu propriétaire en 1999. Avec le recul, on est bien forcé de convenir que la privatisation d'YPF constitue un brillant fiasco. Pour la première fois de son histoire, l'Argentine a dû importer, en 2011, du pétrole et du gaz pour 9 milliards de dollars.

Entre 1998 et 2011, la production totale de pétrole en Argentine a décliné de 16 millions de tonnes, dont 8,6 millions pour Repsol/YPF. Au total, Repsol était responsable pour plus de la moitié de la chute de la production argentine de pétrole brut et de la quasi-totalité de la baisse d'extraction de gaz naturel<sup>65</sup>.

Pourtant, l'Argentine, d'après l'annuaire statistique de British Petroleum<sup>66</sup>, dispose de réserves pétrolières pour 2,5 milliards de barils (soit à peu près autant que le Royaume-Uni). Pour ce qui est du gaz, les réserves argentines sont de 400 millions de tonnes (là encore, l'équivalent de la Grande-Bretagne). Comment expliquer cette sous-exploitation ?

Tout simplement, Repsol a laissé tomber sa production argentine en raison du contrôle des prix instauré, dès 2001, par Buenos Aires sur les produits énergétiques<sup>67</sup>. La réponse des autorités argentines à cette situation absurde a été des plus radicales. YPF est retournée sous le giron de l'Etat. 51% du capital de la compagnie appartient désormais aux pouvoirs publics argentins.

Bref, YPF, de par son histoire, est loin de pouvoir offrir les mêmes perspectives de rentabilité que ses consœurs de la région dans l'immédiat. Ce qui explique un traitement différencié par les marchés puisque précisément, tout est à recommencer en matière d'investissement dans le secteur pétrolier en Argentine.

---

<sup>65</sup> Pagina/12, édition du 18 avril 2012

<sup>66</sup> BP Statistical Review of World Energy, juin 2011.

<sup>67</sup> Financial Times, édition du 17 avril 2012.

Et c'est ici qu'intervient le facteur « ressources » du pays. Le site de Vaca Muerta dans la province de Neuquén est l'un des plus grands gisements de gaz et de pétrole non-conventionnels au monde. Nul doute que le financement de l'exploitation grandissante de Vaca Muerta conduira à une baisse du coût des capitaux pour YPF.

Le site, qui a la superficie de la Belgique, semble, en tout état de cause, promis à un bel avenir. C'est ainsi qu'YPF va s'associer à Wintershall et à Pan American pour réaliser un investissement d'une trentaine milliards de dollars au cours des 35 prochaines années<sup>68</sup>. Les ressources naturelles ne constitueront pas, à l'avenir, l'unique ressort de l'Argentine.

On le sait peu en Europe. L'Argentine, bien qu'étant un pays à revenu élevé, est bien moins bancarisée que ses voisins. En 2014, 50% de la population argentine de plus de 15 ans était titulaire d'un compte en banque. Au Brésil, ce taux est de 68% (contre 63% au Chili)<sup>69</sup>. Ce n'est donc pas pour rien que des consultants internationaux ont mis en exergue, il y a peu, le potentiel de croissance des actifs bancaires du pays.

L'Argentine est appelée à connaître une croissance annuelle moyenne de ses actifs bancaires de 8% d'ici 2050. Cette croissance amènera le secteur bancaire argentin à détenir, en 2030, des actifs pour plus de 620 milliards de dollars. Parmi les grands pays émergents, seuls l'Indonésie, l'Inde, le Vietnam et le Nigéria feront mieux.<sup>70</sup>

On signalera que la tendance à la croissance du marché bancaire a déjà commencé en Argentine et fait sentir ses effets. Pour mémoire, le taux de bancarisation de l'Argentine était, en 2008, de près de 28% pour 2012, ce qui situait le pays à un niveau inférieur à celui du Bénin ou du Cap Vert.<sup>71</sup>

**Figure 11. Prévision de croissance annuelle moyenne du secteur bancaire argentin de 2010 à 2050 (%. Actifs en dollars). Comparaison avec d'autres pays émergents.**

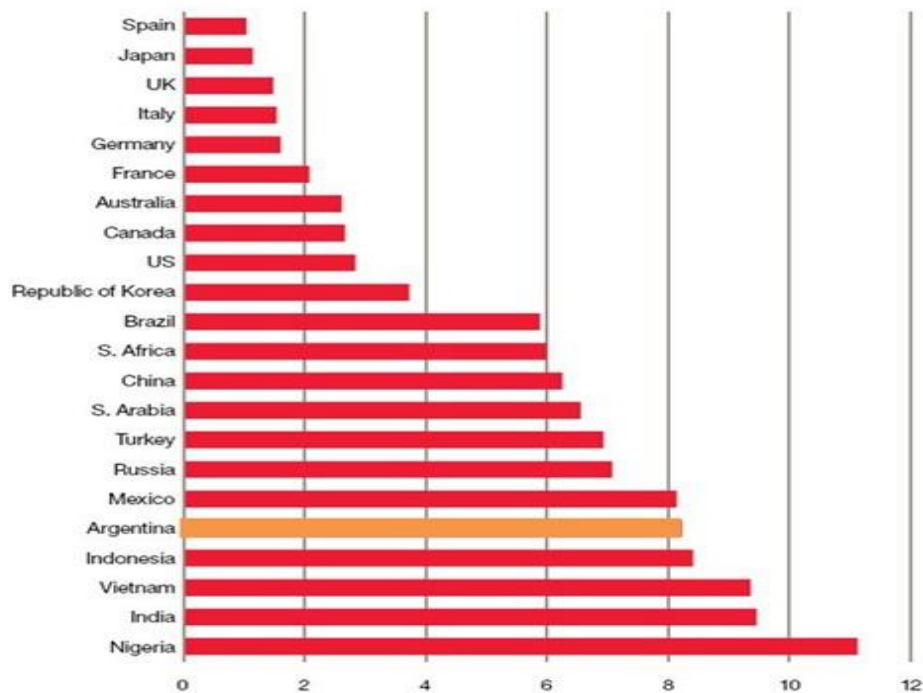
---

<sup>68</sup> Clarín, iEco, 15 juillet 2015.

<sup>69</sup> Banque mondiale, janvier 2015.

<sup>70</sup> PricewaterhouseCoopers, Banking in 2050, juillet 2011.

<sup>71</sup> Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC) cité par Pagina/12, édition mise en ligne du 14 septembre 2012.



Source: PricewaterhouseCoopers, *Banking in 2050*, juillet 2011, p.20.

Le rapport avec les fonds vauvours n'est pas si ténu. Il se trouve que la principale banque du pays en Argentine est publique. Il s'agit de « Banco de la Nación Argentina », détenue à 100% par l'Etat fédéral argentin. « El Nación », comme l'on dit familièrement dans les rues de Buenos Aires, se caractérise principalement par le fait d'accorder moins de crédits à la consommation et de prêts hypothécaires que ses consœurs. En cas de retournement de conjoncture, il s'agit de l'établissement qui sera le moins impacté. Le grand client du Banco Nación n'est autre que l'Etat argentin lui-même. Son désendettement, en pourcentage du PIB, est, comme nous l'avons vu, incontestablement une donnée qui place l'Argentine dans une position d'exception à l'échelle mondiale.

Cette combinaison de facteurs permet à la banque publique argentine de bien se positionner dans les classements des agences de notation. C'est ainsi que dans la classification de l'agence de notation Fitch Ratings, la première banque argentine bénéficie d'une cote plutôt flatteuse pour les investisseurs nationaux. En l'occurrence, il s'agit de la note A1+ pour la dette de court terme (il s'agit de la meilleure note) et de la note AA pour la dette de long terme (la deuxième meilleure note possible pour cet indicateur)<sup>72</sup>.

<sup>72</sup> FitchRatings, Banco de la Nación Argentina, informe de actualización, 29 septembre 2015 (URL: [http://www.fixscr.com/uploads/1443559071-BNA\\_Sep%2029%202015.pdf](http://www.fixscr.com/uploads/1443559071-BNA_Sep%2029%202015.pdf)). Cotation basée sur les comptes de la banque « Banco de la Nación Argentina » arrêtés au 31/12/2014.

En imaginant que les vautours arrivent à bloquer l'accès du gouvernement argentin aux marchés financiers, une institution bancaire publique de la taille et de la qualité de « Banco de la Nación Argentina » constitue un élément précieux pour disposer d'un accès au marché des capitaux internationaux. Il conviendrait que cette dernière se fasse prêter les dollars tant convoités à Buenos Aires par des filiales de banques étrangères sur place. Les candidats ne devraient pas manquer vu le potentiel de croissance du secteur bancaire argentin. En tout état de cause, cette formule présenterait l'avantage de diminuer les coûts d'accès au marché international des capitaux quand bien même d'ailleurs, l'Etat argentin, dont le défaut est encore inscrit dans bien des mémoires, arriverait à retrouver sans encombre le chemin des marchés.

La possibilité d'organiser un financement des pouvoirs publics argentins via une grande banque publique locale constitue une voie d'autant plus intéressante que la justice US se refuse à confondre l'Etat argentin et ses entreprises publiques. Dans leur volonté de faire main basse sur des actifs argentins au plus vite, les fonds vautours ont fait valoir que la Banque centrale de la République d'Argentine était un alter ego de l'Etat lui-même. Ils avaient obtenu gain de cause auprès du juge Griesa en septembre 2013. Mais il était très clair à cette époque que l'Argentine allait gagner en degré d'appel. A la mi-2012, déjà, la justice américaine avait, en effet, estimé que les montants déposés par la banque centrale argentine sur des comptes américains servant à rembourser la dette contractée vis-à-vis du FMI<sup>73</sup> ne pouvait faire l'objet d'une quelconque forme de saisie au profit des vautours. Le feuilleton durait depuis 2005. A l'issue de ce conflit, 100 millions de dollars ont été débloqués.

Et ce qui devait arriver arriva. Sur ce volet du dossier, l'Argentine a logiquement gagné une fois de plus en 2015. A l'occasion<sup>74</sup>, la Cour d'appel du deuxième circuit située à New York (en anglais, Court of Appeals for the Second Circuit<sup>75</sup>) rappelait que la BCRA mais aussi le « Banco Nación » ne constituaient pas des alter égos de l'Etat argentin. C'est ce qu'établit, en toutes lettres, la note n°73 de l'arrêt rendu par la Cour d'appel de New York le 31 août 2015

---

<sup>73</sup> Pour plus de détails, lire X. Dupret, *Panique au FMI : les clients remboursent*, 31 juillet 2006 (URL : <http://cadtm.org/Panique-au-FMI-les-clients>)

<sup>74</sup> US Court of Appeals Second Circuit, *EM Ltd et al. v. Banco central de la República Argentina et al.*, 31 août 2015.

<sup>75</sup> Il convient bien de parler de la Cour d'appel du deuxième circuit ou de Cour d'appel de New York. Les Etats-Unis comptent, en effet, treize cours d'appel. Le circuit désigne le territoire pour lequel une cour est compétente. Le *Second Circuit* désigne les districts du Connecticut et du Vermont, auxquels s'ajoutent les 4 districts de New York. Toute autre traduction ne constitue ni plus moins qu'une erreur.



dans la mesure où cette dernière rejette catégoriquement un argument clé dans l'analyse des fonds voutours. D'après cette note, la Cour reconnaît que « le Banco Nación a consenti des prêts avantageux à l'Etat argentin, en violation de ses statuts organiques [en l'occurrence, l'article 25 de la loi n°21.351 qui « interdit à la banque Nación de prêter à l'Etat fédéral, aux provinces, aux municipalités ou aux organismes (...) dépendant de ces dernières » ], ou à des particuliers voire des entreprises sur ordre de la République, mais nous avons statué que ce n'était pas suffisant pour établir que la banque n'était pas indépendante ».

D'après la justice états-unienne, une dette du « Banco Nación » ce n'est donc pas une dette de l'Etat argentin. Jamais, never, nunca.

Ce soutien inattendu ne fait finalement que reconnaître un nouveau rapport de forces entre l'Etat argentin et le capital international. C'est ainsi qu'aujourd'hui, fait historique, BNP Paribas fait l'objet d'une enquête pour évasion fiscale en Argentine. Il est vrai que BNP Paribas Argentine était allée un peu loin dans l'« oubli » du droit fiscal argentin en « installant un bureau qui fonctionnait de manière clandestine en plein centre de Buenos Aires et proposait de faire sortir du pays de l'argent (...) vraisemblablement d'origine illicite ». <sup>76</sup> La France (dont les autorités collaborent, sur ce dossier, avec la justice argentine) fait partie, avec l'Italie et l'Espagne, du groupe de pays occidentaux <sup>77</sup> à ne pas s'être opposés à la résolution proposée par l'Argentine au sujet des fonds voutours et adoptée par l'Assemblée générale des Nations Unies le 9 septembre 2014. De plus, la justice française s'active aux côtés de l'Argentine pour résister à la pression des fonds voutours. Le 28 mars 2013, la Cour de Cassation française n'hésitait pas à faire cause commune avec l'Argentine et empêchait le fonds voutours Elliott de saisir des créances dues par trois sociétés de l'hexagone à l'Argentine. <sup>78</sup>

La position de Paris s'expliquerait par la présence de la multinationale Total, depuis 1978, en Argentine. Or, depuis la nationalisation d'YPF (et le paiement de cette dernière en obligations publiques argentines), les gouvernements occidentaux savent qu'il ne fait pas bon se fâcher avec Buenos Aires. En attendant, la patrie de Cortázar fait face à un important besoin de devises. Suite aux accords bilatéraux entre la Chine et l'Argentine, un quart des réserves du

---

<sup>76</sup> *Ámbito Financiero*, 30 septembre 2015.

<sup>77</sup> Les autres pays occidentaux qui se sont abstenus lors du vote à l'Assemblée générale sont Andorre, l'Autriche, la Belgique, Chypre, la Corée du Sud, le Danemark, l'Espagne, l'Estonie, la Grèce, l'Islande, la Lettonie, le Liechtenstein, la Lituanie, le Luxembourg, Malte, Monaco, la Norvège, la Nouvelle-Zélande, les Pays-Bas, le Portugal, Saint-Marin, la Suède et la Suisse.

<sup>78</sup> *Les Echos*, 9 avril 2013.

pays (33,69 milliards de dollars<sup>79</sup>) est libellé en yuans. La récente dépréciation du yuan n'a donc pas fait du bien aux réserves de l'Argentine. Il y aura, dès lors, lieu de moins dépendre à l'avenir de la Chine.

Les bonnes vieilles théories tiers-mondistes sur le développement autocentré et la substitution des importations devraient recevoir une certaine audience en Amérique du sud dans un futur assez proche. Dans cette perspective, il faudra trouver des équipements et redévelopper les infrastructures du pays. Or, on n'imagine pas une seule seconde un fabricant bavarois de machines-outils accepté d'être payé en yuans. Le pays a donc objectivement besoin de billets verts. Du moins jusque 2020, date à laquelle le yuan sera convertible<sup>80</sup>. Pour prendre la pleine mesure de la situation, on tiendra compte des réserves nettes de la Banque centrale.

L'Argentine ne disposait plus que de réserves à hauteur de 13 milliards de dollars en août 2015, de quoi couvrir un an et demi d'importations.

Il convient également de pointer le poids de la dette extérieure sur les finances publiques argentines. Certes, l'Argentine est un pays désendetté. Mais il n'en reste pas moins vrai qu'entre 2016 et 2019, le gouvernement va devoir s'acquitter d'échéances représentant près de 23 milliards de dollars, dont un milliard seulement peut faire l'objet d'un refinancement automatique sur les marchés. Et c'est seulement à partir de 2024 que des refinancements automatiques seront organisables sur une base structurelle<sup>81</sup>.

Pour l'heure, la détérioration de la croissance en Chine et, par conséquent, des perspectives pour l'Argentine amènent des spécialistes à tenir pour préférable de pratiquer une nouvelle opération de restructuration de la dette<sup>82</sup>. Il s'agit là sans doute d'une étape indispensable dans la redéfinition du rapport des forces entre Buenos Aires et les exigences du capitalisme central.

Décidément, l'ombre du *uno por uno* plane encore sur Buenos Aires. Et la droite argentine, qui, à l'heure où ces lignes étaient écrites (2 novembre 2015), était susceptible de revenir au pouvoir, voudrait remettre au goût du jour les recettes du néolibéralisme telles qu'elles ont été

---

<sup>79</sup> Banque mondiale, octobre 2015.

<sup>80</sup> Financial Times, 15 juillet 2015.

<sup>81</sup> Müller, Alberto, "Default y reestructuración: ¿Cuál fue la real quita de la deuda pública argentina?", Documento de trabajo n°32, Universidad de Buenos Aires, CESP (Centro de estudios de la situación y perspectivas de la Argentina), Marzo 2013, Buenos Aires, p.98

<sup>82</sup> Ibid.

appliquées durant les années nonante. La chose implique, d'après ce courant, un accord avec les fonds vautours. La facture pourrait, cette fois, dépasser les 15 milliards de dollars<sup>83</sup>. Ce chiffre confirme les premières estimations mises au point au début de la rédaction de cette étude à l'été 2015 (à savoir, 17 milliards de dollars).

Décidément, les vautours volent bas sur Buenos Aires...

---

<sup>83</sup> *Ámbito Financiero*, 2 novembre 2015.