



ALGERIAN CENTER
Centre Algérien De Diplomatie Economique

La dette souveraine dans le système financier international : les limites et les effets

Dossier n°2/2021

Par : Nassima Ouhab & Ahmed-Danyal Arif

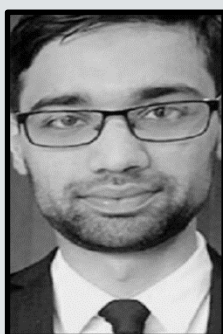
AVERTISSEMENT

Les opinions exprimées dans ce dossier n'engagent que la responsabilité de leurs auteurs.



Nassima Ouhab-Alathamneh

*Docteur en géoéconomie de l'énergie.
Enseignante en économie à l'université de
Nanterre.*



Ahmed-Danyal Arif

*Auteur de "Histoire économique du monde
islamique : de l'Arabie préislamique à la
dynastie umayyade".*

Frappé par de nombreuses crises liées souvent au secteur bancaire et au change au cours de l'histoire, à commencer par celle des bulles de tulipes au 17^{ème} siècle¹, le système financier international a toujours pu résister aux plus robustes des crashes grâce à l'innovation et à la stabilité financières. En effet, de nombreux mécanismes nationaux et internationaux ont été mis en place dans le but de réguler les différentes composantes du marché telles les réglementations prudentielles appliquées aux banques, mise en place d'indicateurs de pression spéculative, ainsi que les plans de sauvetage instaurés par les pouvoirs publics. Cependant, depuis l'avènement du capitalisme et l'abandon des accords de Bretton Woods à partir de 1971², les crises financières ne cessent d'accroître et engendrer d'importantes conséquences, particulièrement, sur les pays les plus pauvres et les moins financiarisés.

Par ailleurs, les crises bancaires d'ordre systémique révèlent quant à elles les limites de la concurrence interbancaire par les dépôts et celle de la substitution des actifs étrangers aux actifs nationaux due à la libéralisation financière, contribuant ainsi à la recrudescence de la spéculation et à l'augmentation de la fragilité des institutions bancaires, qui, nécessitent très souvent l'intervention des pouvoirs publics afin, soit de restructurer les banques, soit de leur attribuer les fonds nécessaires à leur réintégration dans le système financier à travers les plans de sauvetage. L'actuelle crise liée à la Covid-19 démontre encore une fois la faiblesse des différents mécanismes établis depuis de nombreuses années, et qui s'avèrent plus incitateurs à l'endettement, public comme privé malgré les restrictions relatives, non seulement à la création monétaire, mais aussi aux taux de change et aux taux d'intérêts. Or, les États, qu'ils soient développés ou non peuvent recourir à la dette afin d'assurer leur fonctionnement ou simplement pour subvenir à des besoins ponctuels que leurs fonds propres ne supportent pas dans l'immédiat. Mais, lorsque la dette dépasse un certain seuil du Produit intérieur brut, elle devient problématique dans le sens où les pouvoirs publics doivent recourir à d'autres mécanismes et moyens pour honorer la dette contractée et son service eu égard à leur exigibilité à des échéances bien déterminées. Le non-paiement de la dette engendre des conséquences économiques et juridiques irrémédiables dont les conséquences affectent au premier plan les classes moyennes et les tranches les plus vulnérables de la société. Aujourd'hui, l'emprunt sur les marchés financiers est devenu le moyen le plus courant de financement étatique et le plus récurrent aussi dans la mesure où il cause une explosion de la dette sans précédent difficilement maîtrisable. L'explosion de la dette publique dans les États développés implique la nécessité d'élaborer de nouvelles réglementations plus strictes

¹ Symbole de richesse au début du 16^{ème} siècle, la tulipe fût convoitée par les riches au point de la planter dans leurs jardins privés. En 1634, les prix observèrent une hausse spectaculaire à la suite de l'arrivée de la production française, ce qui pousse les spéculateurs à renchérir sur le marché. Le prix des bulbes atteint plus de 5 900 % entre 1634 et 1637. À l'hiver 1637 les bulbes changent jusqu'à 10 fois de propriétaire sur la même journée et la variété la plus chère, la *Semper Augustus*, culmine les 6 700 florins, soit quinze fois le salaire annuel d'un artisan. Étant donné que les transactions ne portent plus sur des bulbes existants mais sur des bulbes à venir, conformément à ce qu'on appelle "commerce du vent", les prix s'effondrent brutalement le 6 février 1637.

² Ce sont les premiers accords sur lesquels est fondé le système monétaire mondial. Un régime de taux de changes fixes et ajustables d'après-guerre avait été institué autour du dollar américain.

contraignant les États et les acteurs financiers à toutes les échelles à se conformer à davantage de rigueur et de transparence financière. De ce fait, se pose la question du lien entre la mutation du système financier mondial actuel et l'accroissement de la dette publique.

La compréhension de l'imbrication de ces deux composantes de notre système économique requiert dans un premier temps l'analyse du mécanisme de l'endettement public **(I)**, l'insolvabilité des États et l'exigibilité de la dette **(II)** dans un second temps, et enfin les enjeux financiers et géoéconomiques de l'endettement dans la zone euro **(III)**.

I. Le mécanisme de l'endettement public :

Afin de comprendre le mécanisme de l'endettement public, il convient d'aborder la loi qui régit le budget de l'État. En effet, l'argent est au corps politique ce que le sang est au corps humain. Toute partie du corps où le sang cesse de circuler languit et ne tarde pas à mourir. Cette loi prend la forme d'un acte important dans la vie politique de chaque État car c'est par le biais de celui-ci que sont prévues et autorisées ses recettes et ses dépenses pour une année civile. L'État prévoit alors les dépenses qu'il entend engager au cours des douze prochains mois et le montant des recettes sur lesquelles il peut compter pour les financer. Il arrive toutefois qu'en dépit de ces prévisions l'État dépense plus qu'il ne l'avait auguré ou qu'il encaisse moins de recettes que prévu. Dans ce cas, il est dit que budget devient « déficitaire ». L'une des solutions permettant de combler ce déficit consiste à emprunter de l'argent contre la promesse d'un remboursement majoré d'intérêts. C'est ainsi que se forme la dette de l'État.

L'État doit alors pouvoir être en capacité de lever des fonds rapidement pour éviter que la machine économique se grippe. La question est la suivante : vers quels agents économiques l'État peut-il alors tourner ? Dans une perspective de longue durée, les pratiques ont varié. Les monarques ont pendant longtemps, par exemple, pu emprunter auprès des marchands que l'essor du commerce international avait pu doter de fortunes non négligeables. Plus tard, les États modernes se sont financés auprès de leurs banques centrales, les institutions ayant notamment la charge importante d'imprimer la monnaie nationale. Pratique, l'opération permettait à l'État de demander l'impression de sommes équivalentes à son déficit. Cependant une difficulté s'est rapidement illustrée : la répétition d'impressions trop importantes conduit à l'envol de l'inflation et, mécaniquement, à la réduction du pouvoir d'achat de la population. L'inflation érodant surtout le pécule des épargnants argentés, les grands et influents opérateurs financiers ont insisté pour que les banques centrales deviennent indépendantes. À partir des années 1970, ils obtiennent gain de cause et l'État se trouve dans l'obligation de se tourner vers d'autres agents économiques disposés à lui accorder de l'argent frais. Plutôt que de solliciter les contribuables par le biais de l'impôt, ils auront recours aux marchés

financiers où de nombreux investisseurs cherchent à faire fructifier l'épargne privée qui leur est confiée.

L'État va donc émettre des titres financiers négociables (qu'on appelle « obligations d'État » ou « bons du Trésor ») sur le « marché primaire ». Chaque obligation comporte une durée de vie (entre deux et cinquante selon les titres), un prix et un taux d'intérêt. Le prix correspond au montant du prêt, et le taux d'intérêt fixe la rémunération de l'investisseur qui y souscrit (on parle de « coupon »). Étant donné qu'il est rare que les investisseurs conservent leurs titres jusqu'à leur maturité, l'échange avant échéance se fait sur le « marché secondaire ». Ces obligations d'État sont donc « liquides » et peuvent à tout moment être cédées. Pour ce qui est de la valeur de ces titres, elle suit le mécanisme classique de l'offre et de la demande. Si la demande est supérieure à l'offre, le titre prend de la valeur ; si au contraire les acheteurs se font rares, le titre se déprécie.

En temps normal et de façon à mesurer l'attrait des diverses obligations, les investisseurs les comparent toutes à des titres similaires, jugés « forts », car sans risque. Dans le cas contraire, les obligations à haut risque, c'est-à-dire le risque que l'émetteur ne soit pas solvable, ont un rendement économique important. Ces obligations, qualifiés comme de « pourris », peuvent avoir un taux d'intérêt allant jusqu'à 10% de plus que le taux d'intérêt de l'emprunt d'état du pays émetteur.

Si l'émission d'obligations est un moyen plutôt sûr afin obtenir des fonds rapidement, celui-ci n'est pas exempt de danger. En effet, ce dispositif peut doter les investisseurs d'un pouvoir exorbitant sur les pays. La question de la dette est sujet politique et moral car il s'agit d'un instrument de pression. Un pays fortement endetté est plus facile à contraindre, à soumettre, qu'un pays qui ne l'est pas. Historiquement, il existe une pléthore d'exemples sur l'extrême létalité du cadeau empoisonné que constitue la dette. Pendant longtemps, les puissances européennes ont utilisé la dette non seulement comme moyen d'accumuler des richesses, mais également comme une arme puissante pour assurer la domination puis la mise en tutelle d'autres États auparavant indépendants.³ Il y a également un rapport moral, tout à fait singulier, à la dette qui confine au religieux. La dette est une « faute » (d'ailleurs, cela se dit *schuld* en Allemand, ce qui signifie exactement « faute ») et son remboursement vient en quelque sorte racheter cette faute, comme on lave un péché pour obtenir la rédemption dans la morale chrétienne.⁴

Aujourd'hui, le niveau d'endettement dans le monde ne cesse de grimper et il s'est envolé avec la crise du coronavirus déclenché fin 2019. Après un record à 322% du PIB fin 2019, la

³ Éric Toussaint, *Le système dette : histoire des dettes souveraines et de leur répudiation*, Les Liens qui Libèrent, 2017.

⁴ David Graeber, *Dette : 5000 ans d'histoire*, Les Liens qui Libèrent, 2013.

dette mondiale devrait atteindre pas moins de 277 000 milliards de dollars fin 2020, soit 365% du PIB, selon l'IIF. Les pays développés sont à l'origine de près de la moitié de cette progression. Ce bond résulte de l'effet combiné de l'endettement et de la baisse du PIB, en raison du confinement et des mesures de restrictions sanitaires. Mais à mesure que les pays européens s'endettent de plus en plus face à la crise, la charge d'intérêt payée chaque année ne cesse de diminuer. Ce paradoxe est dû aux taux extrêmement bas, voire négatifs, dont ils bénéficient.

En effet, les taux baissent depuis plusieurs années sous l'effet des interventions massives de la Banque centrale européenne qui a permis de racheter une part croissante des titres de dette publique, ce qui fait mécaniquement baisser le coût global de la dette. Conséquence, la solvabilité des États s'en trouve mathématiquement renforcée, malgré la hausse de leur endettement. Mais cette situation n'est en rien irréversible et aucun cas les taux d'intérêts sont bas du fait d'un monde plus sûr. De plus, la politique monétaire non-conventionnelle crée d'autres difficultés, notamment en termes d'accroissement des inégalités de richesses. L'orgie de création monétaire conduit en effet à doper les cours boursiers et immobiliers. Si pour les épargnants, les taux d'intérêts nuls ou négatifs ne sont clairement pas une bonne nouvelle, il est possible d'obtenir d'excellents rendements pour ceux qui ont les moyens d'emprunter à bas taux et qui se trouvent à proximité du robinet monétaire. En plus d'être politiquement et moralement insoutenable, ces inégalités enfantent une autre inflation bien plus dangereuse : celle des frustrations sociales, notamment lorsque la dette devient exigible et l'État est insolvable.

II. L'insolvabilité des États et l'exigibilité de la dette :

L'insolvabilité n'est pas un fait nouveau en dehors ou en temps de grandes crises économiques. L'État devient insolvable lorsque sa dette devient insupportable et se trouve dans l'impossibilité d'honorer ses engagements contractuels vis-à-vis de ses créanciers⁵, alors que la dette est un prêt qui oblige l'emprunteur à le rembourser aux échéances prévues par le contrat, d'où la nécessité de respecter les bornes supérieures pour les ratios endettement-PIB et déficit-PIB conformément au traité de Maastricht qui stipule que l'endettement public des États de la zone euro ne doit pas dépasser 60% du PIB, et que le déficit public doit être contenu sous la barre de 3% du PIB.

Plusieurs exemples illustrent cette situation, qui est loin d'être étrange et qui se solde le plus souvent par la restructuration de la dette souveraine comme c'était le cas pour la Grèce en 2012, et rarement par l'exclusion de l'État débiteur du système financier international pour

⁵ Marie-Andrée Rakotovahiny : « Regards critiques sur l'institutionnalisation "du droit de ne pas payer ses dettes" ou la consécration du non-paiement », in « Regards critiques sur quelques (r)évolutions récentes du droit », Presses de l'Université Toulouse 1 Capitole, pages 491-505.

défaut de paiement, tel était le cas pour l'Argentine, en 2001, lorsqu'elle a déclaré l'impossibilité d'honorer sa dette de 100 milliards de dollars constitué de 152 obligations en 14 monnaies différentes. Plusieurs cycles de négociations eurent lieu pendant 15 ans avant que les créanciers n'eussent acté le défaut de paiement de l'Argentine⁶.

En fait, la complexité du marché de la dette, ainsi que la multitude des acteurs qui l'ont façonné (Banque Centrale Européenne, Banque Mondiale, Fond monétaire internationale, les États et les différents créanciers) rend les solutions en cas de faillite ou de défaut de paiement aussi complexes, car les réglementations internes et externes, ainsi que les clauses contractuelles deviennent obsolètes lorsque les différentes parties ne s'accordent pas à l'unanimité sur les compromis proposés, d'autant que la restructuration de la dette implique souvent l'échange des anciennes obligations contre de nouvelles à valeur plus faible mais à durée plus longue. Cela implique par conséquent une perte de profits pour les créanciers, notamment les privés comme les banques, qui répercutent les pertes sur les rendements de certains contrats souscrits par leurs épargnants⁷.

Ceci dit, la dette demeure exigible lorsque l'État et ses créanciers parviennent à un moratoire en fonction de la nature de la dette (obligataire, bancaire ou institutionnelle), car, comme il a été mentionné auparavant la dette est un emprunt duquel découle l'obligation de le rembourser quelle que soit la durée étant donné que les autorités publiques opteraient incontestablement pour un règlement amiable du litige que de subir l'exclusion du marché financier et perdre à jamais la confiance des créanciers ou de subir les sanctions internationales et des rétorsions économique. Cependant, ce sont souvent les États qui déclarent leur incapacité de paiement, à défaut, ce sont les agences de notation, à l'instar de SP Global Ratings, dont le rôle est d'évaluer la solvabilité de chaque État emprunteur, de déclarer un pays en défaut de paiement. L'État débiteur peut alors recourir aux institutions internationales si sa dette a été contractée auprès des banques ou sur le marché obligataire afin d'obtenir des emprunts ou des aides. À ce propos, il convient de noter que les plans de sauvetage des institutions internationales tels le FMI et la Banque Mondiale sont fréquemment accompagnés de mesures contraignantes rajoutant un nouveau désastre à ceux dont souffrent les populations des pays pauvres en particulier (libéralisation de certains secteurs économiques, coupes budgétaires dans les programmes sociaux, privatisation d'entreprises publiques, etc.) comme il a été le cas lors des programmes d'ajustement structurel des années quatre-vingt-dix. D'ailleurs des programmes spécifiques à destination des pays pauvres très endettés (PPTTE) ont été mis en place dans le but de prévenir le surendettement et contenir les dettes déjà contractées.

⁶ TV5 Monde : « Il y a 10 ans, l'Argentine faisait faillite », 19 déc 2011, <https://information.tv5monde.com/info/il-y-10-ans-l-argentine-faisait-faillite-6733>

⁷ Entretien d'Atlantico avec Sébastien Villemot : « Restructuration de la dette grecque en vue : mais au fait, qui sont ceux à qui Athènes doit aujourd'hui de l'argent », Atlantico, 15 juin 2017.

Par ailleurs, lorsque l'État se trouve sans aucun argent dans ses caisses, en l'occurrence, dans l'incapacité totale de rembourser une partie ou toute sa dette, dans ce cas la possibilité d'annuler la dette est évoquée car à la différence d'une entreprise, l'État ne peut cesser d'exister pour le seul fait qu'il soit en faillite ou en défaut de paiement, sauf que cette annulation n'est pas sans conséquences. Au-delà de la perte de crédibilité auprès des créanciers, l'État débiteur devient objet à de multiples sanctions (saisie d'actifs à l'étranger, représailles commerciales, etc). En fait, des guerres pour des dettes non payées ont souvent couronné l'histoire financière mondiale à commencer par les faux diamants du Canada, l'intervention militaire du second empire au Mexique, le sauvetage de l'Allemagne à la suite de la signature du Traité de Versailles, puis en 1953 lors de la signature des accords de Londres⁸.

Bien que jusque-là l'annulation d'une partie de la dette, et le rééchelonnement du reste à travers la restructuration, se soit avérée possible, une annulation de l'intégralité de la dette publique suscite beaucoup d'interrogations, car si les conséquences d'une telle procédure sur les banques commerciales et centrales sont limitées eu égard à leur pouvoir de créer de la monnaie, la question est plus complexe pour les États qui pourraient se voir imposer des mesures très contraignantes et des taux d'intérêts plus élevés par les fonds ou créanciers vultours s'ils venaient de nouveau à s'endetter sur le marché. Cette question se pose davantage dans les pays africains, principalement les pauvres, ces dernières années mais les créanciers privés s'opposent à une telle éventualité. Quant à l'Europe, les pays de l'Union parviennent généralement à trouver des issues plus ou moins consensuelles comme il a été le cas pour l'Espagne, le Portugal et la Grèce. Avec l'actuelle crise sanitaire, plusieurs pays de la zone se trouvent surendettés, la France notamment, multipliant ainsi les enjeux financiers et géoéconomiques de l'endettement dans l'Union Européenne.

III. Les enjeux financiers et géoéconomiques de l'endettement dans la zone euro :

Au départ, l'Union européenne a émergé en réaction à la seconde guerre mondiale pour garantir une paix durable entre les peuples européens. Mais, comme la plupart des guerres, et notamment au XX^e siècle, l'origine est essentiellement économique. La construction européenne depuis lors connue de nombreuses crises tout au long de son histoire. La situation ouverte par le Brexit, la question des migrants et sa gestion contestée, les ravages de la crise financière et monétaire de 2007-2008, sont chacune porteuse de conséquences qui ont été délétères pour l'Union. Mais surtout elles ont fait apparaître des fractures entre les États membres et au sein des populations, qui, aujourd'hui, n'ont jamais été aussi fortes.

⁸ Georges VALANCE : « 500 ans de défauts de paiement », Marianne Hors-Série, janvier 2021, pages 8-25.

La crise sanitaire mondiale déclenchée par la pandémie de coronavirus a jeté une lumière crue sur la capacité des pays européens à bien gérer le fardeau lié au sauvetage de leur économie en raison d'un décrochage sans précédent. Les déficits publics ont explosé et des programmes budgétaires colossaux ont été lancés pour soutenir en liquidité les ménages et les entreprises alors que nombre d'entre eux ont vu leurs revenus et leurs chiffres d'affaires chuter en raison des confinements. Il faut également mentionner la chute des recettes fiscales des gouvernements liés au plongeon de l'activité économique. Bien qu'il existe un large consensus parmi les économistes sur la nature des interventions requises, il n'en va pas de même pour les modalités de financement des États européens.

La santé n'est certes pas une prérogative européenne, mais cela montre à quel point le prisme national peut l'emporter, au moment les vieilles querelles Nord-Sud ont resurgis sur la solidarité financière et la proposition conjointe de plusieurs pays européens d'émettre des « coronabonds ». Si la Commission européenne a fini par émettre pour la première fois des obligations sociales pour un montant de 17 milliards d'euros en Octobre 2020, celle-ci ne s'est pas fait sans heurts. En effet, une telle émission impliquait inévitablement un partage des risques, et donc un transfert de ressources des pays vertueux (c'est-à-dire avec un faible niveau d'endettement par rapport au PIB, dont l'Allemagne et les Pays-Bas) vers des pays moins vertueux (avec un taux d'endettement élevé par rapport au PIB, dont l'Italie et la Grèce).

S'il est trop tôt pour se prononcer et de dire avec certitude que les plans de relances des pays européens permettront de rétablir la confiance, la question d'égale importance est, une fois n'est pas coutume, de savoir comment ils financeront ces dépenses. En effet, si les États européens sont pour l'heure autorisés à déroger aux règles budgétaires européennes, la réémergence probable de celles-ci après la crise laisse planer le risque qu'un niveau de dette jugé trop élevé redevienne un facteur de pression politique pour rétablir l'austérité budgétaire. C'est alors que plusieurs économistes, contre un accroissement aveugle de la dette, ont avancé la piste d'une annulation des dettes publiques nationales détenue par la BCE. Une autre solution, plus radicale, car éloignée de ce que permettent les traités (article 123 du TFUE), consisterait en une véritable monétisation de la dette. Monétiser une dette reviendrait à émettre de la monnaie sans contrepartie pour la financer, au lieu par exemple de contracter un emprunt. Contrairement au rachat à tour de bras des titres de dette sur les marchés financiers comme le fait actuellement la BCE, cela équivaldrait à un transfert direct de monnaie centrale libre de dette vers les États, sans en attendre le remboursement et donc de réaliser des dépenses sans faire augmenter la dette.

Autre point pas de moindre importance, celui des taux d'intérêts applicables sur le marché financier. Lorsque ces derniers sont élevés, l'État se confronte plus souvent à des difficultés ou défauts de paiement, car le service de la dette devient plus pesant d'autant plus que la dette et son service représentent le deuxième poste de dépenses dans le budget de l'État. Par

ailleurs, lorsque le taux directeur est négatif, l'État négocie à son avantage le remboursement de sa dette, qu'il n'estime plus urgente car les intérêts n'affectent pas ses dépenses contrairement au cas où les taux sont positifs ou relativement élevés.

En somme, l'effacement ou le rééchelonnement de la dette ne rime pas souvent avec prospérité économique, car les problèmes structurels persistent si les réformes nécessaires à la relance de la croissance et de la productivité ne sont pas entamées, tel est le cas de l'Argentine, du Liban ou de la Tunisie. Le manque de ressources propres (rente, industrie productive et diversifiée, etc.) amplifie la situation des États endettés pendant plusieurs années après la restructuration de leurs dettes.

De plus, la question de la pression fiscale reviendra certainement au sein du débat, particulièrement en Europe, à la suite de la déclaration de la Présidente de la BCE Christine Lagarde qu'une annulation de la dette est « inenvisageable », ce qui veut dire que l'institution financière européenne exclut catégoriquement toute annulation de la dette d'État qu'elle détient et qui s'élève à plus de 3000 milliards d'euros d'obligations souveraines. Christine Lagarde estime qu'une telle annulation constitue une violation du Traité européen, bien que la demande initiale ait été formulée par une centaine d'économistes et de personnalités européennes eu égard à la situation exceptionnelle à laquelle fait face la zone euro. En effet, en l'absence du mécanisme de démonétisation de la dette sur le court terme, ce sont les citoyens et les entreprises de cette zone qui assureront le remboursement de la dette à travers les impôts et les taxes, en sachant que la crise du Covid-19 a anticipé la faillite de nombreuses entreprises, qui jusqu'à aujourd'hui, survivent grâce aux aides publiques et aux fonds de solidarité mis en place depuis le début des premiers confinements. L'avenir est incertain non seulement pour les milliers de personnes et d'entrepreneurs qui sombrent dans la précarité, mais aussi pour les États qui ne trouvent d'autres issues pour financer leurs économies en dehors du recours à la dette, ce qui produit un effet boule de neige. Autrement dit, un endettement à vie hypothéquant des générations qui ne sont pas encore nées.