

REGARDS CROISÉS
SUR L'ÉCONOMIE

Faut-il rembourser la dette publique ?



Faut-il
rembourser
la dette
publique ?

Afin de rendre accessibles à tous les grandes questions économiques, la revue *Regards croisés sur l'économie* livre tous les six mois une synthèse rédigée par les meilleurs spécialistes des sciences sociales, claire, didactique et bien documentée.

Comité scientifique : Michel Aglietta, Philippe Askenazy, Louis Chauvel, Brigitte Dormont, Pierre-Yves Geoffard, Guy Gilbert, Pierre-Cyrille Hautcœur, Jacques Le Cacheux, Éric Maurin, André Orléan, Bruno Palier, Pierre Picard, Alain Trannoy.

Rédactrice en chef : Asma Benhenda.

Coordinateurs du numéro : Julien Bouvet et Antoine Imberti.

Comité de rédaction : Sarah Andrieux (1987-2009), Maylis Avaro, Adam Barbe, Christine Cai, Martin Chabert, Jeanne Commault, Mathilde Ducruix, Marine Duros, Flavien Ganter, Emile Geoffroy, Sébastien Grobon, Emma Hooper, Sandra Pellet, Frédéric Salin, Daphné Skandalis, Arthur Souletie, Youssef Souidi.

Coordination technique : Tiphaine Jahier.

Numéros déjà parus :

- « Quelle fiscalité pour quels objectifs ? », n° 1, mars 2007.
- « Bientôt privés de services publics ? », n° 2, septembre 2007.
- « Comprendre la finance contemporaine », n° 3, mars 2008.
- « Pour en finir avec la pauvreté », n° 4, septembre 2008.
- « Au chevet de la santé », n° 5, avril 2009.
- « Les économistes peuvent-ils sauver la planète ? », n° 6, novembre 2009.
- « Le choc des générations », n° 7, mai 2010.
- « Économie politique des migrations », n° 8, novembre 2010.
- « Pour sortir de la crise du logement », n° 9, mai 2011.
- « Repenser l'économie », n° 10, février 2012.
- « L'Europe après la crise », n° 11, juin 2012.
- « L'école, une utopie à reconstruire », n° 12, mars 2013.
- « L'adieu au chômage. Non, les politiques n'ont pas tout essayé », n° 13, septembre 2013.
- « Lumière sur les économies souterraines », n° 14, mars 2014.
- « Peut-on faire l'économie du genre ? », n° 15, septembre 2014.
- « L'université désorientée », n° 16, octobre 2015.

Pour suivre l'actualité de la revue et s'abonner : www.rce-revue.com

Le prochain numéro de *Regards croisés sur l'économie* sera consacré au thème de l'économie politique.

Regards croisés sur l'économie
n° 17

Faut-il rembourser la dette publique ?



La Découverte

9 bis, rue Abel-Hovelacque
75013 Paris

Si vous désirez être tenu régulièrement informé de nos parutions, il vous suffit de vous abonner gratuitement à notre lettre d'information bimensuelle par courriel, à partir de notre site

www.editions-ladecouverte.fr

où vous retrouverez l'ensemble de notre catalogue.

ISBN 978-2-7071-8806-9

En application des articles L. 122-10 à L. 122-12 du code de la propriété intellectuelle, toute reproduction à usage collectif par photocopie, intégralement ou partiellement, du présent ouvrage est interdite sans autorisation du Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC, 20, rue des Grands-Augustins, 75006 Paris). Toute autre forme de reproduction, intégrale ou partielle, est également interdite sans autorisation de l'éditeur.

© Éditions La Découverte, Paris, 2016.

Sommaire du n° 17

La banqueroute des deux tiers 9

Éditorial 12

Introduction : La dette publique aujourd'hui
Guntram WOLFF 14

Partie I – Qu'est-ce que la dette publique ?

*Infographie : Augmenter ou réduire la dette
publique ? 20*

Encadré : Comment mesure-t-on la dette publique ? 22

1. La dette des ménages comme solution ?,
Laure LACAN 26
2. Les sociétés sans dette publique sont-elles
des sociétés sans État ?, Christophe DARMANGEAT 39
3. Les origines et défis des marchés de dette
publique : bénédiction ou malédiction,
Juan FLORES 52
4. La dette publique, un problème politiquement
construit ?, Julien DUVAL 67

Encadré : La dette écologique 79

Partie II – Quelles sont les conséquences de la dette publique ?

Encadré : À quoi sert la dette publique ? 84

5. **Les gouvernements doivent-ils réduire la dette publique ?**, Raphaël A. ESPINOZA, Atish R. GHOSH et Jonathan D. OSTRY 88

6. **Quelles sont les causes et les conséquences d'un défaut sur la dette publique ?**, Jean-Pierre ALLEGRET 101

Encadré : Quels effets de la dette publique sur la croissance ? 117

7. **En quoi la politique monétaire affecte-t-elle le coût de la dette publique ? Le cas des taux d'intérêt négatifs**, Agnès LABYE 120

Encadré : Quels sont les effets d'une union monétaire sur la dette publique ? 133

8. **La dette publique peut-elle être source d'aléa moral ? Le cas des emprunts structurés des collectivités territoriales**, Boris VALLÉE 137

Encadré : Qui détient la dette publique ? 142

9. **Quels effets redistributifs de la dette publique ?**, Pierre-Yves CUSSET 147

Partie III – Comment sortir de la dette publique ?

10. **Comment diminuer le coût du désendettement public ?**, Xavier DEBRUN 160

11. **La dette publique comme produit du capitalisme financier**, Henri STERDYNIAK 173

Encadré : La discrète mue idéologique du Fonds monétaire international 187

12. **Qui va supporter le coût de la réduction des taux d'endettement publics ?,**
Patrick ARTUS et Isabelle GRAVET 191
13. **Quelle voie suivre pour renforcer les processus de restructuration de dette souveraine ?,** Pierre BARDIN 203
14. **De l'explosion de la dette publique au défaut. Anatomie de la crise russe de 1998,**
Jacques SAPIR 215

Encadré : La crise de la dette grecque 227
15. **L'endettement des pays à faible revenu et l'architecture financière internationale,**
Marc RAFFINOT 230

La banqueroute des deux tiers

*Le dernier défaut sur la dette publique en France
eu lieu le 30 Septembre 1797. Dominique
Ramel ministre des finances du Directoire fait voter une loi qui
annule les deux tiers de la dette. L'État ne remboursera que le Tiers
consolidé. « J'efface les conséquences des erreurs du passé pour
donner à l'État les moyens de son avenir ». On peut imaginer ainsi
quels auraient été les termes du débat à cette époque.*

Reubell

Jamais de périls si graves n'avaient tant menacé la France que l'inflation galopante de la dette publique ! Le salut de l'État l'exige, il faut rembourser la dette ! Chaque emprunt nouveau accroît encore les intérêts qui pèsent sur l'avenir du pays. La dette s'alimente elle-même, et croît dans l'exacte mesure de la défiance des créanciers. Voulez-vous sauver la France ? Il faut rembourser la dette.

Ramel

Je m'étonne, monsieur le directeur, que vous fassiez tel cas d'un si maigre souci. La moindre dose de bon sens suffit pour démontrer qu'un débiteur s'enrichit toujours en ne payant pas ce qu'il doit. Que ne voulez-vous cesser de faire grandir les dettes quand toute la bourgeoisie n'a jamais été tant avide d'obligations du trésor public ? Et ces milliards qu'il faudrait leur donner, ne seraient-ils mieux employés dans l'industrie ? Dans les opéras ? Dans tous ce qui fait la félicité de la France plutôt que de courir un infini relai entre vos comptes et ceux des banques ? Relai dans lequel vos banquiers perçoivent de l'État l'équivalent d'une taxe qui excède de loin le prix de leurs impôts. Voilà Monsieur la véritable source des malheurs publics : La banque je la ferme ! Les banquiers je les enferme !

Reubell

Un banquier est déjà suffisamment déshonoré d'avoir donné sa confiance à un mauvais payeur, ce serait le punir hors les bornes en lui imposant la prison pour prix de sa naïveté. La dette sans doute décuple les plaisirs, et porte jusqu'à croire qu'on peut légitimement vivre au-delà de ses moyens. Mais la raison est bien ce qui règle l'argent ! Et si nous voulons longtemps profiter des capitaux des créanciers c'est la raison qui doit guider les comptes publics ! Rationnaliser le budget, chasser la dépense inutile ou inefficace. C'est le choix de la soutenabilité de notre dette public. C'est le choix de la confiance !

Barras

Messieurs, vous proposez l'un, l'autre, deux issues qui regardent moins la vérité que la société que nous voulons fonder. Afin de poursuivre votre débat je vous invite à la découverte des tout derniers résultats de la recherche en sciences sociales et, ce faisant, nous dessinerons des pistes concrètes et ambitieuses pour repenser notre dette et nos finances publiques.

JULIEN BOUVET (RCE)

Éditorial

La dette publique n'est pas un enjeu nouveau, nous le voyons dans ce dialogue fictif entre Ramel et Reubell, mais déjà au XIII^e siècle, Saint Louis s'interrogeait sur l'opportunité de rembourser les banquiers génois qui avaient financé sa croisade. Aujourd'hui compte tenu de la place incontournable de l'État dans l'économie, un défaut aurait cependant des conséquences considérables, bien plus que le *Tiers consolidé* ou les caprices de Saint Louis.

Qu'est-ce que la dette publique ? Rappelons-le d'abord, un État n'est pas un ménage. La manière de traiter sa dette ne saurait se réduire à un objectif d'équilibre budgétaire. Dès lors, quelles sont les conséquences de la dette publique ? Une politique budgétaire se justifie toujours par les effets attendus à long terme. Emprunter c'est transférer de l'argent du futur vers le présent, c'est donc engager sa responsabilité devant les populations futures comme les décideurs futurs. Ainsi, selon la dette contractée il faut comprendre comment il est possible de sortir de la dette publique.

Le débat entre tenants de la rigueur et ceux de la dépense publique est aujourd'hui un enjeu central. La métaphore

est filée entre les orthodoxes, majoritaires, garants de la « bonne » interprétation des théories économiques. Et ceux, moins audibles, pudiquement qualifiés d'hétérodoxes (pour ne pas dire « hérétiques ») qui jugent que la dépense publique doit soutenir l'économie même quand la dette est élevée.

Nul ne saurait affirmer qu'il n'existe qu'une voie raisonnable, la "bonne solution". L'explosion des déficits publics et les trajectoires de moins en moins contrôlées des budgets nationaux impliquent aujourd'hui comme demain des choix politiques douloureux.

Il s'agit, en vérité, d'un problème profondément politique au sens le plus noble. Quel choix pour la cité ? Quelle société voulons-nous ?

Ce numéro de *Regards Croisés sur l'Économie* tâche de vous donner les moyens de former une opinion éclairée sur les politiques budgétaires menées actuellement en Europe. Dans cette synthèse inédite nous avons essayé de donner la parole à toutes les pensées de la recherche en sciences sociales. Comprendre la dette publique, c'est comprendre une question fondamentale qui modèle les politiques publiques présentes et futures.

JULIEN BOUVET (RCE)

Introduction : La dette publique aujourd'hui

ENTRETIEN AVEC GUNTRAM WOLFF
directeur du think tank Bruegel

La crise financière de 2008 s'est traduite par une hausse significative de la dette publique dans la plupart des pays développés. Les épisodes d'augmentation de l'endettement public sont courants au XX^e siècle, à la suite de guerres (Première et Seconde Guerres mondiales) ou de crises économiques (Grande Dépression, chocs pétroliers). À ces épisodes succédait généralement une période de baisse rapide de la dette publique. Par exemple, sur la période 1946-1960, l'endettement moyen des États de l'actuel G20 passe de 150 à 50 % du

PIB environ. Aujourd'hui, à l'inverse, la préoccupation semble davantage de ralentir le rythme de consolidation budgétaire et de réduction de la dette publique. Comment expliquer cette évolution ?

Suite à la Seconde Guerre mondiale, le ratio de la dette publique rapportée au PIB des pays européens a été réduit rapidement grâce à de forts taux de croissance du PIB, ceux-ci étant dus au rattrapage des pays ravagés par la guerre. Au contraire, les taux d'endettement ne sont pas tombés aussi vite suite aux chocs pétroliers des années 1970.

La question la plus importante concerne la nature des chocs : s'agit-il de chocs d'offre ou de demande ? Les chocs pétroliers étaient clairement des chocs d'offre, et en conséquence une expansion budgétaire était la mauvaise réponse et amena à une augmentation de l'inflation et de la dette. À l'inverse, il existe aujourd'hui une insuffisance de demande, comme l'indiquent les bas taux d'intérêts réels, et une politique budgétaire plus accommodante pourrait se justifier. Certains pays présentent toutefois un niveau d'endettement déjà élevé, ce qui limite leur marge de manœuvre budgétaire.

Il convient donc de mener des politiques différenciées : une réduction de la dette privée est nécessaire, par exemple à travers l'assainissement du système bancaire, de même que des réformes structurelles pour encourager l'investissement privé, ainsi qu'un plan d'investissement européen (car le plan Juncker n'est pas suffisant). Mais les pays qui disposent d'une marge de manœuvre budgétaire ne devraient pas hésiter à emprunter afin d'investir dans les infrastructures publiques.

La zone euro a été conçue suivant un principe de non solidarité entre les États membres. Le traité de Maastricht dispose ainsi que la Banque centrale

européenne ne peut pas accorder de prêts aux gouvernements des États membres. Un tel principe ayant peu de chance d'être respecté lorsque la dette publique atteint un niveau insoutenable, il convenait d'établir des règles limitant le niveau de la dette publique. Ce fut chose faite avec le Pacte de stabilité et de croissance, mais les règles n'ont pas été respectées, d'abord en 2003, puis après la crise financière de 2008. Un projet de zone monétaire sans possibilité de prêt aux États par la banque centrale était-il raisonnable ?

La zone euro se trouve entre deux équilibres possibles. La première possibilité est un équilibre dans lequel le principe de non-solidarité est appliqué : dans ce cas, les pays fortement endettés pourraient et devraient faire défaut une fois leur dette devenue insoutenable. Il n'y aurait pas de transferts entre les pays de la zone euro. La deuxième possibilité est une union au sein de laquelle la gestion de la dette est centralisée, avec possiblement des taux d'endettement nationaux à des niveaux réduits, sur lesquels chaque pays pourrait faire défaut.

On se trouve à présent plus proches du premier que du deuxième équilibre. Suite à l'introduction du mécanisme européen de stabilité (MES), il existe une possibilité de prêt à des États en cas de crise de liquidité. Cependant, le MES n'a pas vocation à intervenir dans le cas d'une dette insoutenable. Si le soutien à la liquidité du MES n'est pas suffisant, la Banque centrale européenne peut intervenir avec les opérations monétaires sur titres (OMT en anglais, *Outright Monetary Transactions*), ce qui requiert un programme MES, nécessairement accompagné d'une analyse de la viabilité de la dette.

Tout ceci est valide théoriquement, et une banque centrale agissant comme prêteur de dernier ressort est nécessaire |

afin d'éviter un manque de coordination sur les marchés et un mauvais équilibre. Cependant, en pratique, l'évaluation de la solvabilité d'un pays n'est pas une science exacte, particulièrement car celle-ci dépend de choix politiques. De plus, dans le cas de la Grèce, les évaluations de la solvabilité de la dette ont été intentionnellement ignorées à faveur d'intérêts financiers. Par conséquent, la situation demeure instable.

Depuis la demande d'assistance de la Grèce en mai 2010, les États de la zone euro ont alterné entre aide financière aux États en difficulté et mesures punitives. Par exemple, peu après le premier plan d'aide à la Grèce, le président français Nicolas Sarkozy et la chancelière allemande Angela Merkel ont déclaré, en octobre 2010, que toute restructuration de dette souveraine dans un État de la zone euro impliquerait les créanciers privés, ce qui s'est traduit par une hausse immédiate des taux d'intérêt sur les dettes grecque, irlandaise et portugaise. Ce type de stratégie punitive, s'il vise à rendre plus crédibles les règles budgétaires, est également très coûteux pour les États fautifs. Est-ce la seule manière de rendre plus crédible le Pacte de stabilité ?

L'accord de Deauville d'octobre 2010 cherchait à manifester l'attachement des dirigeants français et allemand au respect de la « clause de non-renflouement » des traités européens, en faisant de la restructuration une condition préalable à l'assistance financière. La restructuration de la dette est un élément nécessaire à une union monétaire sans union budgétaire. Cependant, le fait d'en faire une condition préalable à l'aide financière ignore les problèmes de liquidité

qui peuvent survenir sur les marchés des obligations souveraines. Et, en effet, les taux sur les titres de dette publique des pays périphériques de la zone euro ont augmenté suite à l'accord de Deauville.

La crédibilité du Pacte de stabilité et de croissance n'est pas qu'une question de discipline de marché, il s'agit finalement d'une question de souveraineté : tant que les dépenses publiques, les impôts, et le déficit des administrations publiques restent des décisions des parlements nationaux, les traités européens ne peuvent influencer les décisions budgétaires que de manière limitée, ce qui ne permet pas de garantir le respect du Pacte de stabilité et de croissance. En cela, l'union monétaire demeure incomplète.

Le 14 août 2015, les ministres des Finances de la zone euro ont donné leur accord pour un troisième plan d'aide à la Grèce, avec un prêt du Mécanisme européen de stabilité qui devrait atteindre 86 milliards d'euros d'ici 2018. Ce prêt est la contrepartie d'un plan de consolidation budgétaire rapide, devant conduire à un excédent primaire dès 2016, et de réformes structurelles. Ce plan permettra-t-il de limiter au mieux les coûts du désendettement, à la fois pour la Grèce et pour les autres États de la zone euro ?

Ce troisième programme a été conclu après de longues et pénibles négociations politiques, au cours desquelles les questions de la dette publique et de réformes ont occupé une place centrale. La stratégie de négociation de la Grèce était peu sensible aux réalités politiques du reste de l'union monétaire. Au lieu de donner la priorité à une réforme, par exemple l'imposition des fraudeurs fiscaux

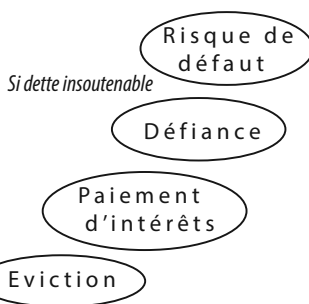
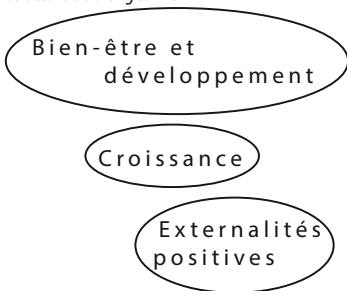
apparaissant dans la « liste Lagarde », et de négocier un allègement de la dette une fois cette réforme mise en œuvre de manière crédible, le gouvernement grec pensait qu'il pouvait parier sur un allègement de la dette sans aucun signe de bonne volonté ultérieur. Le résultat fut un programme qui ne résout pas le problème fondamental : des besoins de refinancement de la dette très élevés après 2020. Il est essentiel que toutes les futures négociations aboutissent à des besoins de refinancement faibles pour la Grèce, ainsi que des excédents primaires plus faibles. Entre-temps, la Grèce doit évidemment poursuivre ses efforts pour moderniser le pays et réformer l'État. Il y a encore un degré d'incertitude élevé sur ces deux plans, et c'est la raison pour laquelle une sortie de la zone euro reste une possibilité.

Propos recueillis par ANTOINE IMBERTI (RCE)

Augmenter ou réduire la dette publique ?

SÉBASTIEN GROBON (RCE)

*Si investissements
structurels de long terme*

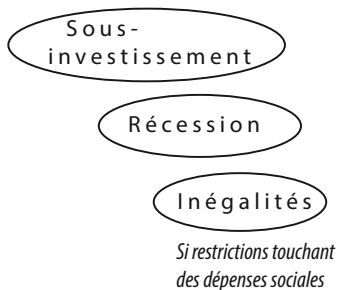
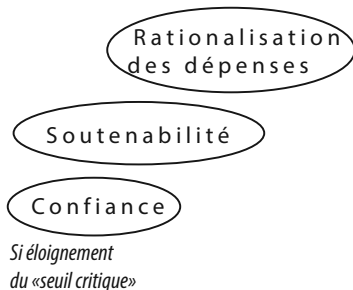


Augmentation

Effets positifs

Effets négatifs

Diminution



Première partie

*Qu'est-ce que la dette
publique ?*

Comment mesure-t-on la dette publique ?

JULIEN BOUVET (RCE)

Selon la définition choisie pour distinguer la dette publique de ce qui n'en est pas, on obtient des différences significatives qui interrogent sur la pertinence des mesures de la dette. En effet, les États n'emploient pas tous les mêmes méthodes pour calculer la dette souveraine.

La dette au sens de Maastricht

En zone euro, le traité de Maastricht a défini précisément le mode de calcul. La dette publique notifiée couvre l'ensemble des administrations publiques. Elle ne comprend pas l'ensemble des passifs mais uniquement les numéraires et dépôts, et les titres autres qu'actions (les bons du Trésor, les obligations assimilables au trésor). Cette définition exclut les produits dérivés et les autres comptes à payer. C'est une dette brute, on ne soustrait pas aux éléments du passif les actifs financiers des administrations publiques. Elle est consolidée : sont donc exclus du calcul les éléments de dette d'une administration détenus par une autre administration. Enfin elle est évaluée en valeur nominale, c'est-à-dire la valeur de remboursement du principal. Ainsi, les intérêts courus non échus ou les fluctuations des cours des titres ne sont pas compris dans l'évaluation des instruments alors que la réévaluation de la valeur de remboursement des titres indexés sur l'inflation est prise en compte. Selon cette

définition, la dette publique française s'élevait au 31 juillet 2015 à mille cinq cent soixante-dix milliards d'euros.

La dette aux États-Unis

Le Bureau de l'administration fiscale américain (Bureau of fiscal service), toutefois, tient compte des intérêts payables de la dette. Ainsi, si on calcule la dette américaine selon la méthode du traité de Maastricht on obtient une somme un peu inférieure aux dix-neuf mille six cent trente milliards de dollars reconnus par l'administration fédérale.

Comparaisons internationales

Lors de comparaisons internationales, il faut être conscient de ces différences pour tirer des conclusions. De la même manière, calculer la dette en terme nominal peut amener à biaiser les résultats sur longues périodes quand les zones monétaires sont soumises à l'inflation et à l'évolution des taux de change (si on exprimait la dette française en dollars comme la dette américaine on obtiendrait un chiffre nettement supérieur). On ramène donc la dette à la valeur nominale du PIB, qui supprime l'effet de l'inflation et de change, pour ne pas biaiser les comparaisons inter-temporelles. Mais là encore les pays ne calculent pas tous le PIB uniformément (faut-il par exemple y intégrer l'économie informelle ?).

Ces deux méthodes cependant se rejoignent en ce qu'elles excluent les dettes entre administrations d'un même état. Au sein des économistes, il n'y a pas consensus pour rejeter cette dette.

La dette implicite

La mesure de Maastricht ne tient pas compte, enfin, de la dette implicite que représentent les engagements futurs de l'État providence. Les retraites des fonctionnaires représentent plusieurs centaines de milliards d'euros que l'État devra verser mais dont on ne tient pas compte dans le calcul de la dette. Cette exclusion n'est pas une évidence, en effet depuis la réforme de la comptabilité gouvernementale de 1998 le gouvernement du Québec comptabilise intégralement le montant dû aux régimes de retraite de la fonction publique au sein de sa dette publique. Mais là encore, il est difficile de mesurer avec précision les retraites qui seront versées d'ici dix ans.

Même au sein des pays du traité de Maastricht, il n'est pas toujours pertinent de comparer deux rapports dette/PIB car il ne s'agit pas d'une comparaison *ceteris paribus* toutes choses égales par ailleurs. Le taux d'épargne français n'est pas le taux d'épargne italien, la dette ne se trouve pas entre les mêmes mains.

Dès lors, quand la mesure est sujette à la subjectivité du statisticien et que les comparaisons internationales perdent en pertinence, quel intérêt aux chiffres de la dette ? La définition de Maastricht a au moins l'avantage de déterminer une valeur minimum de la dette publique, il y a donc un consensus pour dire que la dette est au moins celle que calcule l'Insee. Si la définition est choisie arbitrairement, les évolutions de la dette selon cette définition sont objectives. On peut dès lors tirer des conclusions unanimes sur les effets des différents niveaux de dettes une fois qu'une définition, même très insatisfaisante, a été posée.

Bibliographie

- CHOURAQUI J.-C., JONES B., MONTADOR R. (1986), « La dette publique dans une perspective à moyen terme », *Revue économique de l'OCDE*, no. 7, pp. 112-167.
- JOANIS M., MONTMARQUETTE C. (2004), « La dette publique : un défi prioritaire pour le Québec », *Choix*, vol. 10, no. 9.
- KRUGMAN P. (2010), « Bad analysis at the deficit commission », *The New York Times*.

La dette des ménages comme solution ?

LAURE LACAN

chercheuse associée au Centre Émile Durkheim

Résumé

Le crédit aux ménages est progressivement devenu une solution pour différents acteurs, dont les pouvoirs publics : une façon de soutenir l'industrie nationale dans les années 1950 puis les banques dans les années 1980. Face au développement de l'endettement, la procédure de surendettement a été constituée comme une simple médiation entre particuliers et créanciers, de manière à ce que les difficultés de paiement ne se transforment pas en un poids supplémentaire pour l'aide sociale. L'impact de ces processus d'endettement des particuliers est cependant mal connu et difficile à appréhender. Outre le risque de transfert de la dette privée à la dette publique dans les périodes de récessions, il comporte des risques politiques et sociaux. En effet, les transformations du crédit et du surendettement se sont effectuées dans un cadre normatif non stabilisé, flou et contradictoire du point de vue des particuliers.

Abstract

Household credit has slowly become a solution in the eyes of various players. It became a way for public authorities to support domestic industry in the 1950s and then the banking sector in the 1980s. Facing the growing indebtedness of some households, the government established a procedure for handling overindebtedness. It was designed as nothing

more than mediation between creditors and debtors, so that difficulties in debt repayment would not be turned into an additional weight for welfare policies. However the impact of these processes remains little known and is difficult to grasp. In addition to the transfer of debt from the private sector to the public sector during recessions, it carries political and social risks. Indeed, the transformations of the credit market and the overindebtedness procedure have taken place in an unstabilized normative framework, which remains unclear and inconsistent to debtors.

Depuis une trentaine d'années, les pays développés connaissent à la fois un faible niveau d'inflation et une hausse de l'endettement des agents non financiers, qu'il s'agisse de l'État, des ménages ou des entreprises non financières¹. La question de la dette publique est ainsi à resituer dans le phénomène plus large d'un endettement croissant caractéristique du capitalisme financiarisé. Selon le contexte national, l'endettement a pris une forme différente. En France, l'endettement des ménages a crû à la même vitesse que la dette publique ou la dette des entreprises. Il reste assez peu important en pourcentage de PIB comparé aux États-Unis, au Royaume-Uni, au Canada ou à l'Allemagne. En particulier, l'endettement lié au crédit à la consommation est plus faible : comme ailleurs, cette pratique s'est diffusée dans les années 1970 à 1990, mais l'endettement des ménages hors crédit immobilier reste en France moins important que dans d'autres économies similaires, au point qu'un développement accru du crédit à la consommation ait

1 Benjamin Carton, « Dette et croissance », *L'économie mondiale 2014*, La découverte, collection Repères.

pu être présenté comme une solution pour relancer l'activité économique et soutenir les ménages. Ainsi, à la veille de la crise des *subprimes*, le candidat à la présidentielle N. Sarkozy proposait-il de favoriser le développement du crédit à la consommation en instaurant des mécanismes de recharge hypothécaire, sur le modèle américain.

À partir du cas français, il s'agit ici d'examiner les caractéristiques et implications de l'endettement des ménages par le recours au crédit à la consommation. Dans quelle mesure peut-il constituer une solution du point de vue des pouvoirs publics, à l'heure où l'on prône la réduction de la dette publique ? Depuis les années 1980, son développement a permis de soutenir la demande en contexte de modération salariale, mais il présente des risques macroéconomiques puisque les crises financières entraînent souvent un transfert de dette de la sphère privée à la sphère publique. Dans cet article, la dette des ménages est appréhendée sous un autre angle, à partir de la sociologie du crédit qui s'est développée ces dix dernières années, qui permet d'identifier d'autres risques, d'ordre social ou politique. En puisant dans ces travaux récents, il est possible de caractériser la place prise par la dette des ménages dans le mode de régulation économique et social actuel. Dans cet article, nous traiterons essentiellement du cas français.

Les pouvoirs publics et le crédit aux particuliers

Entre les années 1950 et les années 1980, le crédit à la consommation est progressivement devenu une solution légitime, autorisée puis encouragée par l'État : solution pour soutenir le développement de l'industrie nationale dans l'après-guerre ; solution pour soutenir le développement

Encadré : le crédit à la consommation

Le crédit immobilier qui donne lieu à des encours plus importants et joue souvent un rôle particulier dans les crises financières, a fait l'objet d'une attention plus grande. Pour cette raison et parce qu'il connaît un régime juridique et fiscal différent, nous nous concentrerons sur le crédit à la consommation, longtemps négligé par les sciences sociales.

Le crédit à la consommation joue un rôle particulier dans les processus d'endettement. En 2014, en France, 2 677 712 personnes étaient inscrites au FICP (Fichier des Incidents de remboursement des Crédits aux Particuliers), parmi lesquels seulement 6,74 % y figuraient suite à un défaut de paiement sur un prêt immobilier¹. Entre janvier 2010 et décembre 2014, 980 779 dossiers ont été déclarés éligibles aux procédures de traitement du surendettement ; les crédits à la consommation sont présents dans 85 % des dossiers (les crédits immobiliers dans moins de 13 % des dossiers). Cette forte représentation des crédits à la consommation est liée à la procédure de surendettement, sans doute moins attractive pour les débiteurs possédant un bien immobilier, mais aussi au rôle désormais joué par les crédits à la consommation dans l'économie domestique, notamment en milieu populaire.

Par crédit à la consommation, on entend le crédit non immobilier, dont l'encadrement juridique est défini par le code de la consommation. L'expression est trompeuse car l'essentiel du crédit à la consommation distribué est aujourd'hui non affecté. Rien ne permet d'affirmer que les prêts servent à financer des biens de consommation : ils peuvent combler une trésorerie en déficit, racheter un autre prêt, financer des travaux ou la construction d'une maison à l'étranger. Il faudrait le penser sur le mode de l'expression anglaise de « consumer credit » comme un crédit *du* consommateur².

1 Données : Banque de France.

2 La remarque est faite par Hubert Balaguy, *Le crédit à la consommation en France*, Presses Universitaires de France, collection Que sais-je ?, 1996.

des banques dans le contexte nouveau d'un capitalisme financiarisé.

Dans l'après-guerre, le marché du crédit « à la consommation » est fortement régulé. Les pouvoirs publics attribuent au compte-goutte l'autorisation de financer l'achat de biens de consommation à quelques établissements spécialisés, les premiers étant Cetelem et Sofinco. Jusqu'aux années 1960, l'encadrement peut être qualifié de « malthusien³ » dans la mesure où il freine le développement du marché, ce qui se traduit par un endettement moindre des ménages français par comparaison avec ceux des pays européens voisins et a fortiori des ménages américains. Les craintes exprimées par les experts ou élus en charge de la question sont d'ordre économique (la crainte de l'inflation) et moral (ne pas encourager l'imprévoyance des consommateurs). C'est dans le but de soutenir l'industrie nationale que le marché du crédit à la consommation est finalement institué et soutenu : il s'agit de développer la demande intérieure autrement que par une augmentation des salaires. L'enjeu se renforce avec la concurrence accrue liée à l'intégration européenne.

La configuration actuelle du marché du crédit à la consommation se dessine à partir des années 1970 lorsque les banques, qui jusque-là se méfiaient du caractère populaire du crédit à la consommation, associé à la pauvreté et à l'intempérance, commencent à proposer des prêts personnels – c'est-à-dire des prêts non affectés. Le développement d'une société salariale et la bancarisation organisée des ménages à partir de 1973 font des services bancaires aux particuliers un marché rentable : les banques prêtent désormais non plus en fonction du patrimoine mais des revenus prévisibles des salariés. Mais

3 Sabine Effosse, *Le crédit à la consommation en France, 1947-1965*, Comité pour l'histoire économique et financière de la France, 2014.

c'est surtout à partir des années 1980 que la libéralisation du secteur bancaire et le désencadrement du crédit permettent aux banques d'investir largement le marché des services aux particuliers, alors qu'elles sont concurrencées par les marchés financiers sur le terrain du financement des entreprises.

Face au surendettement, la solution de la procédure de surendettement

La période allant des années 1980 à la première moitié des années 1990 peut être considérée comme une période d'expérimentation, à la fois pour les prêteurs et pour les pouvoirs publics. Le crédit à la consommation se diffuse dans les deux dernières décennies du XX^e siècle sous plusieurs formes : prêt affecté, mais surtout prêt personnel, et prêt renouvelable (ou *revolving*) – importé des États-Unis par Cofidis à la fin des années 1980⁴. L'augmentation des possibilités d'emprunt bancaire pour les particuliers se traduit par des impayés en nombre croissant, et des situations que l'on qualifie de plus en plus souvent de surendettement. Si les prêteurs soulignent que les débiteurs en difficulté constituent une petite minorité des emprunteurs, les archives et l'observation montrent les tâtonnements des créanciers dans la gestion du risque de crédit, des modalités d'octroi du prêt jusqu'aux pratiques de recouvrement, que l'on voit se formaliser progressivement au cours des années 1990. Bien que les sociologues prennent rarement le crédit comme objet avant les années 2000, la thématique apparaît de manière récurrente dans les ethnographies en milieux populaires. Pour certains élus locaux, les difficultés de remboursement de particuliers deviennent

4 Hélène Ducourant, « Le crédit revolving, un succès populaire. Ou l'invention de l'endetté permanent ? », *Sociétés contemporaines*, 76, 2009, pp. 41-65.

alors un problème pratique : comment limiter la distribution d'aides sociales à des d'électeurs qui sont endettés auprès de banques dotées de moyens importants pour recouvrer leurs dettes ? Le crédit et l'endettement ne sont pas des phénomènes nouveaux, mais ils prennent des formes spécifiques à la fin du vingtième siècle : à l'issue d'une monopolisation progressive du prêt par les banques et établissements spécialisés, au détriment du crédit des commerçants⁵, les particuliers se retrouvent dans une position fortement asymétrique face à des organismes puissants, en mesure de faire exécuter les contrats sur tout l'espace national. Les travailleurs sociaux sont désarmés face à des salariés qui ne correspondent pas aux critères habituels de l'aide sociale mais dont les revenus sont grevés par les remboursements d'emprunt : de quelle manière et jusqu'à quel point faut-il les aider ?

À la fin du vingtième siècle, la plupart des pays industrialisés se dotent d'une procédure (judiciaire ou administrative) de traitement des difficultés de remboursement des particuliers, ou réforment les modes de prise en charge existants. Selon les pays, il peut s'agir d'un accompagnement des débiteurs et d'un aménagement de leurs dettes ou de procédures de faillites civiles, permettant un effacement des dettes. Le phénomène, considéré comme nouveau, fait l'objet de débats en France, qui aboutissent à la mise sur pied de la procédure de surendettement à la fin de l'année 1989. Il s'agit d'une procédure administrative aménageant les modalités de remboursement sous la forme de plans de désendettement et permettant une suspension des mesures d'exécution. À partir de là, le terme de « surendettement » se diffuse. À l'occasion

5 Gilles Laferté, Martina Avanza, Marion Fontaine, Etienne Pénissat, « Le crédit direct des commerçants aux consommateurs : persistance et dépassement dans le textile à Lens (1929-1970), Genèses, n°79, 2010, pp. 26-47.

de quelques faits divers et des réformes régulières de la procédure (en 1995, en 1997, 2003 et 2010), le surendettement devient un lieu commun du débat public.

La procédure de surendettement constitue une solution à moindre coût pour l'État puisqu'il s'agit d'une simple médiation entre débiteurs et créanciers. Il n'est pas question d'aider financièrement les débiteurs, mais de les protéger de modes de recouvrement trop agressifs et de les aider à retrouver la maîtrise de leur budget grâce à des plans organisant le remboursement progressif de l'ensemble des créanciers. En même temps que la procédure, des outils de connaissance du problème sont institués : l'Observatoire des crédits aux ménages produit une enquête annuelle permettant d'estimer la part de ménages connaissant des difficultés liées à des emprunts. Une forme de régulation du crédit des particuliers se met en place, qui permet de contenir les effets économiques et sociaux de l'endettement des ménages.

***Observer la fabrique de la dette :
la difficile mesure de l'impact
de la procédure de surendettement***

Dans quelle mesure la procédure a-t-elle véritablement un effet sur les trajectoires d'endettement des particuliers ? Il est difficile d'évaluer son impact, aussi bien sur la forme et les techniques de recouvrement que sur les montants d'endettement des particuliers. Dans l'ensemble, les réformes successives de la procédure sont allées dans le sens de possibilités croissantes d'allègement des dettes : possibilité de baisser le taux d'intérêt contractuel, voire de le rendre nul, possibilités d'effacer tout ou partie de l'encours. L'invention de la procédure de surendettement devrait donc avoir limité le niveau total de surendettement. En particulier,

la réforme de 2003 a instauré une « procédure de rétablissement personnel » permettant aux débiteurs à la situation jugée « irrémédiablement compromise » de bénéficier d'un effacement total de leurs dettes. Cependant, même en l'absence de procédure collective de recouvrement, les créanciers abandonnent les poursuites lorsque les mesures d'exécution sont trop coûteuses au regard de ce qu'il serait possible de collecter.

Le montant dû par un particulier en surendettement découle d'une histoire complexe. En effet, dès que l'échéancier prévu dans le contrat n'est plus respecté, s'enchaînent pénalités et mesures de recouvrement ; en outre, les intérêts continuent à « courir » jusqu'à remboursement intégral. Certains débiteurs ne déposent jamais de demande de prise en charge : ils parviennent à faire racheter l'ensemble de leurs dettes, continuent à négocier seuls avec leurs créanciers ou voient leurs salaires régulièrement saisis. D'autres y sont admis, suivent un plan de désendettement avec un taux d'intérêt réduit pendant quelque temps puis le plan est déclaré caduc par un créancier car il n'a pas été respecté. Il est ainsi extrêmement difficile de reconstituer l'historique des paiements et des négociations expliquant l'encours de dettes à un moment donné.

Or nous ne disposons pas de bases de données adéquates. Constitués dans un objectif de traitement administratif, les dossiers de surendettement ne permettent pas de comprendre les modalités de fabrique de la dette. En revanche, lorsqu'elle est possible, la consultation d'archives des services contentieux des établissements de prêt est bien plus riche. Les prêteurs conservent tout ce qui est nécessaire au recouvrement : le contrat de prêt, les différentes mesures d'exécution entamées, les décisions de justice, des comptes rendus concernant les échanges avec les débiteurs en face-à-face, au

téléphone ou par email. Finalement, les créanciers sont les seuls à détenir la mémoire de la quantification des dettes, ce qui ne peut manquer d'avoir des effets sur la capacité des débiteurs à faire le récit de leur histoire, donc à se défendre ou plus encore à mener une action collective.

Une disciplinarisation contrôlée ?

Depuis les années 1980, la diffusion du crédit a accompagné la modération salariale ; on peut alors être tenté d'en faire une interprétation en termes de disciplinarisation des salariés par le crédit. Or les observations montrent qu'il ne faut pas surestimer la cohérence des différentes injonctions qui parviennent aux particuliers en matière de crédit et d'endettement.

Dans l'ensemble, la procédure de surendettement a un effet distinct sur deux populations qu'elle traite différemment. D'un côté, elle permet des effacements de dette pour des débiteurs en grande difficulté. Pour ceux-là, il s'agit essentiellement d'une protection juridique et morale car les prêteurs auraient probablement fini par passer ces créances en pertes. Mais la procédure donne une valeur juridique à cet effacement, elle met ces débiteurs à l'abri des poursuites d'une manière radicale. D'un autre côté, les débiteurs ayant des salaires plus réguliers ou importants sont appelés à rembourser au moins une partie de leurs dettes pendant plusieurs années. Certains voient même leur demande d'admission à la procédure refusée pour « mauvaise foi ». L'observation montre que les débiteurs aux revenus les plus élevés sont plus souvent accusés de mauvaise foi. Ainsi, un couple d'infirmiers avec deux enfants à charge, percevant des revenus mensuels entre 6 000 et 7 000 € au prix de nombreuses heures supplémentaires de travail, voient à la fin des années 2000 l'essentiel

de leurs salaires absorbé par les saisies : ils n'ont pas été admis à la procédure de surendettement car au terme d'une dizaine d'années passées à faire racheter leurs dettes par de nouveaux créanciers pour tenter d'échapper à l'étiquetage comme surendetté, la commission a estimé qu'ils ne se sont pas comportés en emprunteurs de bonne foi. Avec une santé affectée par des années de travail intensif et d'émotions négatives, ils disent avoir le sentiment d'être plus mal traités que des criminels.

Dans une perspective foucaldienne, on peut alors interpréter l'institution du surendettement comme une forme efficace de mise au travail. La prise en charge atténue la violence symbolique pour les débiteurs les plus fragiles et favorise le remboursement pour les autres. Néanmoins, il serait trompeur de voir dans le surendettement une pièce d'une régulation organisée des salariés-consommateurs. L'environnement des débiteurs en difficulté les soumet au contraire à des injonctions complexes et contradictoires. L'encadrement normatif du recours au crédit est déjà flou : l'incitation à emprunter s'est superposée à l'éthique plus ancienne de l'épargne, sans que les emprunteurs bénéficient de repères normatifs pour savoir jusqu'où et de quelle manière il est raisonnable d'emprunter. L'entrée en surendettement met au contact d'un lexique et de normes, mais qui ont évolué régulièrement au fil des réformes de la procédure et varient d'un département à l'autre ou en fonction des pratiques des juges. Enfin, le travail des institutions cherchant à recouvrer des dettes est structuré par une compétition intense pour collecter un peu d'argent auprès d'individus très faiblement solvables : ceux qui le sont un peu plus sont alors très sollicités. Travaillant sur le cas anglais, Joe Deville souligne que les débiteurs correspondant le mieux à « l'idéal néo-libéral du citoyen économique qui se maîtrise lui-même et qui tire profit de sa gestion attentive de ses finances personnelles comme de son historique financier

(...) sont justement les *plus susceptibles* d'être dans le collimateur des entreprises de recouvrement⁶».

Si l'endettement des ménages a pu paraître une solution partielle dans un contexte de modération salariale et de hausse généralisée de l'endettement des agents non financiers, il n'est pas certain qu'on ait pris la mesure des conséquences des transformations connues par les économies domestiques depuis les années 1980. Le crédit et l'endettement ne sont pas neutres : les modalités d'accès au crédit et de remboursement des dettes jouent un rôle dans la fabrique des inégalités. En particulier, le cadre normatif dans lequel évoluent emprunteurs et débiteurs a toutes les chances de produire des violences invisibles car il n'est pas constitué d'un ensemble cohérent de mesures disciplinaires, mais d'une succession d'injonctions contradictoires dont on peut supposer qu'elle produit de forts sentiments d'injustice.

Bibliographie

DE BLIC, D., & LAZARUS, J. (2007), *Sociologie de l'argent*, Paris : La découverte.

DEVILLE, J. (2012), « Sélection et 'collection' : le recouvrement et la régénération des attachements marchands », in COCHOY F. (dir.), *Du lien marchand. Comment le marché fait société*, Toulouse : Presses universitaires du Mirail, 273-294.

DUCOURANT, H. (2009), « Le crédit revolving, un succès populaire. Ou l'invention de l'endetté permanent ? », *Sociétés contemporaines*, 76, 41-65.

6 Joe Deville, « Sélection et 'collection' : le recouvrement et la régénération des attachements marchands », in Franck Cochoy (dir.), *Du lien marchand. Comment le marché fait société*, Presses universitaires du Mirail, Sociologiques, Toulouse, 2012, pp. 273-294.

- EFFOSSE, S. (2014), *Le crédit à la consommation en France, 1947-1965*, Paris : Comité pour l'histoire économique et financière de la France.
- FOURCADE, M., & HEALY, K. (2013), « Classification Situations Life-chances in the Neoliberal Era », *Accounting, Organizations and Society*, 38(8), 559-572.
- LACAN, L., LAZARUS, J., PERRIN HEREDIA, A., & PLOT, S. (2009), « Vivre et faire vivre à crédit », *Sociétés contemporaines*, 76, 5-16.
- LACAN, L. (2010), « Les dossiers de contentieux des banques : observatoire privilégié de la relation d'endettement », *Entreprises et histoire*, 59, 122-125.
- LACAN, L. (2013), *L'argent des crédits. Recours au crédit à la consommation, contraintes et pratiques de remboursement de petits fonctionnaires entre les années 1980 et les années 2000*, thèse pour l'obtention du doctorat de sociologie, sous la direction de Florence Weber, École des Hautes Études en Sciences Sociales.
- LAFERTE, G., AVANZA, M., FONTAINE, M., & PENISSAT E. (2010), « Le crédit direct des commerçants aux consommateurs : persistance et dépassement dans le textile à Lens (1929-1970) », *Genèses*, 79, 26-47.
- LAZARUS, J. (2010), *L'épreuve de l'argent. Banques, banquiers, clients*, Calmann-Lévy.
- NIEMI-KIESILÄINEN, J., RAMSAY I., WHITFORD W. (2003), *Consumer Bankruptcy in Global Perspectives*, Oxford: Hart Publishing.
- PLOT, S. (2013), « Le consommateur au crible de la commission de surendettement. Régime de visibilité, régime de crédibilité et régime de normalité de la dette du particulier », *Actes de la recherche en sciences sociales*, 199(4), 88-101.

Les sociétés sans dette publique sont-elles des sociétés sans État ?

ENTRETIEN AVEC CHRISTOPHE DARMANGEAT
professeur agrégé à l'université Paris Diderot,
chercheur associé au laboratoire Sophiapol
(EA 3932).

D'abord, une question préalable : la plupart des lecteurs se demandent probablement ce qu'est et comment peut bien fonctionner une société sans État ; mais peut-on caractériser ce type de société autrement que de manière négative ("sans"), c'est-à-dire ethnocentrique (relativement à nous, qui vivons dans une société depuis longtemps étatisée) ?

Autant je suis d'accord sur le fait qu'une organisation sociale (pas plus qu'aucun objet de connaissance) ne peut entièrement être définie par la négative, autant je pense que les caractérisations négatives ont tout de même leur pertinence et leur utilité. En biologie, on ne s'interdit pas de parler d'invertébrés, même si les invertébrés ne forment pas un groupe phylogénétique – mais les anoures, les batraciens « sans queue », eux, en sont un ! Quant à l'ethnocentrisme, c'est un concept qu'on accommode à toutes les sauces dès qu'il s'agit de disqualifier l'universalisme, en matière de connaissance des faits comme d'action politique. Dire qu'il

existe des sociétés sans État, ce n'est pas émettre un jugement ethnocentrique : c'est énoncer une vérité sociologique objective. Soit dit en passant, notre propre « ethnos », si tant est que ce mot veuille dire quelque chose, comme tous ceux de la planète, a vécu le plus clair de son histoire (c'est dire, toute sa préhistoire) en ignorant l'État.

Ces préambules étant posés, l'État se définit comme un organisme spécifique qui, au sein d'une société, détient le monopole de la violence (dans les détails, cette définition appellerait quelques nuances, mais dans ses grandes lignes, elle est acceptée par à peu près tout le monde). Au fondement de tout pouvoir, il y a la force, disait déjà François Guizot, et Friedrich Engels (1884) ajoutait que l'État, quelle que soit sa forme, était une bande d'hommes armés. Naturellement, dans une société déchirée par des intérêts de classe antagonistes, il faut être un peu naïf pour penser que cette bande d'hommes armés pourrait être neutre... Quand on dit que la police et l'armée sont les « forces de l'ordre », on énonce une vérité profonde : fût-ce en démocratie, l'ordre social repose ultimement sur la force, dont l'État est l'agent.

Une des caractéristiques des sociétés étatiques, quelles qu'elles soient, est qu'un individu ne peut pas légitimement porter atteinte à un autre au motif que celui-ci l'a lésé : « On ne se fait pas justice soi-même ». Le droit de punir est le fait exclusif d'une certaine catégorie de personnes chargées de cette fonction par la société. A contrario, lorsqu'il n'existe pas d'État, non seulement on peut, mais on doit se faire justice soi-même ; pour se représenter concrètement comment se règlent les conflits dans de telles sociétés, on peut regarder les beaux films de fiction à caractère ethnographique que sont *Atanarjuat* ou *150 lances*, *10 canoés* et *3 épouses*, qui se déroulent respectivement chez les Inuits et chez les Aborigènes australiens. De même, le membre d'une

société étatique ne peut pas exercer librement de violences à l'égard d'une société voisine – entreprendre une guerre privée sans l'assentiment de son propre État est un crime, alors que ces guerres privées, dans les sociétés non étatiques, sont légitimes.

Les sociétés sans État, sur ce plan comme sur bien d'autres, sont néanmoins très différentes les unes des autres. Dans certaines, il n'existait aucune forme d'organisation de la violence et on peut dire de celle-ci qu'elle est légitimement disponible pour tout individu (en tout cas, masculin !). Dans d'autres, qu'Alain Testart appelait semi-étatiques (Testart, 2005), la violence était disponible pour des groupes constitués (généralement, des clans ou des lignages) mais pas pour les individus qui composaient ces groupes.

Les premiers États étant, à ce que l'on sait, apparus en Mésopotamie il y a environ 5000 ans, les sociétés non étatiques ont partout précédé les sociétés étatiques – et il n'y a donc rien de scandaleux à les qualifier de « primitives ». Et lorsque les Occidentaux se sont mis à arpenter, puis à conquérir le monde, durant les cinq derniers siècles, ils ont rencontré des zones entières desquelles l'État était absent ; pêle-mêle : toute l'Amérique du Nord, la majeure partie de celle du sud, certaines régions d'Afrique et d'Asie, et l'ensemble de l'Océanie. Ce sont ces sociétés qui ont fourni l'essentiel de la matière de l'ethnologie.

Pour prendre le problème par l'autre bout et en venir plus spécifiquement à la dette publique, en quoi le concept d'État serait-il indispensable à la description du fonctionnement de la dette publique ?

Tout simplement parce qu'en matière juridique, ce qui est public est précisément ce qui relève de l'État. Le

droit public, c'est celui qui traite de l'État ; la force publique, c'est celle de l'État, etc. Une dette publique, par définition, c'est donc une dette d'État et, là où il n'y a pas d'État, il ne peut y avoir de dette publique.

Mais cette opposition entre public et privé ne trouve-t-elle pas un écho dans les sociétés sans État ? Celles-ci ignoraient-elles totalement cette distinction ?

En fait, l'opposition entre public et privé se situe à deux niveaux assez différents.

Le premier, auquel je me réfèrais à l'instant, est institutionnel. C'est le seul niveau pertinent si l'on discute d'un phénomène comme la dette : une dette est toujours due par quelqu'un, qu'il s'agisse d'une personne physique ou morale. Ainsi, dans ce sens strict, qui définit ce qui est public d'une manière formelle, l'opposition entre public et privé n'a de sens, par principe, que dans une société où existe l'État.

Mais le « public » possède un autre sens, plus large, comme lorsqu'on parle de l'intérêt public, de la sphère publique, ou encore du domaine public. Dans ce cas, la dualité public – privé se rapproche de l'opposition entre le collectif et l'individuel, indépendamment du fait que ce collectif soit formalisé dans des institutions spécifiques. Dans ce sens large, cette opposition traverse toutes les sociétés humaines et on peut parler de sphère publique dans les sociétés non étatiques même si, par la force des choses, cette sphère est délimitée avec beaucoup moins de formalisme que chez nous. Ainsi, lorsqu'un riche papou fait édifier une maison des hommes, le financement se fait sur ses deniers personnels : c'est lui qui nourrit, pendant la durée de la construction, ceux qui y travaillent – il n'y a en Papouasie ni « chefs » aux fonctions officielles, ni structures politiques spécifiques : les décisions impliquant la communauté sont toujours le fait d'un individu capable, par sa richesse et son ascendant social, de fédérer les

énergies. S'agit-il d'un fait d'ordre privé ou public ? Les deux à la fois, et la réponse dépend de la définition retenue.

Cette question m'amène à vous demander ce que peut bien recouvrir le concept apparemment mieux établi de dette privée dans les sociétés sans État.

Voilà une des questions les plus mal traitées – en deux mots ou en un seul ! – de l'anthropologie sociale. Tout part du fait que le concept de dette, dans le langage courant, possède deux acceptions. L'une concerne les dettes qu'on peut dire morales : quelqu'un m'a rendu service, ou m'a fait un cadeau, et je lui suis redevable ; je suis « en dette » à son égard. Il s'agit toutefois d'une dette que rien, sinon ma conscience, ne m'oblige à solder. En ne rendant pas une invitation à dîner, on risque tout au plus une certaine forme de réprobation sociale, mais en aucun cas une sanction légale. On voit donc bien qu'une telle dette n'en est pas totalement une ; elle est manifestement très différente de la dette au sens strict, celle qu'on contracte lorsqu'on prend un crédit, par exemple : car cette dette-là est juridiquement exigible, et son non-versement est susceptible d'entraîner le recours légitime à la force (étatique ou non) de la part du créancier.

Or, il existe une tradition très ancrée en anthropologie, qui remonte au moins à Marcel Mauss (1924), selon laquelle les sociétés primitives confondraient les deux types de dettes ; ce qui est moral y aurait partout et toujours plus ou moins force de contrainte, et ce qui est juridiquement exigible procèderait systématiquement d'une dimension morale, si ce n'est religieuse ou mystique (chez les Maori, le hau, un principe surnaturel qui serait contenu dans l'objet donné). Ainsi, dans ces sociétés, le don serait indifférenciable de l'échange, et tout transfert donnerait lieu à cette dette « juridico-morale ».

Pour ma part, je suis entièrement convaincu par la réponse magistrale d'Alain Testart (2007), qui a montré que ces sociétés, tout comme la nôtre, font parfaitement la différence entre les deux formes de dette. Si l'on veut avoir une chance de comprendre leurs logiques, on doit soigneusement distinguer la dette purement morale de la dette juridiquement exigible et réserver le mot à la seconde.

À partir de là, il n'est pas très difficile de déterminer comment naît la dette : elle existe chaque fois qu'il existe des transferts exigibles dont l'exécution est susceptible d'être différée. La dette naît donc en premier lieu de l'échange, qui est constitué de deux transferts en sens inverse, dont chacun est exigible du fait de l'existence de l'autre (quand j'achète *Le Capital* de Marx, mon paiement me donne droit au livre et, pour le libraire, me céder le livre donne droit au paiement). Pour qu'il y ait dette, il suffit alors qu'un des deux termes de l'échange (le livre ou l'argent) puisse être fourni après l'autre. La dette procède aussi de l'autre forme de transfert exigible, qu'A. Testart appelait le « transfert du troisième type », qui intervient lorsqu'on doit céder un bien du fait d'une obligation légale quelconque. Dans nos sociétés, entrent dans cette catégorie les impôts, les amendes ou les dommages et intérêts (qui ne sont évidemment pas des échanges). Dans une société non étatique, de telles obligations naissent pour des raisons qui tiennent notamment à la parenté, à l'âge ou à la religion.

Si l'on considère par exemple les Aborigènes australiens, des chasseurs-cueilleurs nomades à l'appareillage technique proche de notre propre paléolithique qui ignoraient tout ce qui pouvait ressembler à une monnaie, ils connaissaient fort bien ce type d'obligations et les dettes qui allaient avec. Les filles étaient promises très jeunes (parfois, avant même leur naissance) à leur futur époux, et l'engagement avait valeur contraignante. Ne pas le respecter légitimait, de la part du

mari lésé, une expédition armée afin de récupérer son dû. Ainsi que le rapporte un jésuite qui fonda une mission près de l'actuelle Perth aux tout débuts de la colonisation : « Le sauvage demande la jeune personne qu'il veut épouser au père de celle-ci, et si celui-ci ne l'a promise à aucun autre, et n'y voit pas d'empêchement, il la lui accorde. Dès ce moment la jeune personne appartient au sauvage qui l'a demandée, quoiqu'elle reste en compagnie de sa famille, jusqu'à l'âge de la puberté. Cet engagement est inviolable, et si jamais un père y manquait, ce serait la cause de beaucoup de sang répandu. » (R. Salvado, 1854, p. 378).

Soit dit en passant, un auteur comme David Graeber qui, dans un récent succès de librairie, affirme entre autres que la dette et la monnaie « entrent en scène exactement au même moment » (Graeber, 2013, p. 30) contredit là toutes les observations accumulées par l'anthropologie. Ce n'est pas, hélas, la seule erreur ou confusion présente dans cet ouvrage¹...

À partir de là, on pourrait se demander dans quelle mesure une dette privée concerne d'autres personnes que le débiteur et le créancier dans une société donnée. Autrement dit, quel est le degré de publicité d'une dette privée ?

Je crois que la réponse à cette question comporte deux aspects.

Le premier est de savoir qui est concerné par l'usage possible de la force en cas de non-respect des obligations. Dans une société étatique, en cas de dette non honorée, et même si celle-ci intervient entre deux individus privés, c'est

1 Sur ce point, nous renvoyons le lecteur à la note de lecture de Christophe Darmangeat, en libre accès sur son blog : <http://cdarmangeat.blogspot.fr/2015/01/note-de-lecture-dette-5-000-ans.html>

potentiellement tout l'appareil d'État qui peut être mobilisé. Si je ne paye pas les traites de mon automobile, le vendeur pourra recourir contre moi à la police, aux huissiers et aux tribunaux. Dans une société non étatique, par définition, un tel organisme n'existe pas : la dette, de ce point de vue, reste donc une affaire irrémédiablement privée – on peut d'ailleurs remarquer que certains États ont conservé longtemps des traits archaïques : ainsi, dans l'ancienne Rome républicaine, un créancier pouvait, après une décision de justice, se saisir lui-même *manu militari* de son débiteur, l'enfermer dans sa prison privée (il n'en existait pas de publiques) et pour finir, le vendre comme esclave afin de se dédommager.

Le second niveau porte sur ce qu'on pourrait appeler l'étendue sociale de la créance. Je m'explique : dans notre propre société, un débiteur privé peut être un individu, une personne morale ou une collectivité. Les deux derniers termes ne sont pas synonymes : toutes les personnes morales ne sont pas collectives (pensons aux sociétés unipersonnelles) et, surtout, toutes les collectivités ne sont pas des personnes morales (ainsi, des copropriétaires, ou des époux mariés sous le régime de la communauté des biens). Une dette peut donc impliquer un seul individu ou un ensemble d'individus ; et elle peut le faire directement, ou de manière indirecte (lorsque le débiteur est une personne morale).

Si, dans les sociétés non étatiques, il ne pouvait être question qu'une dette implique quiconque en dehors des parties directement concernées par son paiement, celles-ci pouvaient néanmoins être de nature très variées. En particulier, il pouvait exister diverses formes de solidarité collective non choisies vis-à-vis des dettes. Ainsi, pour les dettes de sang : chez bien des peuples, pour venger une mort, on pouvait légitimement occire un frère, un père, un fils ou une sœur, alors même que ceux-ci n'étaient pour rien dans le conflit initial. Cet état

de fait ne contribuait pas peu à l'insécurité permanente qui régnait dans ce type de sociétés. Mais la solidarité pouvait porter aussi sur des dettes d'origine économique, avec des intrications complexes. Chez les Tallensi, une population de l'Ouest africain, un créancier pouvait en cas d'impayés saisir le bétail de n'importe quel membre du clan de son débiteur. Mais comme, au sein des clans, le bétail était propriété individuelle, de telles situations pouvaient conduire à des règlements de comptes (dans tous les sens du terme) en interne. Voilà pourquoi il n'était pas rare de voir un homme vendre un enfant en esclavage afin de solder la dette d'un membre du même clan et d'éviter ainsi des conflits internes.

La situation est assez différente, me semble-t-il, lorsqu'existaient des organisations possédant leur propre trésorerie, distincte de la simple somme des possessions de leurs membres. C'est ainsi que chez les Hurons et les Iroquois, ces Indiens du Nord-Est des actuels États-Unis, des conseils formels géraient différents niveaux de la vie sociale (il existait en particulier des conseils de clans, c'est-à-dire de groupes de parents, et des conseils de village). Or, ces conseils n'avaient pas seulement des fonctions politiques : ils géraient des trésors propres, alimentés par les dons de leurs membres – une société sans État ne saurait connaître l'impôt – qui furent admirablement décrits par un missionnaire jésuite au début du xvii^e siècle :

« En toutes les villes [sic], bourgs et villages de nos Hurons, ils font un certain amas de colliers de porcelaine [coquillages], rassades [perles], haches, couteaux, et généralement de tout ce qu'ils gagnent ou obtiennent pour le commun ; soit à la guerre, traité de paix, rachat de prisonniers, péages des nations qui passent sur leurs terres, et par toute autre voie et manière qui se présente. Or est-il que toutes ces choses sont mises et disposées

entre les mains et la garde de l'un des Capitaines [chef de clan ou de village] du lieu, à ce destiné, comme trésorier de la République ; et lorsqu'il est question de faire quelque présent pour le bien, et le salut commun de tous, ou pour s'exempter de guerre, pour la paix ou pour autre service du public. Ils assemblent le conseil auquel, après avoir déduit la nécessité urgente qui les oblige de puiser dans le trésor, et arrêté le nombre et la qualité des marchandises qui doivent être tirées, on avise le trésorier de fouiller dans les coffres et d'en apporter tout ce qui a été ordonné, et s'il le trouve épuisé de finances, pour lors chacun se cotise librement de ce qu'il peut, et sans violence aucune donne de ses moyens selon la commodité et la bonne volonté. » (Sagard, 1632, p. 370-371).

De même qu'ils étaient gérés par des semi-États, on peut dire de ces trésors qu'ils étaient semi-publics : publics vis-à-vis de leurs membres, privés vis-à-vis de l'ensemble de la société. Dans cette mesure, ils anticipaient, sous certains aspects au moins, ce que fut ultérieurement le budget (et la dette) de l'État.

Finalement, si l'on se place du point de vue du tableau d'ensemble que l'on peut se faire de l'évolution des sociétés, et étant donné que c'est la dette privée qui semble être antérieure à la dette publique, a-t-on les moyens de décrire les conditions d'émergence de la dette publique à partir de la dette privée, au moins dans quelques cas observés ?

Là encore, je crois que le problème se trouve à la croisée de deux questionnements.

Pour commencer, comme je l'ai dit, il ne peut y avoir de dette publique sans État ; la question implique donc de

connaître les conditions et les modalités de la naissance de l'État. Or, j'ai bien peur que sur ce point, nous soyons encore assez peu en mesure de donner des éléments précis, ces processus s'étant déroulés dans des sociétés dépourvues d'écriture. On peut néanmoins être à peu près certain que cette transition s'est faite à partir de points de départ différents : parfois à partir de semi-États, parfois, si l'on peut dire, spontanément, dans des sociétés dépourvues de toute organisation politique formelle, mais où les différenciations sociales étaient suffisamment avancées pour qu'un puissant soit en mesure d'imposer sa loi personnelle et son despotisme. En tout état de cause, il s'agit d'un domaine de recherche où il y a encore beaucoup à découvrir...

Le second aspect, sur lequel nous sommes beaucoup mieux informés, est que l'État est une condition nécessaire, mais loin d'être suffisante, de la dette publique. Il a en effet existé de très nombreux États dans lesquels la notion de dette publique était parfaitement inconnue. Pour ne parler que de notre petite Europe occidentale, c'était le cas dans l'Antiquité ; à Rome, parce que l'État ne se finançait pour ainsi dire jamais par emprunt. À Athènes, pour une raison plus subtile, qui est que les finances de l'État n'étaient pas considérées comme distinctes de celles des citoyens : « Aux yeux des Grecs (...) la cité était avant tout une communauté de citoyens et non une entité abstraite (...). Ils étaient (...) collectivement, à la fois propriétaires des biens publics et responsables des dettes contractées par leur cité, car ils avaient eux-mêmes décidé d'y recourir et leurs propres biens étaient passibles de saisie en cas de non-remboursement. » (Migeotte, 2014, p. 25-26). Ainsi, plutôt que publique, la dette des cités grecques était collective, ce qui est tout différent.

La dette publique reste pareillement inconnue en France tout au long du Moyen-Âge – rappelons qu'il faut attendre

le XIII^e siècle pour que le pouvoir parvienne à faire naître les premiers impôts permanents. Mais même alors, le budget de l'État continue, et pour longtemps encore, de se confondre avec le budget personnel du monarque. Cela a, entre autres, pour conséquence que les dettes contractées par un roi ne sont pas automatiquement reconnues par son successeur. Ainsi, encore à la Renaissance : « Une première évidence s'impose (...) : la notion même de dette publique n'existe pas à l'époque. (...) Il n'y a pas de dette publique parce qu'il n'y a pas encore, tout simplement de finances publiques. » (P. Hamon, 2006, p. 91).

Je ne suis pas suffisamment compétent pour savoir à quelles conclusions mènerait un méticuleux inventaire mondial. Mais mon intuition me suggère que les États connaissant une authentique dette publique ont en réalité été assez peu nombreux et qu'ils se concentrent à l'époque moderne ; autrement dit, que la dette publique est un phénomène typique du capitalisme.

Propos recueillis par MARTIN CHABERT (RCE)

Bibliographie

- DARMANGEAT C. (2013), *Conversation sur la naissance des inégalités*, Agone.
- ENGELS F. (1884), *L'origine de la propriété privée, de la famille et de l'État*, Le temps des cerises, 2012.
- GRAEBER D. (2013), *Dette – 5000 ans d'histoire*, Les liens qui libèrent.
- HAMON P. (2006), « Les dettes du roi de France (fin du Moyen-Âge – XVI^e siècle) : une dette 'publique' ? » in ANDREAU Jean, BÉAUR Gérard, GRENIER Jean-Yves (dir.), *La dette publique dans l'histoire*, Comité pour l'histoire économique et financière de la France.

MAUSS M. (1924), *Essai sur le don*, PUF, 2012.

MIGEOTTE L. (2014), *Les finances des cités grecques*, Les belles lettres.

SAGARD G. (1632), *Le grand voyage du pays des Hurons*.

SALVADO R. (1854), *Mémoires historiques sur l'Australie*, Alphonse Pringuet, Paris.

TESTART A. (2005), *Éléments de classification des sociétés*, Errance.

TESTART A. (2007), *Critique du don*, Syllepse.

KUNUK Z. (2002), *Atanarjuat, la légende de l'homme rapide*.

DE HEER R. (2006), *150 lances, 10 canoës et 3 épouses*.

Les origines et défis des marchés de dette publique : bénédiction ou malédiction ?

JUAN H. FLORES ZENDEJAS

professeur associé, Institut Paul Bairoch d'Histoire
Économique, Université de Genève

Résumé

Qu'est-ce qu'un marché de dette publique ? Comment se forme-t-il ? Comment ces marchés ont-ils évolué dans l'histoire ? Dans cet article nous passons en revue les concepts, théories et épisodes historiques saillants de ce marché. Nous montrons ainsi comment, en dépit des difficultés initiales de son développement, ce marché a réussi à devenir un élément-clé des marchés financiers.

Abstract

What is a public debt market? How is it generated? How has it evolved throughout history? This paper reviews the concepts, theories and prominent historical episodes of this market. We show how, despite initial difficulties, this market has managed to become a key element of financial markets.

Introduction

Qu'est-ce qu'un marché de dette publique ? Comment se forme-t-il ? Comment ces marchés ont-ils évolué dans l'histoire ? Dans cet article nous passons en revue les concepts, théories et épisodes historiques saillants de ce marché. L'objectif est de montrer comment, en dépit des difficultés initiales de son développement, ce marché a réussi à devenir un élément-clé des marchés financiers. Cette histoire est faite de succès et d'échecs. D'une part, la capacité d'intervention des États et en conséquence, leur présence dans la société et dans l'économie, ne peuvent pas être comprises sans tenir compte des possibilités offertes par le recours à l'endettement. C'est ainsi que la plupart des pays ont pu se doter d'infrastructures et de services publics. Pour les pays développés, ceci leur a permis également de mettre en place l'État-providence après la Seconde Guerre mondiale. D'autre part, les crises de la dette et périodes d'incertitude nous rappellent que certaines fragilités de ces marchés n'ont jamais disparu. Plusieurs pays, indépendamment de leur niveau de développement, maintiennent des niveaux d'endettement très élevés. Alors que la croissance économique mondiale ne parvient pas à redémarrer, le risque d'une nouvelle vague de crises de la dette continue.

Définition et origines

Le marché de dette publique, défini comme l'achat et la vente d'obligations d'État, a fourni aux gouvernements un instrument puissant de soutien pour augmenter leur capacité fiscale. En effet, le volume croissant de capital investi a permis aux gouvernements d'accéder aux fonds locaux et internationaux pour mener des investissements à

moyen terme ou pour faire face à des dépenses extraordinaires. À l'origine, la formation des États-Nations fut accompagnée par le développement de ce marché. Fréquemment, les États ont financé leurs guerres en faisant recours à l'endettement, évitant ainsi l'émission monétaire ou des augmentations d'impôts arbitraires, ce qui aurait pu fragiliser la cohésion territoriale et sociale émergente des pays. Dans les États qui pouvaient compter sur des marchés financiers relativement performants, les créanciers pouvaient revendre des titres assortis de promesses de remboursement par l'État. Ceci a rendu ces obligations plus attractives, grâce notamment à la liquidité générée. Plusieurs gouvernements ont par conséquent créé les conditions nécessaires pour encourager le développement de ce marché, en introduisant de nouveaux cadres légaux et en construisant un contexte macroéconomique stable, ce qui comprenait l'introduction d'un système monétaire uniforme et un renforcement du système fiscal (Gelderblom et Jonker, 2011 ; Dincecco, 2013). Historiquement, l'expansion des plus grands marchés de dette publique a accompagné la montée des puissances militaires et politiques telles que le Royaume-Uni ou les États-Unis. Pour certains historiens de l'économie, le gouvernement anglais a été le premier à développer ce marché à grande échelle grâce aux innovations institutionnelles de la Glorieuse Révolution en 1688, y compris la capacité du Parlement à garantir le respect par la couronne des engagements envers ses créanciers. L'avantage qui en résulta a permis aux monarques anglais d'obtenir un avantage militaire sur ses rivaux.¹

1 C'est le cas par exemple du prix Nobel Douglas North (North et Weingast, 1989). Pour une perspective différente, Epstein (2000). En ce qui concerne le cas des réformes monétaires et fiscales aux États-Unis qui ont précédé l'expansion du marché de dette publique, voir Bordo et Vegh (2002).

Bien que cette lecture des effets de la Révolution Glorieuse ne soit pas exempte de controverse, il est certain que l'existence d'un marché « secondaire » majeur d'obligations d'État a entraîné un nombre non négligeable d'effets secondaires sur d'autres activités de crédit.² Cet actif financier a commencé à être utilisé comme instrument de paiement, comme dépôt de valeur, ou comme gage pour des crédits privés. Son marché a donc constitué un des principaux moteurs du développement des marchés financiers depuis leur conception. Par ailleurs, et de manière directe ou indirecte, il a favorisé le développement des entreprises privées, mais aussi celui des intermédiaires financiers, que ce soit les banques, les notaires ou les négociants aux XVII^e et XVIII^e siècles.³ Les révolutions financières qui surviennent dans de nombreux pays d'Europe et aux États-Unis ont été encouragées par la formation de banques centrales (ou de leurs précurseurs, les banques d'État), par une stabilisation monétaire et par le renforcement institutionnel. Ces éléments sont autant de facteurs de l'accumulation de capital ayant pu être mobilisés lors de la révolution industrielle et de l'essor du commerce international. Dans tous les cas, les États ont participé et profité de ces événements, ce qui leur a permis de gouverner et de faire face aux besoins politiques et sociaux de leurs pays. (Rousseau et Sylla, 2003)

Enfin, ce marché a fréquemment fait l'objet de polémiques, et a dû faire face à de nombreux défis. La crise de la dette frappant aujourd'hui plusieurs pays de l'Europe du Sud en est un exemple récent. L'histoire nous montre que les marchés de dette publique peuvent aussi générer des effets divers sur l'économie en général et sur les marchés financiers

2 En principe, la fiabilité d'un État est corrélée avec son développement institutionnel et organisationnel (Guscina, 2008).

3 Les notaires en France, Hoffman et al. (2001) ou Chapman (2003) pour les banques commerciales anglaises.

en particulier. Ainsi, le recours excessif à l'endettement peut, par exemple, agir négativement sur d'autres secteurs de l'économie qui sont demandeurs de capitaux (effet d'éviction). De plus, lorsque les États ont tenté de réguler les taux d'intérêts du marché pour diminuer artificiellement le coût des nouveaux prêts (répression financière), les résultats ont souvent mené à la pénurie de capital disponible et à la diminution du crédit pour le secteur privé.

Le principal défi des marchés de dette concerne probablement les problèmes de non-paiement par les États ou de défauts. Alors que ce problème peut être réglé dans le cadre du droit des faillites pour les entités privées, lorsqu'il s'agit d'un gouvernement la procédure n'a pas encore été établie. La difficulté est encore accrue lorsqu'il s'agit de créanciers étrangers. Quel est le cadre légal légitime pour régler un tel conflit ? Comment protéger les intérêts d'un prêteur vis-à-vis d'un emprunteur qui possède la capacité de modifier les termes initiaux du contrat ? Que faire avec un souverain qui a le pouvoir de dévaluer une monnaie, et donc la valeur réelle de sa dette ? Le problème de défaut est à l'origine d'un volume important de travaux qui cherchent à identifier les causes et conséquences d'un tel événement.⁴ Parmi les causes, la littérature s'est concentrée sur les incitations des gouvernements pour honorer (ou non) leurs dettes, ainsi que les types de politiques monétaires et budgétaires expansionnistes qui peuvent affaiblir la capacité de remboursement des États. D'autre part, plusieurs travaux analysent les problèmes d'information, conflits d'intérêt et autres distorsions dans les marchés de capitaux qui pourraient induire les investisseurs

4 Pour un aperçu de la littérature en économie et droit de la dette souveraine voir Panizza et al. (2009). Pour une perspective historique, voir Flores Zendejas(2015).

à mal évaluer le risque dit souverain.⁵ Mais avant de passer à la discussion de ces travaux, il faut comprendre comment le marché de dette publique est structuré et quels sont les acteurs qui y participent.

Structure et acteurs

Le processus d'endettement des gouvernements peut prendre plusieurs formes. Dans sa conception la plus simple, un créancier peut accorder un prêt dans des termes qui vont dépendre du caractère du gouvernement (stabilité institutionnelle et capacité fiscale), et des conditions de marché. Un gouvernement dont la capacité ou volonté de remboursement est très incertaine bénéficiera de conditions moins favorables : des taux d'intérêt plus élevés et une échéance raccourcie. Le contraire serait applicable pour un gouvernement établi et jouissant d'une bonne réputation. De la même manière, si les conditions de marché sont défavorables (par exemple lors d'une crise économique), les taux d'intérêt tendront à augmenter et les échéances à diminuer.⁶ Les fluctuations des conditions de marché peuvent, en outre, devenir un problème pour un créancier s'il est obligé de garder cette obligation dans son portefeuille jusqu'à échéance. Ce manque de liquidité tendra à faire augmenter le coût de ce type de prêts.

Qu'observe-t-on quant à l'évolution des taux d'intérêt des emprunts publics dans le long terme ? Elle montre une tendance à la baisse, depuis au moins le XVII^e siècle, avec des

5 Sur une histoire du risque souverain, voir Gaillard (2012).

6 Évidemment, ceci n'est vrai que partiellement : avec la crise économique qui a suivi 2008, les taux d'intérêt des prêts de certains gouvernements ont diminué considérablement, en grande partie parce que l'investissement dans cette rubrique est considéré comme une sorte de refuge vis-à-vis la volatilité des marchés.

pics occasionnels lors des guerres internationales majeures et des épisodes inflationnistes, en particulier dans les années 1970 (Homer et Sylla, 1991). Par ailleurs, des obligations dites perpétuelles (sans date d'échéance mais sans l'assurance du remboursement du capital prêté) ont pu être vendues aux investisseurs depuis au moins le XIII^e siècle. Certes, la formation des États et la croissance économique qui ont accompagné les XIX^e et XX^e siècles ont contribué à cette baisse des coûts d'endettement, mais le développement des marchés financiers est un facteur tout aussi important. Nous avons mentionné l'existence d'un marché secondaire pour ce type d'obligations, qui rend ces actifs liquides.⁷ D'autres innovations ont également contribué à favoriser l'accès des États aux marchés financiers, comme le fait de libeller les obligations dans la monnaie nationale de l'emprunteur ou de payer les intérêts sur les places financières étrangères (début du XIX^e siècle). Les autorités gouvernant les marchés financiers ont également introduit des règles et régulations pour permettre le placement et la transaction des obligations des États étrangers, comme la *Stock Exchange* de Londres ou la Bourse de Paris.⁸

Depuis le XIX^e siècle, le marché de dette publique est constitué de nombreux acteurs ayant des fonctions diverses. Il va donc au-delà de la simple dichotomie créancier-débitteur.⁹ Dans l'ensemble, il est divisé en deux. Le marché primaire, dans lequel le gouvernement « vend » (ou place)

7 Homer et Sylla (1991, p.134) situent cette innovation à Venise au XIII^e siècle.

8 Pour une évolution des règles et régulation du marché financier de Londres, voir Neal et Davis (2006). Pour le cas de Paris, Hautcoeur et Riva (2012).

9 L'exception depuis le XIX^e siècle étant la période post-Seconde Guerre Mondiale, où des syndicats bancaires prêtaient directement aux gouvernements sans passer par d'autres intermédiaires financiers ou investisseurs. Une sous-périodisation de l'histoire des marchés de dette publique est présentée dans Eichengreen (2003).

les obligations aux investisseurs et le marché secondaire, où les investisseurs vendent et achètent ces titres avant la date d'échéance. La figure-clé de ce marché est l'intermédiaire financier, et son rôle est le même que dans d'autres marchés de crédit. Il est censé attirer le capital demandé par le gouvernement ayant besoin de fonds. D'autre part, il agit comme conseiller auprès des investisseurs, quant au niveau de risque des obligations notamment. Il a ainsi une fonction de producteur d'information. En principe, un intermédiaire financier choisit les emprunteurs qui ont les projets les plus rentables (et les moins risqués). Il surveille ensuite les emprunteurs qui ont eu accès au capital pour garantir qu'à tout moment, le gouvernement maintient une solvabilité financière.

Supposons un gouvernement cherchant un prêt pour financer un projet d'infrastructure (dépense extraordinaire qui ne peut être financée que par les revenus de plusieurs années).¹⁰ En fonction de ses préférences et de ses besoins, le gouvernement fixe le montant nominal du prêt et détermine les caractéristiques de l'instrument financier : les modes et dates de remboursement, les options et conditions de « roll over » (renouvellement du prêt) et le taux d'intérêt. Il devra également décider, selon les conditions dites « du marché » si l'émission sera locale (domestique) ou internationale, ainsi que la ou les monnaies du prêt. Une émission d'obligations peut ainsi avoir des échéances courtes (trois mois) ou longues (à partir de 10 ans).

Le gouvernement cherche ensuite un intermédiaire financier. Habituellement, ce sont les banques d'investissement qui s'occupent du « placement » des obligations auprès des investisseurs finaux.¹¹ Les fonctions liées au placement

10 Pour une explication approfondie de l'évolution des marchés de la dette publique depuis le début du XIX^e siècle, voir Flandreau et al. (2013).

11 Dans le passé, c'étaient surtout des banques commerciales et de dépôt.

sont multiples. Tout d'abord, la banque doit se faire une idée de la demande des titres. À cet effet, elle recueille des « manifestations d'intérêt » de la part des acheteurs potentiels. Elle peut ainsi connaître le montant susceptible d'être placé à différents prix. Les banques, pour ce service, perçoivent une commission. Une fois que les conditions du marché sont connues, la banque décide avec le gouvernement de la date et du prix de l'émission. Le mécanisme de cette émission peut ensuite prendre deux formes. Dans la première, appelée « prise ferme » de l'emprunt, la banque assume le risque de l'émission car elle achète puis revend les obligations (les bénéfices de la banque proviennent de la différence du prix d'achat et du prix de placement). Dans le second cas, appelé « vente à commission » (*best-effort* en anglais) la banque se limite à ses activités d'intermédiation et place les titres parmi les investisseurs sans les acheter. Dans tous les cas, une banque qui participe à l'émission des obligations s'engage à réaliser plusieurs activités pour placer les titres, parmi lequel, une série de réunions avec des investisseurs (*road shows*) dans lesquelles les banques fournissent des informations relatives à la qualité des obligations.

Mondialisation et crises

Pourquoi certains gouvernements décident-ils de s'endetter à l'étranger, en acceptant de rembourser la dette dans des monnaies différentes de la leur ? Cette question est d'autant plus importante que la notion de « souveraineté » a été définie légalement pour plusieurs marchés financiers. En réalité, la distinction entre le marché de dette publique domestique et de la dette publique étrangère est importante sous plusieurs aspects. Pour un gouvernement, il s'avère plus attractif de s'endetter là où le coût du capital est au plus bas.

Ces places financières qui deviennent « mondiales » ont été incarnées par différentes villes et pays : dans les XVI^e ou XVII^e siècles par exemple, les banques italiennes ont prêté aux monarques européens. Ces banques marchandes étaient à la base du commerce méditerranéen, qui était le plus dynamique de l'époque. Avec l'ascension des Provinces-Unies comme principal centre commercial du monde, des gouvernements allaient à Amsterdam pour émettre des obligations dans ce centre financier. À partir du début du XIX^e siècle et avec la fin des guerres napoléoniennes, Londres a assumé ce rôle, rejoint plus tardivement par d'autres places comme Hambourg, Paris et Bruxelles. Enfin, depuis le début du XX^e siècle et principalement à partir des années 1920, New York est devenu le grand centre financier du monde. Par ailleurs, à partir du XIX^e siècle, une émission peut avoir lieu dans plusieurs centres simultanément.

Cette intégration des marchés financiers a généré des nouveaux défis de gouvernance. Comme nous l'avons mentionné plus haut, le cadre légal dans lequel les différends doivent être traités n'a pas toujours été clairement défini. Lorsqu'un gouvernement fait défaut, un investisseur ne peut pas, en principe, forcer le débiteur à s'acquitter du paiement de sa dette. Des épisodes de « diplomatie du canon » ont pu être observés dans le passé, mais dans la majorité des cas il ne s'est agi que de prétextes faisant écran à des intérêts géopolitiques indépendants du problème de la dette (Flores, 2012). Historiquement, ce qui a induit les gouvernements à honorer le service de leur dette provient de la capacité des créanciers à les exclure des marchés de capitaux, que ce soit par le biais d'associations des détenteurs des titres ou via l'adoption de règles précises d'action collective reconnues par les autorités régulatrices des marchés financiers. Mais l'incertitude provoquée par l'absence d'une procédure standard de résolution des

conflits, dans le cadre par exemple d'un tribunal international, continue à provoquer des réactions violentes de la part des investisseurs, et contribue à augmenter les coûts d'endettement en cas de crise. Cependant, pour certains économistes, ce vide juridique possède d'autres avantages, comme la flexibilité de pouvoir négocier selon les circonstances individuelles de chaque emprunteur ou le fait que, pour un gouvernement, la décision de faire défaut reste un choix peu avantageux.

Enfin, un deuxième défi lié à la prévention des défauts (et donc de l'effondrement des marchés de dette publique) est celui du manque d'information. Jusqu'à quel point un investisseur peut-il connaître l'état d'un débiteur potentiel ? En principe, le rôle d'un agent financier serait seulement de permettre aux « bons » emprunteurs d'accéder au marché. Cependant, lors de la crise européenne récente, le gouvernement grec a été accusé d'avoir faussé l'information concernant le montant de son déficit public. Mais ce n'est pas le seul exemple : l'information sur l'inflation en Argentine était contradictoire, et le gouvernement a été mis sous pression pour améliorer cette statistique. Dans plusieurs entités sous-souveraines, l'information sur l'état des finances publiques est indisponible ou non-crédible, comme c'était le cas dans plusieurs États du Mexique. Historiquement, ce problème est récurrent. Eichengreen (2015) nous rappelle récemment que dans les années 1920, la Banque de France n'avait pas fourni d'information sur la quantité réelle de monnaie en circulation (et donc, sur la possible dépréciation de la monnaie qui allait en résulter). Un cas extrême, peut être observé au début du XIX^e siècle, lorsque le représentant d'un gouvernement provenant d'un pays fictif a pu vendre des obligations aux investisseurs anglais.

Malgré ces épisodes, le marché s'est développé. Cette expansion, en vertu des difficultés que nous avons évoquées,

peut paraître mystérieuse à premier vue. La prise en compte du rôle des intermédiaires financiers permet toutefois de l'expliquer. Dans le système libéral du XIX^e siècle et dans l'entre-deux-guerres, certains intermédiaires financiers dominaient le marché et étaient incités à garder leur réputation de « gardiens » des marchés des capitaux pour maintenir leur part de marché et leurs profits, ceux-ci provenant des placements des obligations émis par les gouvernements du monde entier. Le besoin de maintien de réputation obligeait ces banques à agir comme prêteurs en dernier ressort en cas de crise, et comme gestionnaire des défauts dans certains cas. Cependant, dans les années 1930, le gouvernement états-unien a considéré que les banques commerciales vendant des titres sur le marché de New York étaient soumises à des conflits d'intérêt. Le rôle de « gardien » prévu dans la nouvelle réglementation après 1933 a été attribué aux agences de notation, qui étaient considérées comme libres de tout conflit d'intérêt.

Avec la fin de la période de Bretton Woods en 1971, la régulation financière qui avait dominé les marchés financiers prit fin et avec elle une nouvelle ère de libéralisation financière s'ouvrit. Plusieurs gouvernements, notamment dans des pays en voie de développement, ont fait appel aux capitaux internationaux pour renforcer l'industrialisation de leurs pays. Cependant, la structure financière internationale n'était pas celle des années précédentes : une organisation internationale a commencé à agir comme prêteur en dernier ressort et comme gestionnaire des crises de dette, ce qui pour certains est cause de problèmes d'aléa moral. Les agences de notation sont réapparues sous une nouvelle forme « emprunteur noté – emprunteur qui paie », ce qui crée des nouveaux conflits d'intérêt. Lors de la crise de la dette touchant l'Amérique Latine et l'Europe de l'Est en 1982, lors des crises des années 1990 (Mexique, Russie, Brésil, Turquie, parmi d'autres) et dans les

épisodes actuels, les problèmes de fragilité de la gouvernance et de distorsions des marchés financiers se révèlent n'être pas encore réglés.

Conclusion

Il n'y a pas de doute sur les bénéfices portés par le marché de dette publique. Le rôle d'un État redistributeur de la richesse, fournisseur des biens et services publics, a été facilité par la capacité d'endettement que les gouvernements ont acquise dans le passé. Par ailleurs, l'expansion de ce marché au niveau mondial démontre qu'il a certainement contribué à la croissance économique, que ça soit par ses effets sur d'autres secteurs de l'économie ou par l'augmentation de l'investissement public. Cependant, les crises de dette nous rappellent que les maux potentiels générés par un usage erroné de ce marché sont bien présents encore aujourd'hui. La prévention des disruptions, des instabilités des marchés impliquent une utilisation soutenable des fonds disponibles, mais également des incitations des acteurs impliqués et plus généralement de la structure des marchés des capitaux. La crise actuelle n'est qu'une nouvelle opportunité pour introduire des solutions définitives aux problèmes anciens.

Références

- EICHENGREEN, Barry J. *Capital flows and crises*. Cambridge MA: The MIT Press, 2004.
- . *Hall of Mirrors : The Great Depression, the Great Recession, and the Uses—and Misuses—of History*. New York, NY: Oxford University Press, 2015, 2015.
- EPSTEIN, Stephan R. *Freedom and growth: the rise of states and markets in Europe, 1300-1750*. Routledge explorations in economic history 17. London ; New York: Routledge : LSE, 2000.

- FLANDREAU, Marc, et Juan H. FLORES. « Bonds and Brands: Foundations of Sovereign Debt Markets, 1820–1830 ». *The Journal of Economic History* 69, n° 03 (septembre 2009): 646-84. doi:10.1017/S0022050709001089.
- FLANDREAU, Marc, Norbert GAILLARD, et Frank PACKER. « To err is human: US rating agencies and the interwar foreign government debt crisis ». *European Review of Economic History* 15, n° 03 (décembre 2011): 495-538. doi:10.1017/S1361491611000153.
- FLANDREAU, M., J. H. FLORES, N. GAILLARD, et S. NIETO-PARRA. « Chapter 27 – Global Financial Brands and the Underwriting of Foreign Government Debt since 1815 ». In *Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions, and Infrastructure*, édité par Gerard Caprio Douglas W. Arner Thorsten Beck Charles W. Calomiris Larry Neal Nicolas Veron, 281-300. San Diego: Academic Press, 2013. <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/B9780123978738000232>.
- FLORES, Juan H. « Crying on Lombard Street: fixing sovereign defaults in the 1890s ». *European Review of History: Revue européenne d'histoire* 19, n° 6 (2012): 979-97. doi:10.1080/13507486.2012.739144.
- FLORES ZENDEJAS, Juan. « Capital Markets and Sovereign Defaults: A Historical Perspective », 2015. <https://archive-ouverte.unige.ch/unige:73325>.
- GAILLARD, Norbert. *A century of sovereign ratings*. New York: Springer, 2012.
- . *When Sovereigns Go Bankrupt: A Study on Sovereign Risk*. Springer Briefs in Economics. Springer International Publishing, Cham, 2014.
- GELDERBLOM, Oscar, et Joost JONKER. « Public Finance and Economic Growth: The Case of Holland in the Seventeenth Century ». *The Journal of Economic History* 71, n° 1 (2011): 1-39. doi:10.1017/S0022050711000015.
- GUSCINA, Anastasia. (2008). IMF Working Paper: Impact of Macroeconomic, Political, and Institutional Factors on the Structure of Government Debt in

Emerging Market Countries. USA: INTERNATIONAL MONETARY FUND.

HAUTCOEUR, Pierre-Cyrille, et Angelo RIVA. « The Paris financial market in the nineteenth century: complementarities and competition in microstructures 1 ». *Economic History Review* 65, n° 4 (2012): 1326-53. doi:10.1111/j.1468-0289.2011.00632.x.

HOFFMAN, Philip T., Gilles POSTEL-VINAY, et Jean-Laurent ROSENTHAL. *Des marchés sans prix: une économie politique du crédit à Paris, 1660-1870*. Civilisations et sociétés 105. Paris: Ed. de l'Ecole des hautes études en sciences sociales, 2001.

HOMER, Sidney, et Richard Eugene SYLLA. *A history of interest rates*. 4th ed. Wiley finance. Hoboken, N.J: Wiley, 2005.

NEAL, Larry, et Lance DAVIS. « The Evolution of the Structure and Performance of the London Stock Exchange in the First Global Financial Market, 1812-1914 ». *European Review of Economic History* 10, n° 03 (2006): 279-300. doi:10.1017/S1361491606001766.

NORTH, Douglass C., et Barry R. WEINGAST. « Constitutions and Commitment: The Evolution of Institutional Governing Public Choice in Seventeenth-Century England ». *The Journal of Economic History* 49, n° 4 (décembre 1989): 803-32.

La dette publique, un problème politiquement construit ?

JULIEN DUVAL

directeur de recherche au CNRS, chercheur
au Centre européen de sociologie et de science
politique (CNRS-EHESS-Université de Paris 1)

Résumé

Le problème de la dette publique peut être analysé à la lumière des travaux qui ont été consacrés en sociologie et en science politique à la construction des problèmes publics. En effet, la place centrale que la question de la dette publique occupe aujourd'hui dans le débat politique n'est pas seulement l'effet de sa gravité intrinsèque, mais d'une « prise de conscience » qui a été suscitée en France au milieu des années 2000 et qui a mis en avant une vision particulière de la dette. Celle-ci est aujourd'hui dominante dans les médias de grande diffusion et dans le débat politique. Si cette vision est parfois jugée erronée, il faut la voir, non pas comme une simple erreur, mais comme sorte d'erreur politiquement fondée qui est le résultat des luttes politiques de ces dernières décennies.

Abstract

The sociological literature on the “construction of public problems” sheds light on the debt debate. The key role of public debt in the political debate cannot be reduced to its intrinsic gravity. It also comes from a communication campaign launched in France in the mid of the 2000s which highlighted a peculiar vision of the public debt. This vision is

now dominant in the mass media and in the political debate and is sometimes considered erroneous.

Introduction

La dette publique est publique parce qu'elle a été contractée par l'État et des entités qui lui sont liées, mais elle l'est aussi au sens où, loin d'être cachée ou ignorée, elle est connue de tous et constitue un objet de préoccupation dans ce qui est ordinairement appelé « l'espace public ». Elle fait partie des « problèmes publics » qu'une tradition de recherche en sociologie et en science politique a pris pour objet depuis les années 1960 (Neveu, 2015) en prenant le contre-pied d'un présupposé un peu naïf mais courant : si des questions concentrent l'attention collective, c'est qu'elles posent en quelque sorte intrinsèquement problème. Les sociologues et les politistes qui soulèvent la question de la « construction des problèmes publics » insistent au contraire sur le travail politique par lequel des « *claim makers* » parviennent à faire reconnaître une cause. Ils réussissent à l'imposer dans le débat public en la problématisant d'une manière à la fois conforme aux intérêts particuliers qu'ils poursuivent et aux intérêts des groupes qui, comme les journalistes, contribuent à définir « l'agenda » médiatique et politique.

Cette problématique qui a d'abord été appliquée à des « problèmes sociaux » (l'alcool au volant, l'insécurité, « le troisième âge »,...) peut être étendue à un problème économique comme celui de la dette publique. Cette dernière, quoi qu'on en dise parfois, ne peut pas être regardée comme un fait brut. Elle n'existe pas seulement sous la forme matérielle de titres de créances mais aussi symboliquement dans les discours politiques qui la prennent pour objet et qui, exprimant « le

problème » et sa gravité, contribuent aussi à le façonner et à lui donner une forme spécifique. Elle fait l'objet d'un travail politique et celui-ci consiste, pour les groupes qui y prennent part, à décrire les choses et la réalité d'une manière réaliste mais aussi conforme à la façon dont ils ont intérêt à la voir et à la faire voir.

Un changement de perception

Même les agents les moins portés à relativiser le problème doivent concéder que l'entrée de la dette dans le débat public ne résulte pas seulement de sa gravité intrinsèque, mais qu'elle a nécessité une « prise de conscience ». Contrairement à un problème tel que « le déficit de la Sécurité sociale » qui lui est lié, la dette publique de la France et plus généralement des pays européens et des grandes puissances, ne faisait pas l'objet de gros titres dans les journaux dans les années 1980 et 1990. Elle augmentait pourtant sensiblement, passant en France de 21 % du PIB en 1981 à 59 % en 1999, mais il n'était guère question dans les années 1980 et 1990 que des dettes de pays peu ou tardivement industrialisés, les médias de très grande diffusion, toujours très ethnocentrés (sur l'actualité nationale), ignorant presque totalement le problème.

La base de données de l'Institut national de l'audiovisuel qui archive les émissions depuis 1995, ne recense ainsi sur les chaînes hertziennes qu'un faible nombre annuel d'émissions ou de journaux télévisés abordant la « question de la dette » jusqu'en 2004. Entre une vingtaine et une trentaine d'items sont en revanche annuellement recensés pour 2005, 2006 et 2007. L'intérêt pour la dette connaît ensuite des fluctuations selon les années, mais ne retombe jamais à son niveau d'avant 2005 et il paraît atteindre un pic en 2011,

avec 72 sujets recensés. Ces chiffres résultent d'une indexation nécessairement difficile à opérer et ils comportent donc une part d'imprécision inévitable. Mais, même s'ils n'ont de valeur qu'indicative, ils suggèrent un net saut qualitatif au milieu des années 2000 qui ne peut être mis en relation avec une simple « aggravation » du problème : dans la zone euro, la dette des États augmentant entre 2001 et 2005 mais à un rythme plutôt modéré (+ 2,1 points de PIB, contre 4,5 les cinq années précédentes et 16,8 les cinq années suivantes).

Comme l'a montré Benjamin Lemoine, c'est un changement de perception qui se produit autour de 2005 (Lemoine, 2011). Il s'incarne dans l'action d'un nouveau ministre des Finances. Thierry Breton, peu de temps après sa nomination, prononce une petite phrase remarquée : « la France vit au-dessus de ses moyens » et ne manque pas une occasion pour souligner que le produit de l'impôt sur le revenu est désormais absorbé par le service de la dette. Il installe une commission dont le travail est, conformément à son souhait, fortement médiatisé et dont l'objectif est d'éclairer « le grand public » sur ce qui « n'était pas toujours perçu comme un véritable problème de la France » (Pébereau, 2006). Il s'agit donc, entre autres choses, de faire entrer le problème dans les médias de grande diffusion, tels que les principaux journaux télévisés.

Le jour de sa présentation publique, le journal *Le Monde* titre que le rapport « place l'envolée de la dette au cœur du débat politique ». Les journalistes spécialisés du quotidien connaissent suffisamment la littérature existante sur le sujet pour mesurer que le rapport ne comporte pas de « révélation fracassante » mais qu'il se caractérise par une lecture spécifique de la dette. Cette interprétation réside dans une analyse « sans concession » du gonflement de la dette, lequel est imputé à une « culture de la dépense publique » à laquelle il

s'agirait de mettre un terme (Morio, 2005). Ce rapport répond bien à ce qu'on a l'habitude de regarder comme une action symbolique en sciences sociales. Il n'apporte rien de nouveau mais transforme un problème jusqu'alors confiné à un public spécialisé en un problème collectif qui regarde « chacun de nous », selon la formule du ministre. Il réalise un travail d'universalisation de la cause et la commission est composée de manière à ce que la dette apparaisse comme mobilisant des forces politiques et des intérêts sociaux apparemment opposés. Il exerce du même coup un effet d'officialisation au regard d'une analyse particulière de la dette qui, tant qu'elle n'était défendue que par des groupes particuliers, pouvait passer pour « idéologique ».

La manière dont le problème de la dette s'est installé, au cours des années qui ont suivi, dans le monde politico-médiatique donne à voir des mécanismes observés dans nombre d'études consacrés à la construction de problèmes publics. La résorption de la dette par réduction des déficits et des dépenses publiques s'impose comme un enjeu central quasiment indiscuté. Les responsables des partis de gouvernement se doivent, pour ne pas prendre le risque d'un procès en « irresponsabilité », d'en faire l'objectif premier de leurs programmes et d'y subordonner la poursuite d'objectifs concurrents. D'un premier ministre, François Fillon, qui se déclare « à la tête d'un État [...] en situation de faillite », tout le monde tend à dire qu'il ne fait que « dire la vérité aux Français ». Les hommes politiques intériorisent le fait que l'argument du « laxisme » à l'égard de la dette est une arme que leurs adversaires ou les éditorialistes politiques peuvent utiliser à tout instant contre eux. Entre 2010 et 2012, des agences de notation, dont il n'était jusqu'ici presque jamais question dans les médias de grande diffusion, font la une des journaux télévisés lorsqu'elles dégradent la France. La dette

publique devient donc un enjeu majeur dans ce que Raymond Barre avait appelé « le microcosme » médiatico-politique. En raison des mécanismes circulaires qui régissent le fonctionnement du jeu politique et en particulier les sondages d'opinion (Champagne, 2015), la dette passe simultanément pour une préoccupation de premier plan des « Français » : les baromètres font en effet apparaître une vive « inquiétude » qui leur échappait nécessairement jusqu'alors puisque tant que le « problème » n'avait pas été constitué comme tel, il ne figurait pas au nombre des items proposés aux sondés.

Ce processus confère à Thierry Breton le rôle important de ce qu'Howard Becker a pu appeler l'« entrepreneur de morale » (Becker, 1985). Le problème est cependant une invention collective. En l'absence de Thierry Breton, un autre aurait très probablement embrassé la même cause et le même rôle. Il va de soi en outre que l'opération n'a réussi que parce que beaucoup d'agents et de groupes, dans le monde politique, étaient à ce moment-là disposés à relayer et consacrer la « cause de la dette ». Il faut également se garder d'une vision purement nationale des choses. Au milieu des années 2000, la « prise de conscience » de la dette est souhaitée et encouragée par des institutions internationales (le FMI ou l'OCDE en particulier) ou européennes et la dette publique semble se constituer en « problème » dans plusieurs pays simultanément, avec seulement des décalages temporels et des différences secondaires. Au Royaume-Uni, par exemple, c'est après la crise financière de 2008 que les questions du déficit et de la dette publique, problématisées d'une manière analogue, se développent soudainement (Berry, 2015). Des emprunts ou des échanges peuvent d'ailleurs se produire entre les pays, comme on le voit pour les « compteurs de la dette » qui, dans un lieu public, rendent (très) visible une dette augmentant « chaque seconde ». Cette idée de communication se

développe en France en 2005, mais elle émerge en Allemagne l'année précédente et dès 1989 aux États-Unis (Oser, 1995).

Des erreurs politiquement fondées

La construction de la cause a pour effet de produire et d'entretenir une croyance collective non seulement dans l'importance du problème, mais dans une représentation spécifique de la dette. Cette vision se livre sans doute sous sa forme la plus pure, débarrassée des précautions qui l'entourent en d'autres circonstances, dans les médias de très grande diffusion. Le 30 septembre 2014, alors que la dette française vient de franchir le seuil de 2 000 milliards d'euros, le journal télévisé le plus regardé en France, celui de 20 heures sur TF1, propose ainsi une mise au point très synthétique. Cette « minute pour comprendre » entend souligner l'importance de la dette et quelques-uns de ses effets, que le « bon sens » ne saurait que condamner. Il est ainsi rappelé que l'intérêt de la dette représente « l'équivalent de ce que l'impôt sur le revenu a apporté » – soit presque autant que ce que « la France dépense [...] pour l'éducation de ses enfants » –, avant que la dette publique française ne soit décrite comme « une source de revenus intarissable » pour les « retraités américains et les émirs du Golfe » qui en détiennent une partie. Pour des raisons évidentes qui tiennent à la faible spécialisation de leurs journalistes, aussi bien qu'à l'étendue et à l'hétérogénéité de leur public, les médias de grande diffusion sont particulièrement portés à relayer, sur ce type de problème, la vision officielle. En l'occurrence, les seuls éléments importants qui ne soient pas exprimés de façon explicite dans cette « minute pour comprendre », même si tout y ramène, sont l'interprétation de la dette comme résultat d'un laxisme en matière de dépenses publiques et la conclusion qu'il faut réduire ces dernières.

Cette vision du problème, si elle fait un grand usage des chiffres (et de la disproportion qu'ils présentent inévitablement avec les sommes que tout un chacun est amené à manier dans sa vie quotidienne), n'est pas neutre. Le sujet de TF1 n'indique pas simplement les sommes concernées, il les qualifie par des adjectifs (« vertigineux », « astronomique », « colossal ») qui relèvent déjà du commentaire. Les appels implicites au bon sens des téléspectateurs introduisent aussi des jugements de valeur. L'oscillation entre des faits relativement établis et incontestables et des interprétations qui prennent une liberté par rapport aux premiers ne saurait être seulement mise sur le seul compte de la vulgarisation journalistique. Elle est partie intégrante de la vision dominante. Comme souvent les opérations de ce type, le rapport de 2005 est ainsi l'œuvre d'experts qui sont aussi, en quelque sorte, des militants et qui sont portés à ce dernier titre, dans cet exercice de « pédagogie », à sacrifier en certains points la rigueur à l'efficacité. Ces rapports d'experts ont toujours une dimension normative. Le seul titre du rapport de 2005 (« Rompre avec la facilité de la dette publique ») signale qu'il n'est pas seulement question de dresser un constat ou de cerner un problème, mais d'émettre un jugement (les dépenses publiques sont une « facilité ») et de plaider pour une solution. Il suggère du même coup qu'aux yeux de ses promoteurs, le problème (la dette) pourrait être secondaire par rapport à sa solution. Il n'est peut-être même construit que pour imposer l'évidence de la solution qu'il s'agit de faire avancer.

Le consensus autour du « problème de la dette » n'est pas absolu. La montée en puissance du problème (tel qu'il est mis en forme) suscite même l'apparition de contre-argumentaires. On peut évoquer quelques-uns des éléments souvent avancés. La focalisation sur la dette brute, c'est-à-dire sans déduction des actifs détenus par les administrations publiques,

est susceptible de dramatiser le problème. L'idée d'une dette laissée aux générations futures est contestable, « l'héritage » n'étant estimé que sur la base d'un passif. L'argument de bon sens selon lequel on ne saurait durablement vivre à crédit est lui-même discuté, appliqué à cet agent économique immortel qu'est l'État. L'importance excessive accordée à de petites différences nationales, comme les excédents budgétaires que d'autres pays ont dégagés au cours des dernières décennies, est également critiquée, tout comme la focalisation sur la charge de la dette ou l'idée, implicite dans la vision dominante, qu'il existerait en soi un seuil au-delà de laquelle la dette ne saurait s'élever ; le caractère arbitraire des critères du Traité de Maastricht peut être rappelé à ce sujet. Parfois aussi la dette publique, très généralement stigmatisée, fait l'objet d'un travail de réhabilitation : elle peut correspondre à des investissements d'infrastructure, remplit des fonctions sur les marchés financiers ou dans la politique macroéconomique. À l'argument qui constitue sa résorption en priorité économique, du fait des obstacles qu'elle ferait peser sur la croissance, il est ainsi opposé qu'une « reprise » permettrait au contraire de la réduire. Il arrive aussi de souligner que l'empressement de la vision dominante à n'envisager que la solution de la réduction des dépenses publiques néglige les moyens qui par le passé ont pu être employés, notamment l'inflation et la création monétaire par les banques centrales.

Ces discussions ont toutefois principalement lieu dans des espaces qui, comme le monde académique ou des milieux dits « militants », sont relativement marginaux dans l'espace politico-médiatique. Si elles ne sont pas totalement sans effets dans les endroits les plus stratégiques, c'est qu'elles peuvent y trouver des relais au travers, par exemple, de courants politiques (à l'image du Front de gauche) dont les chances d'accéder à des postes de pouvoir sont limitées. Des représentants

de forces de gouvernement ne les endossent qu'occasionnellement, par exemple dans les circonstances des mesures de relance prises au lendemain de la crise financière qui débuta en 2007.

Ces contre-arguments suggèrent que la vision dominante de la dette est mal fondée et qu'elle repose sur des sortes d'erreurs de raisonnement. Il faut remarquer cependant que ces erreurs sont en quelque sorte socialement (ou politiquement) fondées. Si des raisonnements peut-être en partie fautifs se sont si facilement imposés dans le débat public depuis une dizaine d'années, au point d'acquérir un statut de quasi-évidences, c'est qu'ils bénéficient des acquis d'un travail politique plus ancien et plus large qui a progressivement accrédité des évidences analogues qui confortent celles d'aujourd'hui. Médiatisé depuis la fin des années 1970, le « déficit de la sécurité sociale » a par exemple suscité et banalisé tout un ensemble de discours, par exemple sur les dépenses publiques excessives (Duval, 2007), qui convergent pour les conforter avec ceux dont la dette fait aujourd'hui l'objet. À certains égards d'ailleurs, la « dette » ne vient que renommer certains des problèmes auxquels le « déficit de la sécurité sociale » renvoyait. Le rapport de 2005 s'accompagnait en effet d'une tentative pour intégrer à la dette les engagements pris par l'État en matière de retraite. L'argument de la « dette » a aussi été utilisé dans la réforme des retraites de 2012 et François Chesnais cite un document du FMI de 2010 où il est envisagé que des évolutions telles que celle liée à la construction de la dette publique en problème puisse permettre à des gouvernements de « réussir là où les autres approches ont échoué », dans la mise en œuvre de « réformes difficiles » (Chesnais, 2011).

La construction de la dette en problème public ne peut être séparée des luttes idéologiques où s'affrontent des

discours politiques qui correspondent à des façons différentes de voir le monde (et notamment la « réalité économique ») et en appellent, chacun, à des politiques conformes à leurs « diagnostics ». Une évolution importante des trente à quarante dernières années réside bien sûr dans la montée en puissance des discours néo-libéraux. Ces discours n'imprègnent pas seulement la problématisation dont la question de la dette publique fait l'objet depuis dix ans, ils lui confèrent aussi une forme d'évidence en raison des modes de pensée qu'ils ont banalisés ces dernières décennies. Plus encore, c'est la dette elle-même qui est pour partie le produit des politiques que ces discours ont inspirées. Des analyses rappellent ainsi régulièrement ce qu'elle doit aux orientations fiscales qui ont été prises depuis les années 1980, à la priorité donnée à la lutte contre l'inflation, ou encore au renoncement à la création monétaire au profit des emprunts sur les marchés obligataires.

Un problème endogène

Dire que la question de la dette a été construite en problème public conduit bien sûr à lui refuser l'évidence dont elle bénéficie aujourd'hui la plupart du temps, mais il ne s'agit pas de la qualifier d'arbitraire ou d'assimiler la vision dominante dont elle fait l'objet à une pure « invention ». Mettre l'accent sur la construction dont elle a fait l'objet, c'est en fait rappeler que son importance, un certain récit de ses origines (elle viendrait d'une culture excessive de la dépense publique), comme la nécessité de la résorber (par des formes d'« austérité ») sont des objets de croyances. Ces croyances qui sont actuellement fortement partagées ont été introduites dans le débat public et sont le produit d'une activité sociale, de luttes politiques. Il est utile d'insister sur cela,

car un effet majeur du travail de construction de la dette en problème public a consisté précisément à les faire apparaître comme fondées dans quelque chose qui serait extérieur à ces luttes : l'objectivité des chiffres, le jugement d'experts incontestables, un consensus national, un bon sens universel, une morale des générations, des constructions européennes ou internationales qui seraient de pures contraintes exogènes,...

Bibliographie

- BERRY M. (2015), « The UK Press and the Deficit Debate », *Sociology*, à paraître. doi:10.1177/0038038515582158
- BECKER H. (1985), *Outsiders. Études de sociologie de la déviance*, Métailié, Paris.
- CHAMPAGNE P. (2015), *Faire l'opinion. Le nouveau jeu politique*, Minuit, Paris.
- CHESNAIS F. (2011), *Les dettes illégitimes. Quand les banques font main basse sur les politiques publiques*, Raisons d'agir, Paris.
- DUVAL J. (2007), *Le Mythe du « trou de la Sécu »*, Raisons d'agir, Paris.
- LEMOINE B. (2011), « Les Valeurs de la dette. L'État à l'épreuve de la dette publique », Thèse de doctorat, Mines Paris Tech.
- MORIO J. (2005), « Le rapport Pébereau place l'envolée de la dette au cœur du débat politique », *Le Monde*, 15 décembre.
- OSER A. (1995), « Seymour B. Durst, Real-Estate Developer Who Led Growth on West Side, Dies at 81 », *The New York Times*, 20th May.
- NEVEU É. (2015), *Sociologie politique des problèmes publics*, Armand Colin, Paris.
- PÉBEREAU M. (2006), *Rompre avec la facilité de la dette publique. Pour des finances publiques au service de notre croissance économique et de notre cohésion sociale*, Paris, La Documentation française, 2006.

La dette écologique

EMILE GEOFFROY ET EMMA HOOPER (RCE)

Selon le Comité pour l'Annulation de la Dette du Tiers-Monde (CATDM), la dette écologique est la dette contractée par les pays industrialisés envers les autres pays à cause des spoliations passées et présentes de leurs ressources naturelles, auxquelles s'ajoutent la délocalisation des dégradations et la libre disposition de la planète afin d'y déposer les déchets de l'industrialisation. Ainsi, la dette écologique regrouperait un ensemble très large d'atteintes au capital naturel des pays en voie de développement qui irait de la pure exploitation de ressources rares et épuisables au pillage de la biodiversité (notamment par la déforestation) en passant par la délocalisation d'activités dangereuses et polluantes (telles que les essais nucléaires) et la brevetisation de savoirs traditionnels par l'industrie pharmaceutique. Comment, dès lors, penser une telle dette ?

Genèse du concept

Dans les années 1970 à 1990, la dette extérieure des pays en voie de développement ne cesse de s'alourdir et les problématiques environnementales commencent à rencontrer un certain écho (notamment au travers des sommets de Stockholm en 1972 et de Rio en 1992). Des initiatives se multiplient dans le monde entier, comme « l'Alliance des peuples du Sud créanciers de la dette écologique » créée à Prague en 2000 par des Organisations non gouvernementales

ou le Réseau européen pour la reconnaissance de la dette écologique (ENRED) en 2003.

On assiste ainsi à une prise de conscience progressive et globale de la vulnérabilité du patrimoine naturel et aux premières conséquences des inégalités écologiques et économiques face au changement climatique. La notion de dette écologique porte sur un déséquilibre et souhaite faire émerger l'idée selon laquelle la croissance économique, tirée de ressources majoritairement situées dans les pays en développement, a principalement profité aux pays développés, laissant les pays en voie de développement démunis face aux conséquences néfastes d'une telle exploitation. En d'autres termes, elle articule des questions d'équité à la fois intra- et inter-générationnelle.

Les difficultés d'évaluation de la dette écologique

Mesurer la dette écologique se heurte cependant à de nombreuses difficultés : à partir de quelle date la prendre en compte ? quelle valeur donner à l'environnement ? Si son montant fait débat compte tenu des problèmes d'évaluation, elle serait toutefois largement supérieure à la dette financière.

Plusieurs notions, telles que le « Material Intensity Per unit Service » (MIPS) de Schmidt-Bleek ou « sac à dos écologique », s'en rapprochent. Ce dernier quantifie la matière première et les ressources naturelles non renouvelables nécessaires pour produire, diffuser, utiliser, entretenir, se débarrasser (recyclage, destruction, etc.) d'un produit ou d'un service.

Une nouvelle façon de penser le développement durable

Mais le concept de dette écologique semble aspirer à recouvrir une dimension plus globale, puisqu'elle soulève des questions à la fois politiques, éthiques et financières. Comme l'explique Delphine Pouchain, « elle servira rapidement d'argument pour annuler la dette financière des pays en développement. » La dette écologique représenterait alors le pendant moral de la domination économique des pays industrialisés sur les pays en développement. Selon les propos de Larry Summers¹ (et la logique économique à laquelle il fait appel) les dégradations environnementales subies par les pays en développement seraient l'illustration de leur situation de débiteur économique à l'égard des pays développés.

Mais qui est responsable ? L'Europe et les États-Unis sont à l'origine de 80 % du CO₂ émis dans l'atmosphère depuis l'époque préindustrielle, doivent-ils de ce fait supporter seuls cette dette ? L'importance de celle-ci est éminemment liée à l'idée de « capital vert » développée par Pierre-André Juvet et Christian de Perthuis : désormais, il ne s'agit pas tant de préserver telle ou telle ressource, mais bien de sauvegarder en l'état les grands mécanismes régulateurs du climat. Si l'on ne raisonne plus seulement en termes de croissance économique mais de survie de l'espèce humaine, ceux-là seuls sont importants. Cependant, nous ne disposons encore que d'une information relativement partielle et récente au sujet des limites des systèmes naturels. Peut-on dès lors imputer à l'Occident

1 « Les pays sous-peuplés d'Afrique sont largement sous-pollués. [...] Une certaine dose de pollution devrait exister dans les pays où ce coût est le plus faible, autrement dit où les salaires sont les plus bas. Je pense que la logique économique qui veut que des masses de déchets toxiques soient déversées là où les salaires sont les plus faibles est imparable. » 12/12/1991, L. Summers, note interne de la Banque Mondiale.

l'entière responsabilité des dommages commis, sans toujours en connaître parfaitement les implications futures ?

Bibliographie

- DE PERTHUIS C., JOUVET P.-A. (2013), *Le Capital vert : De nouvelles sources de la croissance*, Odile Jacob.
- GOEMINNE G., PAREDIS E. (2010), « The concept of ecological debt: some steps towards an enriched sustainability paradigm », *Environment, development and sustainability*, vol. 12, no. 5, pp. 691-712.
- MARTINEZ-ALIER J. (2002), « Ecological debt and property rights on carbon sinks and reservoirs », *Capitalism Nature Socialism*, vol. 13, no. 1, pp. 115-119.
- PAREDIS E., GOEMINNE G., VANHOVE W., MAES F., LAMBRECHT J. (2009), « The concept of ecological debt: its meaning and applicability in international policy », *Academia Press Scientific Pub.*
- RICE J. (2009), « North-South Relations and the Ecological Debt: Asserting a Counter-Hegemonic Discourse », *Critical Sociology*, vol. 35, no. 2, pp. 225-252.
- SCHMIDT-BLEEK F. B. (1993), « MIPS – a universal ecological measure ? », *Fresenius Environmental Bulletin*.
- SHIVA V. (2001), *Protect or Plunder? Understanding Intellectual Property Rights*, Penguin Books India and Zed Books.
- SRINIVASAN U. T., CAREY S. P., HALLSTEIN E., HIGGINS P. A., KERR A. C., KOTEN L. E., NØRGAARD R. B. (2008), « The debt of nations and the distribution of ecological impacts from human activities », *Proceedings of the National Academy of Sciences*, vol. 105, no. 5, pp. 1768-1773.

Deuxième partie

*Quelles sont
les conséquences
de la dette publique ?*

■ À quoi sert la dette publique ?

ANTOINE IMBERTI (RCE)

Pour un gouvernement souhaitant améliorer le bien-être de ses administrés, on peut distinguer trois grandes fonctions de la dette publique : lisser le niveau de production au cours du cycle, ajuster le niveau d'épargne et minimiser le coût de financement de dépenses publiques irrégulières (Elmendorf et Mankiw, 1999).

Lisser le niveau de production au cours du cycle

La dette publique permet d'abord de limiter les fluctuations du niveau de production. Une économie est en effet confrontée à une multitude de chocs qui éloignent temporairement le niveau de production de son niveau potentiel, aussi bien à la hausse qu'à la baisse. Or, de telles fluctuations représentent un coût. Par exemple, une baisse temporaire de la production par rapport à son niveau potentiel peut provoquer la faillite d'entreprises viables à long terme. Empiriquement, il apparaît ainsi que, toutes choses égales par ailleurs, une volatilité plus forte du niveau de production se traduit par un taux de croissance plus faible (Ramey et Ramey, 1995).

La politique budgétaire peut alors permettre de limiter l'ampleur des variations du niveau de production, et ce d'autant plus efficacement que le gouvernement peut recourir à la dette publique. Les études empiriques montrent

généralement que les variations de dépenses publiques ou de prélèvements obligatoires affectent significativement le niveau de production (Barro, 1981 ; Barro et Redlick, 2011). Par exemple, une hausse des dépenses publiques se traduit la plupart du temps par une hausse de la production. Or, une hausse des dépenses accroît d'autant plus le niveau de production qu'elle ne s'accompagne pas d'une hausse équivalente des prélèvements. De même, une baisse des prélèvements est d'autant plus efficace que le niveau des dépenses reste inchangé. Ainsi, en permettant à un gouvernement d'exécuter un budget en déficit, la dette publique permet de stabiliser plus efficacement la production.

Ajuster le niveau d'épargne

La dette publique permet ensuite d'ajuster le niveau d'épargne dans l'économie. Le niveau de la dette publique affecte en effet le niveau d'épargne. Les études empiriques montrent généralement que les variations de la dette publique ne sont pas compensées par des variations équivalentes de l'épargne privée. Par exemple, en 1992, le gouvernement américain a introduit une baisse de l'impôt sur le revenu. L'année suivante, il a toutefois partiellement annulé cette baisse d'impôt par la réduction d'un crédit d'impôt. Dans l'intervalle, il est alors apparu que la moitié des ménages avait consommé l'équivalent de la baisse d'impôt, ne compensant donc pas la baisse de l'épargne publique par une hausse de l'épargne privée (Shapiro et Slemrod, 1995).

Or, en l'absence de variation de l'investissement étranger, le niveau d'épargne influence directement l'investissement dans l'économie et, de ce fait, le niveau de consommation. Par ailleurs, il existe dans une économie de nombreux facteurs susceptibles d'éloigner l'épargne de son niveau optimal, soit

le niveau permettant de maximiser la consommation. Ainsi, la possibilité pour un gouvernement, non seulement d'épargner, mais également de s'endetter, lui permet d'ajuster le niveau d'épargne s'il n'est pas optimal.

Minimiser le coût de financement de dépenses publiques irrégulières

La dette publique permet enfin de minimiser le coût de financement de dépenses publiques irrégulières. À moins d'une hausse infinie de la dette publique, les dépenses publiques doivent être financées par des prélèvements obligatoires. Or, tout prélèvement non forfaitaire introduit des distorsions dans le comportement des agents et diminue leur bien-être. Plus précisément, les distorsions augmentent plus que proportionnellement au taux de prélèvement. Par conséquent, des prélèvements constants au cours du temps sont moins coûteux en bien-être que des prélèvements irréguliers. La possibilité pour un gouvernement de s'endetter permet alors de concilier prélèvements constants et dépenses publiques irrégulières.

Bibliographie

- BARRO R. (1981), « Output Effects of Government Purchases », *Journal of Political Economy*, vol. 89, no. 6, pp. 1086-1121.
- BARRO R., REDLICK C. (2011), « Macroeconomic Effects from Government Purchases and Taxes », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 126, pp. 51-102.
- ELMENDORF D., MANKIW G. (1999), « Government debt », in John Taylor, Michael Woodford (eds.), *Handbook of Macroeconomics*, Elsevier.

RAMEY G., RAMEY V. (1995), « Cross-Country Evidence on the Link Between Volatility and Growth », *American Economic Review*, vol. 85, no. 5, pp. 1138-1151.

SHAPIRO M., SLEMROD J. (1995), « Consumer Response to the Timing of Income: Evidence from a Change in Tax Withholding », *American Economic Review*, vol. 85, no. 1, pp. 274-283.

Les gouvernements doivent-ils réduire la dette publique ?

RAPHAËL A. ESPINOZA

University College London (UCL) et Fonds
Monétaire International(FMI)

ATISH R. GHOSH

Fonds Monétaire International (FMI)

JONATHAN D. OSTRY

Fonds Monétaire International(FMI)¹

Résumé

Suite à la crise mondiale de 2008-2009, la dette publique des pays riches a atteint des niveaux inédits en 40 ans, alourdie par les soutiens aux banques et l'augmentation des déficits budgétaires. Les débats récents ont alors porté sur la vitesse idéale de réduction de la dette, sans que la question de son niveau optimal à long terme soit elle-même posée. Nous défendons l'idée que, pour les pays qui ont une marge de manœuvre budgétaire suffisante, faire baisser le niveau d'endettement n'est pas désirable, car le coût des politiques d'austérité excède probablement les bénéfices que l'on peut espérer en matière de réduction de la probabilité de crise de la dette publique. Bien qu'il soit difficile de déterminer les conditions dans lesquelles un pays a suffisamment de marge, il est possible d'évaluer les risques de soutenabilité de la dette

1 Cet article n'exprime pas le point de vue du FMI et ne saurait être cité comme tel. Les opinions exprimées ici sont celles des auteurs et ne représentent pas forcément celles du FMI ou la politique du FMI.

en analysant le comportement du solde budgétaire primaire. Finalement, nous expliquons que même si la dette publique a un coût social et réduit l'investissement et la croissance, cela n'implique pas qu'il soit désirable de la réduire, car la dette héritée suite à la crise est aujourd'hui un coût irrécupérable.

Abstract

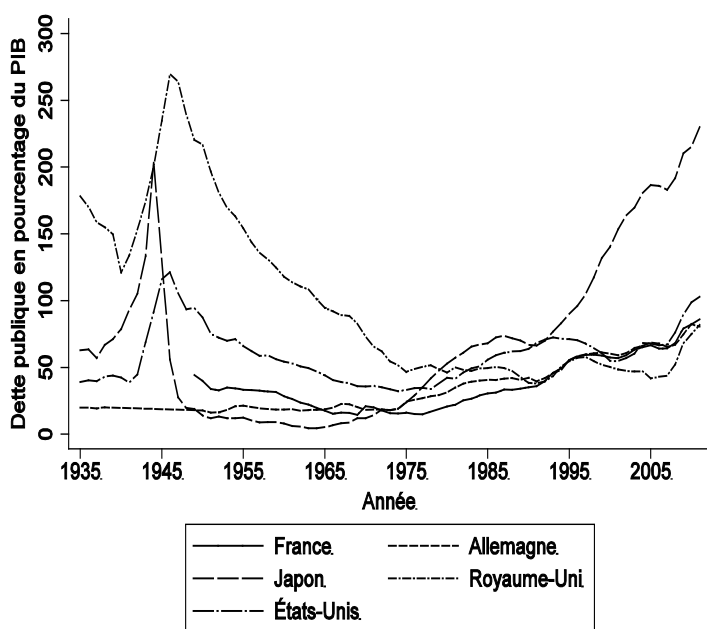
Financial bailouts and budget deficits during the Great Recession have resulted in some of the highest public debt ratios seen in advanced economies in the past 40 years. Recent debates have centered on the pace at which to pay down this debt, with few questions being asked about the desirable level of public debt to which the economy should converge. We argue that for countries that maintain fiscal space, paying down debt is undesirable because the distortive cost of policies to deliberately pay down the debt is likely to exceed the crisis-insurance benefit from lower debt. Determining whether a country has fiscal space is not a mechanical exercise, though it is possible to look at the behaviour of primary balances to assess risks to debt sustainability. Finally, we argue that although inherited public debt represents a deadweight burden on the economy, dimming both its investment and growth prospects, this does not justify that reducing debt is desirable because inherited debt is now a sunk cost.

Introduction

Avec la crise bancaire de 2008, la récession mondiale de 2009, et la crise européenne encore en cours, les gouvernements ont vu leur dette croître à un rythme effréné, et atteindre des niveaux inédits depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale (graphique 1). En moyenne, pour la zone euro, l'augmentation de la dette publique entre 2007 et 2013 a atteint 30 % du PIB. Les causes de cette augmentation sont multiples et différent selon les

pays, mais pour l'essentiel, elle peut être attribuée au soutien aux banques – 33 % de l'augmentation en zone euro (Eyraud et Wu, 2015) – et à la faiblesse de la croissance. Pour la zone euro, seuls 10 % de cette augmentation sont dus à une politique active de relance, mesurée par la détérioration du déficit primaire structurel.

Graphique 1 *Ratio dette publique/PIB, depuis 1935*



Source : Abbas *et alii* (2012)

Cette augmentation de la dette a nourri un sentiment d'urgence à la faire baisser. Reinhart et Rogoff (2010) ont souligné les risques pour la croissance lorsque la dette publique excède 90 % du PIB. Le Pacte de stabilité et de croissance a été renforcé, obligeant par exemple les États dont la dette est supérieure à 60 % du PIB à réduire l'écart à ce seuil au

rythme d'un vingtième par an. Comme il faut aussi prendre en compte les effets sur la croissance des mesures d'austérité, les débats ont alors porté sur la vitesse idéale pour faire baisser la dette (Blanchard et Leigh, 2013), sans que soit questionnée la nécessité même de la faire baisser.

Suite à une augmentation de la dette publique, il y aurait en fait plusieurs possibilités :

- La politique optimale pourrait être de retourner au niveau de dette d'avant la crise. C'est ce qui est prescrit, par exemple, par le Pacte de stabilité et de croissance ;
- La politique optimale pourrait être de réduire la dette, sans pour autant retourner aux niveaux historiques ;
- L'État pourrait aussi décider de ne rien faire et de vivre avec un niveau de dette plus élevé.

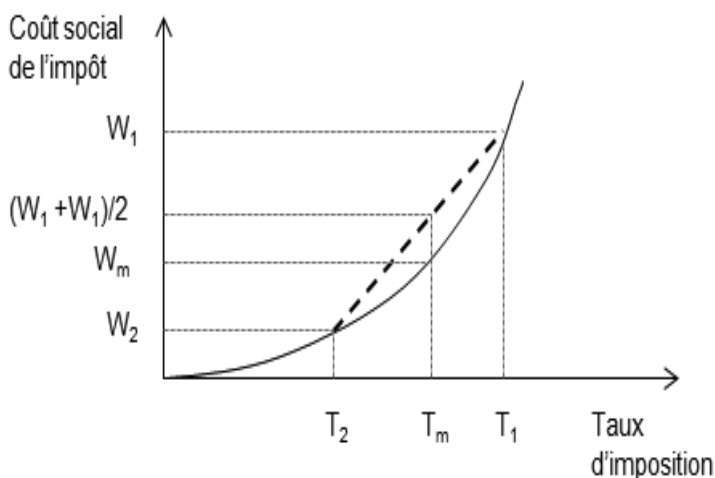
Il n'est pas clair *a priori* qu'une option soit préférable aux autres. La dette publique comporte en effet des coûts irrécupérables que l'on ne peut qu'atténuer, sans les éliminer totalement. Ainsi, chaque option, si elle est source de bénéfices, conduit également à des coûts qu'il convient d'évaluer. D'une part, réduire la dette implique une taxation plus élevée qui pénalise l'économie. Mais d'autre part, ne jamais réduire la dette signifie en payer les intérêts à perpétuité.

En fait, la théorie néoclassique (qui fait abstraction de plusieurs facteurs sur lesquels nous allons revenir) recommande la troisième option, une solution qui peut paraître radicale : ne rien faire avec la dette. L'objectif de cet article est de prendre cette recommandation au sérieux et d'en discuter les arguments et les limitations.

Quelle est la politique fiscale optimale pour un pays qui ne présente pas de risque de défaut ?

Pour répondre à cette question, il est utile, pour commencer, de simplifier à l'extrême le problème et d'utiliser le modèle néoclassique, dans lequel il n'y a qu'un seul agent dans une économie fermée. Cet agent est à la fois consommateur, travailleur, investisseur, et il peut aussi prêter son argent au gouvernement. Il paye donc ses impôts pour rembourser la dette publique... qui lui est due, car c'est lui qui a prêté au gouvernement ! Ce modèle fait abstraction des problèmes de redistribution (entre travailleurs et capitalistes, entre générations, et entre pays), et son analyse se concentre donc sur les problèmes d'efficacité économique.

Graphique 2 Coût social de l'impôt



Dans ce modèle, aussi appelé « modèle de Ramsey », les taxes introduisent des distorsions dans les choix des agents, ce qui réduit leur bien-être. De plus, cette perte de bien-être, soit le coût social des distorsions, croît plus que

proportionnellement au taux d'imposition. Robert Barro (1979), puis Lucas et Stokey (1983), ont alors montré que le taux d'imposition devait rester constant au cours du temps.

Par ailleurs, un gouvernement peut avoir intérêt à faire varier le taux d'imposition au cours du temps si son taux de préférence pour le présent, soit la manière dont il valorise la consommation présente relativement à la consommation future, diffère du taux d'intérêt sur la dette publique. Par exemple, si son taux de préférence pour le présent est supérieur au taux d'intérêt, il est avantageux pour le gouvernement de s'endetter aujourd'hui tout en faisant baisser le taux d'imposition, puis de rembourser la dette dans le futur par une imposition accrue. En valeur actualisée, les distorsions évitées font plus que compenser le taux d'intérêt sur la dette publique. Or, on peut considérer que le taux de préférence pour le présent du gouvernement est représentatif de celui de ses administrés et donc aussi de ses prêteurs. Il en résulte que le taux de préférence du gouvernement équivaut au taux d'intérêt sur la dette publique. Par conséquent, le gouvernement n'a pas intérêt à faire varier le taux d'imposition au cours du temps. De même, dans la mesure où le taux de préférence pour le présent du gouvernement équivaut au taux d'intérêt, le gouvernement a intérêt à maintenir constantes les dépenses publiques au cours du temps.

Ainsi, la politique budgétaire optimale consiste à maintenir le budget du gouvernement à l'équilibre et la dette publique constante. Par exemple, une politique de remboursement de la dette par des excédents budgétaires ne permettrait pas, à long terme, de maintenir le taux d'imposition constant. En effet, un budget maintenu en excédent conduirait, à long terme, au remboursement de la dette puis à une accumulation d'actifs à l'infini. Une telle accumulation appellerait vraisemblablement des mesures compensatrices et une baisse du taux d'imposition à terme, ce qui n'est pas optimal.

Ce cadre d'analyse est développé plus en détail dans l'article d'Ostry *et alii* (2015). Il convient par ailleurs de noter que, même si ce résultat théorique est spécifique au modèle avec un seul agent, des simulations avec un modèle à générations imbriquées (dans lequel le taux d'intérêt augmente car les agents internalisent leur probabilité de décès) donnent des résultats qui sont quantitativement équivalents (Leith, Moldovan et Wren-Lewis, 2012).

Trois contre-arguments

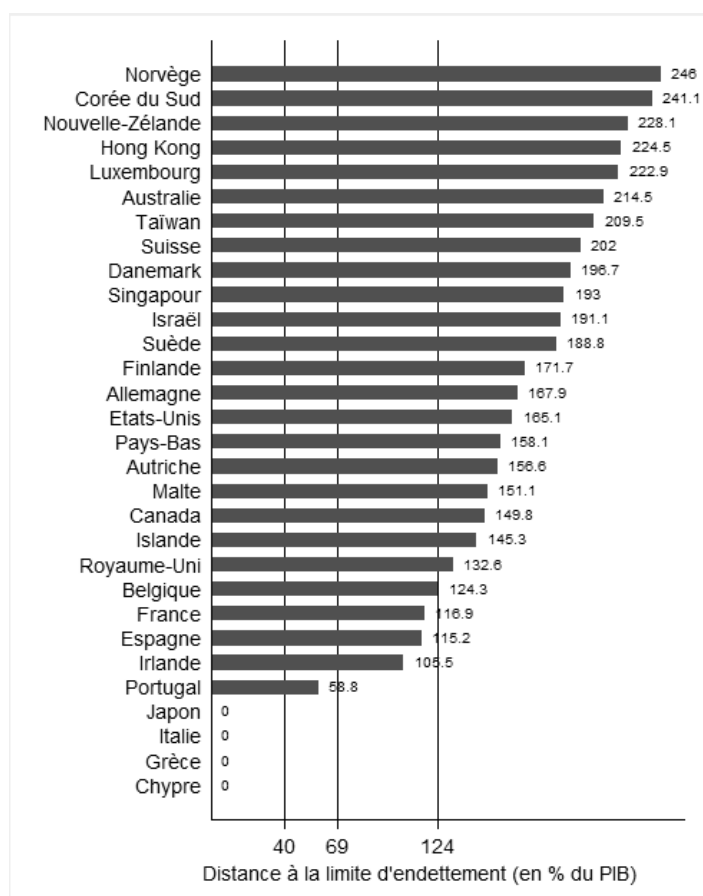
Trois arguments peuvent être opposés à cette théorie. Tout d'abord, le risque de défaut ne peut être négligé. En particulier, il implique que les marchés peuvent se retourner contre un pays et provoquer une crise de financement pour l'État. Ce scénario, qui est plus probable lorsque la dette est élevée, est absent du modèle de Ramsey. Deuxièmement, un point lié au premier argument est qu'il est important que l'État garde une certaine marge de manœuvre budgétaire pour pouvoir répondre à des chocs futurs, et ne pas se retrouver dans une crise de financement. Troisièmement, même en faisant abstraction de ces facteurs de risque, une dette publique élevée déprime la croissance, ce qui pourrait justifier de réduire la dette.

Crise de financement

Il est évident que, dans plusieurs pays, le problème de la dette est si pressant que les marchés exigent une prime de risque très élevée et, dans certains cas extrêmes, le gouvernement ne peut plus emprunter. Dans ces conditions, il n'a d'autre choix que de générer des excédents budgétaires pour rembourser la dette. Mais ce qui est nécessaire dans certains pays n'est pas forcément approprié pour d'autres. Les recommandations de politique économique doivent toujours être adaptées aux circonstances particulières de chaque pays.

Il peut être utile de séparer les pays en trois différentes catégories : les pays avec suffisamment de marge de manœuvre budgétaire pour ne pas être inquiétés par les marchés (zone sûre) ; les pays dont le risque souverain est si élevé que le gouvernement n'a plus le choix et est obligé de réduire sa dette (risque grave) ; les pays dans une situation intermédiaire, lorsque malgré les risques, le gouvernement peut encore choisir entre différentes stratégies pour sa dette (risque significatif ou prudence requise).

Graphique 3

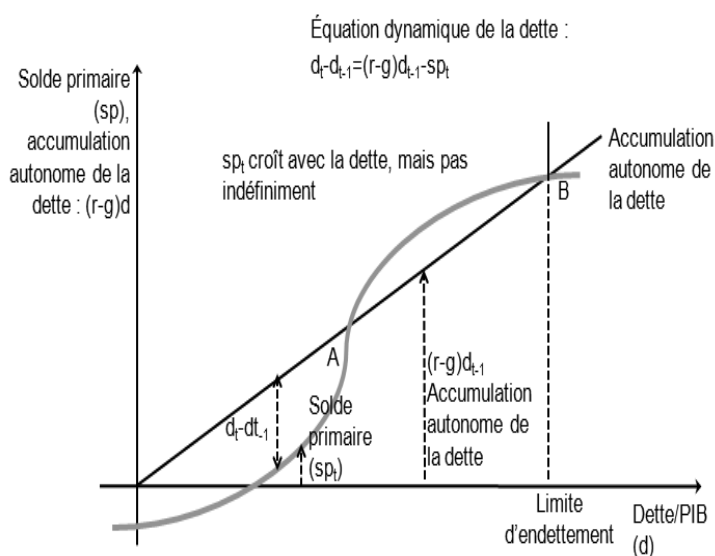


Mais comment ranger les pays par catégorie ? Ostry *et alii* (2010) et Ghosh *et alii* (2013) ont suggéré une mesure de la marge de manœuvre budgétaire (« fiscal space » en anglais) dans les pays riches (mesure qui est maintenant utilisée par Moody's ; cf. figure 4). Ostry *et alii* (2010) proposent de calculer la marge de manœuvre budgétaire en se basant sur les choix budgétaires passés des gouvernements de chaque pays. Bohn (1998) avait déjà montré qu'une condition suffisante pour assurer la solvabilité d'un État est que le solde budgétaire primaire croisse linéairement avec la dette. Bien sûr, il y a une limite à cet accroissement : le surplus budgétaire ne peut excéder le PIB ! Bien avant d'atteindre cette limite théorique, les gouvernements sont de toute façon affectés par ce qu'Ostry *et alii* (2010) appellent la « fatigue fiscale » : à mesure que le solde primaire augmente, il devient de plus en plus difficile d'augmenter les impôts et de réduire les dépenses. Cette difficulté à demander toujours plus d'effort fiscal est représentée par la courbe en S sur le graphique 4 : au-delà d'un certain seuil, il est impossible de continuer à augmenter l'excédent primaire.

Enfin, il faut remarquer que dans l'équation de dynamique du ratio dette/PIB (d), en plus du solde primaire (sp), apparaît un terme d'accumulation autonome de la dette ($r-g$) d qui représente les intérêts payés sur la dette passée (avec un taux d'intérêt nominal r , ajustés du taux de croissance nominal de l'économie g). Cette composante d'accumulation de la dette est représentée par la ligne droite dans la figure 4. Il y a alors deux points d'intersection (A et B) entre la courbe en S représentant le solde primaire et la ligne droite d'accumulation autonome de la dette. Le point A est un point d'équilibre vers lequel la dette publique converge en l'absence de chocs : à la gauche du point A, le surplus primaire est inférieur à l'accumulation autonome de la dette, et le ratio dette/PIB augmente ; à droite du point A, le surplus primaire est supérieur à l'accumulation autonome de la dette, et le ratio

dette/PIB diminue. Le point B est celui qui nous intéresse car il indique la limite d'endettement : à la droite de B, l'excédent primaire (sp) est inférieur à ce qu'il devrait être pour stabiliser la dette $((r-g)d)$. Il est alors évident pour tous, y compris pour les marchés financiers et autres prêteurs, qu'au-delà du point B, la dette devrait croître sans limite et que cette dynamique finirait par un défaut de paiement. Anticipant ces événements, les marchés refusent de prêter au-delà du point B.

Graphique 4 *Limite d'endettement : modèle de Ghosh et alii (2013)*



Source : adapté de Ghosh et alii (2013)

Pour calculer la limite d'endettement, pays par pays, Ostry et alii (2010) estiment la courbe S et les paramètres r et g à partir de données historiques, ce qui permet alors de trouver le point B. La distance entre la limite d'endettement et le niveau de dette constitue la marge de manœuvre budgétaire. Pour les pays dans la zone verte, le risque de crise de financement est minime et vivre avec la dette, sans essayer de la réduire, est possible.

Épargne de précaution

Un deuxième contre-argument, lié au premier, est qu'il est utile de réduire la dette pour s'assurer une marge de manœuvre plus grande en cas d'imprévu. Avoir une dette faible est particulièrement utile pour faire face à des situations catastrophiques, par exemple une crise financière pendant laquelle l'État doit emprunter pour recapitaliser les banques. Si la dette est déjà élevée avant le choc, l'emprunt peut s'avérer très coûteux, car la prime de risque sur les obligations du trésor peut augmenter. Le cas extrême est celui d'un gouvernement se retrouvant dans l'incapacité d'emprunter.

Ce contre-argument semble valable, mais pour l'évaluer, une analyse coût-bénéfice est nécessaire. Les avantages d'une dette publique plus basse doivent être comparés aux coûts des politiques d'austérité. Ces avantages sont sans doute élevés pour des pays dans la zone rouge, mais faibles pour les pays qui se trouvent dans la zone verte : les crises de financement sont relativement rares, même quand la dette publique excède 100 % du PIB. De plus, si une politique de réduction de la dette, la faisant passer par exemple de 110 % à 100 % du PIB, peut en théorie réduire la probabilité d'une crise de la dette publique, cet effet est marginal pour des pays dans la zone verte : passer d'une probabilité de crise de la dette de 3 % à 2 %, par exemple, n'est pas un gain substantiel. Dans l'article d'Ostry *et alii* (2015), nous quantifions les bénéfices dus à une réduction de la probabilité de crise de la dette publique. Nous calculons aussi les coûts, dus à l'augmentation des impôts, d'une politique de réduction de la dette dans le modèle de Ramsey. Nous montrons alors que ces coûts sont d'un ordre de grandeur plus élevé que les bénéfices dus à une réduction de la probabilité de crise de la dette publique.

Dette et croissance

Reinhart et Rogoff (2010), dans un article certes très contesté, ont illustré les coûts de la dette publique en matière

de croissance du PIB. Ces estimations ne sont pas contradictoires avec celles du modèle de Ramsey. Dans ce modèle, la dette publique a un coût social, qui devra être supporté pendant longtemps. En particulier, les impôts nécessaires pour honorer la dette réduisent l'offre de travail et l'investissement, et, ainsi, la croissance. La dette publique est mauvaise pour la croissance.

Ces résultats n'entrent-ils donc pas en contradiction avec notre argument, en justifiant la nécessité de réduire la dette ? Non, car son coût est le résultat de décisions passées (la dette a déjà augmenté), et est maintenant inévitable, à moins de faire défaut. Il ne justifie pas d'augmenter les impôts maintenant (et donc de faire encore plus de mal à l'économie) pour les réduire à nouveau, une fois la dette remboursée. Le remède serait pire que le mal qu'il souhaite traiter.

Conclusion

Les pays riches gèrent encore les conséquences budgétaires de la crise de 2008-2009. Toutes les économies ne sont évidemment pas dans la même situation. Quelques gouvernements sont au pied du mur et doivent réduire leur dette impérativement. La situation de plusieurs autres pays est plus ambiguë car, bien qu'ils ne soient pas sous la pression immédiate des marchés, ces gouvernements ont peu de marge. Mais pour certains pays dans la zone verte, qui ont suffisamment de marge de manœuvre, la politique budgétaire ne doit pas se réduire à un objectif de réduction de la dette à tout prix. L'idée qu'il est toujours préférable de réduire la dette publique doit être questionnée, en particulier à l'aide d'une analyse coût-bénéfice. Pour plusieurs de ces pays, vivre avec la dette héritée est probablement la meilleure politique.

Bibliographie

- ABBAS A. S. M., BELHOCINE N., EL-GANAINY A., HORTON M. (2011), « Historical Patterns and Dynamics of Public Debt—Evidence From a New Database », *IMF Economic Review*, 59 (4), 717-42. doi:10.1057/imfer.2011.24
- BARRO R. (1979), « On the Determination of the Public Debt », *Journal of Political Economy*, 87 (5), 940-71.
- BLANCHARD O., LEIGH D. (2013), « Fiscal consolidation: At what speed? », Voxeu, 3 May 2013. <http://www.voxeu.org/article/fiscal-consolidation-what-speed>
- BOHN H. (1998), « The Behaviour of US Public Debt and Deficits », *Quarterly Journal of Economics*, 113(3), 949-963.
- EYRAUD L., WU T. (2015), « Playing by the Rules: Reforming Fiscal Governance in Europe », IMF Working Paper, 15/67, Washington DC: International Monetary Fund.
- GHOSH A. R., KIM J. I., MENDOZA E. G., OSTRY J. D., QURESHI M. S. (2013), « Fiscal Fatigue, Fiscal Space and Debt Sustainability in Advanced Economies », *Economic Journal*, 123(566), F4-F30.
- LEITH C., MOLDOVAN I., WREN-LEWIS S. (2012), « Debt Stabilization in a Non-Ricardian Economy », mimeo.
- LUCAS JR. R. E., STOKEY N. L. (1983), « Optimal Fiscal and Monetary Policy in an Economy without Capital », *Journal of Monetary Economics*, 12 (1), 55-93. doi:10.1016/0304-3932(83)90049-1.
- OSTRY J. D., GHOSH A. R., ESPINOZA R. (2015), « When Should Public Debt Be Repaid? », IMF Staff Discussion Note 15/10, Washington DC: International Monetary Fund.
- OSTRY J. D., GHOSH A. R., KIM J. I., QURESHI M. S. (2010), « Fiscal Space », IMF Staff Discussion Note, Washington DC: International Monetary Fund.
- REINHART C. M., ROGOFF K. S. (2010), « Growth in a Time of Debt », *American Economic Review*, 100(2), 573-78. doi:10.1257/aer.100.2.573.

Quelles sont les causes et les conséquences d'un défaut sur la dette publique ?¹

JEAN-PIERRE ALLEGRET

professeur d'économie à l'université Paris Ouest
Nanterre La Défense, UMR 7235 CNRS, EconomiX

Résumé

Cet article s'intéresse à la question des défauts souverains sur la dette extérieure. Deux principales questions sont abordées. La première porte sur les conditions pouvant conduire un Etat à se retrouver en défaut. Les facteurs importants sont les chocs internationaux défavorables, les anticipations auto-réalisatrices des investisseurs et l'excès de dettes privées pouvant conduire à une crise bancaire systémique. La seconde question aborde les coûts supportés par les Etats en situation de défaut. Un défaut permet une amélioration des performances macroéconomiques des pays en restaurant leur solvabilité s'il y a un allègement de la dette.

Abstract

This paper analyzes sovereign defaults on external debt. Two main issues are addressed. First, we discuss the conditions that may lead a government to declare an external default. Important factors are adverse international shocks, self-fulfilling

1 L'auteur remercie l'équipe de rédaction de la revue, et plus particulièrement Emile Geoffroy, pour leurs remarques et suggestions sur des versions antérieures de cet article.

expectations of investors and excess private debt leading to systemic banking crisis. Second, we discuss the costs borne by the government in default. Defaults improve macroeconomic performances of countries by restoring their solvency if a debt relief occurs.

Introduction

En mars 2012, la Grèce a conclu l'opération de restructuration de la dette souveraine la plus importante dans l'histoire des défauts souverains (Xafa, 2014). Elle a porté sur un montant de 200 milliards d'euros d'échanges de dette émise par l'État grec et 30 milliards de rachats de dette. En tenant compte des déboursements effectués par la Grèce à cette occasion, la réduction nette de la dette a été de près de 107 milliards d'euros, soit l'équivalent de 55 % du PIB de la Grèce².

Au-delà des enjeux liés à la pérennité de la zone euro, la crise grecque offre l'opportunité de revenir sur une question importante en économie, celle du défaut d'un État sur sa dette et ses conséquences économiques. Avant d'aborder ces questions, il est important de définir ce que l'on appelle le défaut d'un État. Celui-ci – appelé aussi défaut souverain – caractérise une situation dans laquelle un État n'est plus en mesure d'honorer dans les termes prévus les paiements d'intérêt ou le principal et / ou lorsqu'une opération de restructuration de sa dette est effectuée en impliquant des conditions moins favorables aux prêteurs. Le défaut peut être partiel, ce qui signifie que les intérêts continuent à être payés mais pas le principal. Un accord sur l'arrêt momentané des paiements (moratoire) s'avère nécessaire lorsque le défaut est total (Das *et al.*, 2012). L'objectif d'une opération de restructuration de la dette est de

2 Pour une analyse détaillée, voir Zettelmeyer *et al.* (2014) et Xafa (2014).

restaurer la capacité d'un État à faire face à ses engagements dans le futur. Elle implique donc souvent une réduction de la valeur de la dette appelée *haircut*. Le corollaire est que l'évolution de l'activité économique après une restructuration de la dette est un critère important pour juger de la réussite de l'opération.

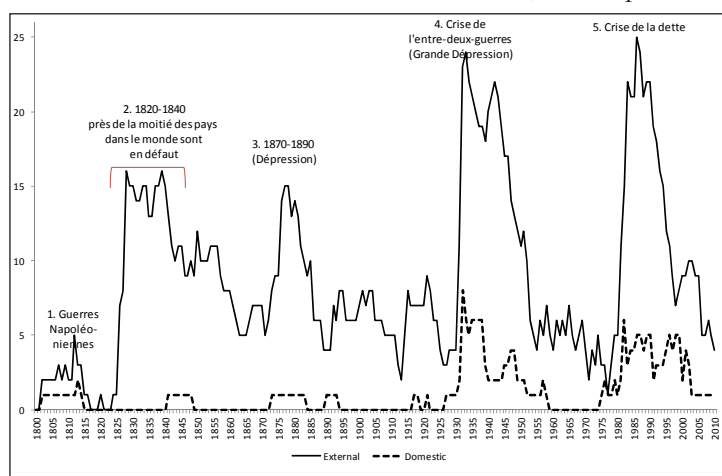
Les défauts souverains sur la dette externe sont loin d'être des événements rares. Ainsi, le graphique 1 présente leur évolution entre 1800 et 2010. Ce graphique montre la présence de cinq « *cycles de défauts* » selon l'expression de Reinhart et Rogoff (2009) au sens où le défaut d'un pays est rarement un phénomène isolé. En outre, il est important de souligner que le défaut est loin d'être un phénomène ne concernant que les pays en développement et émergents. Par exemple, l'Espagne a fait treize fois défauts et la France huit fois entre les 16^e et 19^e siècles. Au cours du 19^e siècle, l'Allemagne a connu cinq défauts³. Ces données illustrent aussi un autre phénomène important : non seulement, de manière générale, le défaut d'un État n'est pas un phénomène isolé, mais un même État a tendance à connaître plusieurs défauts dans son histoire. Cette succession de défauts est appelée par Reinhart *et al.* (2003) « *l'intolérance à la dette* ».

On se focalise ici sur les défauts liés à la dette souveraine extérieure pour deux raisons principales. Tout d'abord, cette question a fait l'objet d'une importante littérature nous permettant d'avoir un corps de connaissance solide. Ensuite, un défaut sur la dette domestique repose sur des mécanismes spécifiques – par exemple l'hyperinflation qui réduit à néant la valeur nominale de la dette publique et / ou la persuasion morale auprès des investisseurs nationaux pour qu'ils achètent

3 En guise de comparaison, depuis 1830, le Brésil a fait sept fois défaut, le Venezuela huit fois, l'Argentine quatre fois et la Turquie six fois. Source : Reinhart *et al.* (2003).

massivement des titres publics domestiques – qui différencient clairement ces deux types de défauts. Cependant, il est important de souligner que, comme le montre le graphique 1, non seulement les défauts internes ne sont pas des événements peu fréquents, mais ils tendent à accompagner, particulièrement depuis la crise de l'entre-deux-guerres, les défauts extérieurs.

Graphique 1 *Défauts souverains sur la dette externe et sur la dette interne entre 1800 et 2010, nombre par année*



Source : à partir de la base de données de Reinhart et Rogoff

La suite de cet article cherche à apporter quelques éléments de réponses à deux questions principales. D'abord, dans quelles conditions un État est-il conduit à faire défaut ? En second lieu, quels sont les coûts réellement supportés par un État qui fait défaut ?

Dans quelles conditions les États font-ils défaut sur leur dette ?

Dans la mesure où nous focalisons notre attention sur la dette extérieure, nous allons appréhender la

question des conditions du défaut à travers la condition de soutenabilité du compte courant. Cette condition permet d'identifier les facteurs qui exercent une influence sur la capacité d'un État à faire face à ses engagements extérieurs. Ensuite, nous montrerons – en prenant appui sur les études empiriques – quelles sont les principales variables économiques influençant l'apparition de défauts souverains.

La soutenabilité du compte courant

La notion de soutenabilité du compte courant⁴ fait référence aux situations dans lesquelles un État est en mesure de faire face à ses engagements extérieurs. Dans la mesure où la dette extérieure est en règle générale libellée en devises, la soutenabilité rapproche l'ensemble des engagements extérieurs d'un État – en tenant compte du principal et du taux d'intérêt réel – avec la balance commerciale, cette dernière permettant de gagner des devises par l'intermédiaire des exportations. Plus précisément, la balance commerciale détermine le montant net du produit que l'économie transfère à l'étranger à chaque période. Ce montant est lui-même représenté par ce qui reste du PIB une fois enlevée toute la dépense domestique. Ainsi, le compte courant sera dit soutenable lorsque la valeur présente des ressources transférées à l'étranger dans le temps est égale à la valeur initiale de la dette due à l'étranger. En termes intertemporels, cela signifie que la contrainte de soutenabilité est respectée si et seulement si un pays est en mesure de payer sa dette extérieure initiale en dégageant des surplus futurs de sa balance commerciale.

Une implication importante du raisonnement précédent est que la contrainte de soutenabilité n'est pas équivalente

4 Pour une présentation plus technique, le lecteur est renvoyé à Obstfeld et Rogoff (1996) et Agénor (2000).

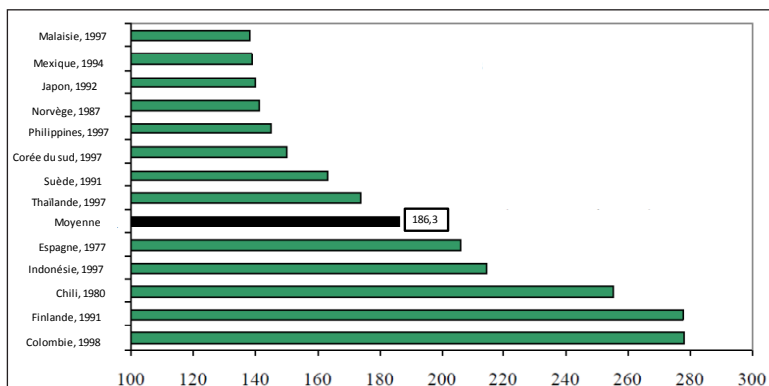
à l'idée selon laquelle un pays devrait toujours avoir ses comptes extérieurs équilibrés. En effet, une économie avec une production croissante peut avoir un déficit courant perpétuel et en même temps maintenir un ratio (dette extérieure / PIB) constant. Pour comprendre cette idée, il est possible de raisonner par analogie avec la contrainte budgétaire intertemporelle d'un État. Ici, la différence essentielle est que la dette qui nous intéresse est libellée en devises. Lorsque l'on analyse la soutenabilité de la dette extérieure, ce qui compte c'est la capacité de remboursement de l'État, et celle-ci dépend de la taille de l'économie concernée. C'est la raison pour laquelle ce qui importe n'est pas de stabiliser le montant absolu de la dette, mais de stabiliser le ratio dette extérieure sur PIB. Or, si le PIB croît indéfiniment, ce ratio dette extérieure sur PIB peut demeurer constant, même si la dette extérieure ne cesse de croître. Dans cette perspective, la valeur qu'il est intéressant de contrôler est la charge de la dette, qui représente le montant annuel des intérêts de la dette de l'État. Plus le taux d'intérêt est supérieur au taux de croissance de l'économie, plus la charge de la dette devient lourde, et plus on se rapproche d'une situation insoutenable.

On peut ainsi identifier les variables susceptibles d'avoir une influence sur la capacité d'un État à faire face à ses engagements extérieurs. La première variable est la balance commerciale, qui dépend largement de l'évolution de la conjoncture internationale. Une seconde variable est le taux d'intérêt réel, qui est lui-même déterminé sur les marchés internationaux, non seulement en fonction d'une appréciation objective de la situation d'une économie, mais aussi selon l'appétit pour le risque des investisseurs internationaux. Enfin, le taux de croissance de l'économie influe sur la soutenabilité, et dépend dans une certaine mesure de la politique économique conduite par le pays.

Les enseignements des principaux épisodes de défauts souverains

D'une manière générale, les défauts souverains tendent à se produire à la suite d'une dégradation de la situation macroéconomique des pays. Ainsi, Aguiar et Amador (2014) ont montré que les pays qui ont connu un défaut souverain avaient une production inférieure de 1,6 point de pourcentage à leur tendance de long terme au moment du défaut. De nombreux travaux montrent aussi que les défauts souverains tendent à être associés avec l'apparition de crises bancaires systémiques. Plusieurs mécanismes expliquent ce lien. En premier lieu, ces crises bancaires s'accompagnent de plans de sauvetage d'envergure mis en œuvre par les autorités. Cette socialisation des dettes privées participe ainsi à la dégradation des finances publiques. En outre, la contraction de l'activité au sein des pays qui subissent des crises bancaires réduit les recettes fiscales de l'État. Selon les estimations de Reinhart et Rogoff (2011), les crises bancaires s'accompagnent d'une détérioration des finances publiques de l'ordre de 86 % (Graphique 2).

Graphique 2 *Accroissement cumulé de la dette publique dans les trois ans qui suivent une crise bancaire systémique. Indice 100 l'année de la crise*



Source : Reinhart et Rogoff (2011), p. 10

Au cours de la crise financière mondiale de 2008-2009, Reinhart et Rogoff (2011) estiment à 134 % l'accroissement de la dette publique pour des pays tels que les États-Unis, l'Espagne, la Grèce, l'Irlande et le Royaume-Uni. Deuxièmement, les crises bancaires systémiques s'accompagnent souvent d'une contraction de l'activité économique mondiale, particulièrement lorsque ce sont les banques des pays développés qui sont frappées. Il en résulte une baisse des recettes d'exportations qui réduit la capacité de remboursement de la dette extérieure. Troisièmement, les crises bancaires peuvent conduire à un arrêt soudain des flux internationaux de capitaux susceptible d'induire une crise des dettes souveraines.

Les crises de dettes souveraines sont aussi influencées par les facteurs globaux. Ainsi, Reinhart et Rogoff (2009) ont montré que les cycles de prix des matières premières (les pics et les creux) sont des indicateurs avancés des cycles des flux internationaux de capitaux qui ont eux-mêmes un impact sur la capacité des États à faire face à leurs engagements internationaux. L'aversion au risque des investisseurs internationaux exerce elle aussi une influence sur l'occurrence des crises de dettes souveraines notamment par l'intermédiaire des primes de risque qui pèsent sur les taux d'intérêt. On peut illustrer le rôle des investisseurs internationaux en considérant la situation de quelques pays à l'occasion de la crise de la dette des années 80, et en fixant un taux d'intérêt réel à 8 % et en estimant le taux de croissance de l'économie à partir de données nationales (Tableau 1). Si le ratio est élevé pour le Mexique en 1983, ce n'est pas le cas pour le Brésil et le Chili. Dès lors, il apparaît que cette crise a eu une composante auto-réalisatrice : les deux derniers pays pouvaient payer, c'est leur rationnement sur le marché financier international qui a provoqué leur crise.

Tableau 1 *Charge réelle de la dette dans quelques pays en développement en 1983, en %*

Argentine	2,9	Canada	1,6	Mexique	3,1
Australie	1,3	Chili	1,5	Nigeria	1,1
Brésil	1,3	Hongrie	2,3	Thaïlande	0,0

Source : Obstfeld et Rogoff (1996), p. 69

Les défauts sont-ils économiquement coûteux pour les États ?

La littérature académique concernant les défauts souverains met en avant un certain nombre de coûts qui devraient dissuader les États de se retrouver dans une telle situation. Les études empiriques ont une conclusion plus nuancée.

Effet réputation et effet signal

Il est courant d'utiliser le terme de « faillite » lorsque l'on fait référence aux difficultés financières d'un État. Cette expression est cependant doublement trompeuse. D'une part, contrairement aux entreprises privées, il n'existe pas de loi sur les faillites « souveraines » protégeant les crédi-teurs et les débiteurs. Autrement dit, aucune procédure légale internationale n'organise le règlement d'une situation de défaut souverain. D'autre part, alors que les prêts domestiques peuvent utiliser des collatéraux comme garantie, les actifs que pourraient saisir les prêteurs internationaux en cas de défaut sont peu importants. Dans cette perspective, on fait depuis Eaton et Gersovitz (1981) une distinction entre la capacité d'un État à payer sa dette et sa volonté de le faire. C'est sur cette dernière que les effets réputation et signal jouent.

Selon Eaton et Gersovitz (1981), un État va chercher à éviter une situation de défaut afin de préserver son accès

futur aux marchés internationaux de capitaux. En effet, être confronté à un rationnement sur ces marchés peut être coûteux car cela empêche l'économie concernée de lisser sa consommation au cours du temps ou, pour le dire autrement, de pouvoir emprunter pour faire face à des contractions temporaires du revenu domestique. En outre, comme l'a souligné Rose (2005), le rationnement peut être coûteux en termes de commerce international dans la mesure où une partie importante de ce commerce est financé par du crédit international.

L'effet signal d'un défaut repose sur deux mécanismes principaux. Premièrement, un défaut conduisant à une réduction de dette peut être perçu par les investisseurs comme le signal d'institutions domestiques défaillantes et de mauvaises politiques économiques passées. En second lieu, le défaut peut révéler une information détenue de manière privative par le gouvernement selon laquelle les fondamentaux de l'économie sont mauvais. Dans les deux cas, le défaut peut aggraver la situation de l'économie.

Les leçons des expériences de défaut

De nombreux travaux se sont intéressés aux performances macroéconomiques après un défaut souverain sur la dette extérieure. La conclusion qui s'en dégage est que les coûts semblent relativement faibles. Au contraire, un défaut peut même conduire à de meilleurs résultats par rapport à des pays qui ont continué à payer leurs dettes.

Eichengreen et Portes (1989) ont étudié la crise des années 1930 et celle des années 1980. Un résultat important de leur étude est que les pays qui ont fait défaut dans les années 1930 ont connu après 1931 une reprise de l'activité plus rapide que les autres. En effet, si les premiers ont pu adopter des politiques contra-cycliques, les seconds ont été contraints de

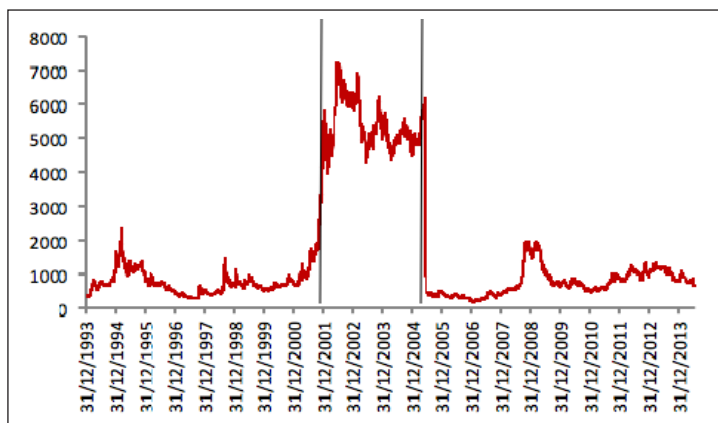
mener des politiques d'austérité. Les auteurs n'observent pas une telle différence entre des pays ayant fait défaut ou non dans les années 1980. Deux raisons principales expliquent ce constat. D'une part, dans les années 1930, les réductions de dette ont été plus substantielles que dans les années 1980. La multiplicité des prêteurs – rappelons qu'il s'agissait alors de financements internationaux par titres de dettes – et le caractère très étendu des pays en défaut ont accru le pouvoir de négociation des pays endettés. D'autre part, alors que dans les années 1980 les gouvernements des pays créditeurs n'ont fait pression que sur les emprunteurs, dans les années 1930, ils ont poussé à la fois les créditeurs et les débiteurs à un accord.

Étudiant les épisodes de restructuration des dettes souveraines entre 1950 et 2010, Das *et al.* (2012) montrent que l'accord de restructuration est suivi d'une hausse du taux de croissance de l'économie, d'une réduction de l'inflation, d'une amélioration de l'état des finances publiques et d'une augmentation de la note accordée par les agences de notation. Le graphique 3 présente l'évolution de l'écart (*spread*) entre le rendement des emprunts souverains émis par l'Argentine et le rendement d'un actif sans risque (traditionnellement les titres du gouvernement américain). Il mesure donc le rendement supplémentaire exigé par les investisseurs internationaux par rapport à l'actif sans risque pour détenir des titres argentins. En ce sens, c'est une mesure du risque souverain perçu par les marchés. Il tend à s'accroître avec la détérioration (effective ou anticipée) des fondamentaux dans les économies émettrices des emprunts ; il s'accroît également dans les périodes de tensions financières internationales.

Le graphique montre qu'au moment du défaut, fin décembre 2001, la prime de risque sur l'Argentine a brutalement augmenté⁵. Elle est restée à des niveaux très élevés

5 Il est important de rappeler que ce défaut a été le plus important de l'histoire en Amérique latine.

Graphique 3 *Évolution du spread EMBI de l'Argentine entre 1993 et 2014, en points de base*



Source : J.P. Morgan, Base de données Macrobond

jusqu'à l'accord de restructuration en juin 2005. Autrement dit, cet accord a permis à l'Argentine de s'endetter sur les marchés internationaux à des taux d'intérêt plus bas.

En revanche, Cruces et Trebesch (2013) ont obtenu des résultats qui nuancent les faibles coûts des défauts suggérés dans les études précédentes. Ainsi, sur la période 1970-2010, ils trouvent que la taille de la réduction de la dette est un prédicteur significatif des conditions de financement sur les marchés internationaux dans les sept ans qui suivent la restructuration. Plus cette taille est élevée, plus le coût de financement tend à augmenter.

Conclusion

Cette contribution s'est attachée à identifier les conditions pouvant conduire un État à faire défaut sur sa dette extérieure et les coûts macroéconomiques et financiers associés. Les chocs internationaux – baisse du prix et matières premières et / ou hausse des taux d'intérêt

internationaux par exemple – peuvent entraîner une crise des dettes souveraines. Les anticipations auto-réalisatrices des investisseurs sont aussi susceptibles de créer une situation de défaut qu'ils auraient anticipée auparavant. De même, il nous faut garder à l'esprit que les excès de dettes privées peuvent être une cause de crise des dettes souveraines en cas de crises bancaires profondes. La littérature converge largement pour montrer qu'un défaut permet une amélioration des performances macroéconomiques des pays en restaurant leur solvabilité si la restructuration qui l'accompagne allège la charge de la dette.

Ce constat appelle trois dernières remarques. En premier lieu, il est important de rappeler que les conclusions sur les coûts des défauts ne concernent que la dette extérieure. Les défauts sur la dette souveraine domestique peuvent avoir des coûts nettement plus élevés, notamment sur le secteur financier domestique et en termes de pressions inflationnistes⁶. En deuxième lieu, la restructuration de la dette repose sur un processus de négociation entre l'État concerné et ses créditeurs privés qui peut durer de quelques mois à plusieurs années. L'implication du secteur privé est une condition essentielle de la réussite de l'opération de restructuration qui elle-même exerce une influence sur l'évolution de la situation économique de l'État en défaut de paiement⁷. Or, la décision de la Cour de New York en décembre 2011, confirmée par la suite, à propos du procès opposant des fonds voutours américains à l'Argentine, est susceptible de mettre en péril cette implication (Cailloux, 2014). En effet, le jugement de la Cour spécifie qu'à chaque fois que l'Argentine remboursera sa

6 Une partie importante des épisodes d'hyperinflation en Amérique latine avant les années 90 s'explique par des crises de dettes domestiques.

7 Pour plus de détails à propos de l'implication du secteur privé, voir Allegret et Le Merrer (2015).

dette aux crédateurs ayant signé l'accord de restructuration, elle devra verser un montant proportionnel aux créanciers qui ont refusé de participer à l'accord. De par ce jugement, il y a une claire incitation à ne pas participer à un accord de restructuration de dette. À terme, cela peut rendre beaucoup plus coûteux les défauts souverains extérieurs. En troisième lieu enfin, on peut tirer deux leçons principales pour analyser la situation grecque. D'une part, la réduction de la dette est un élément déterminant de restauration de la solvabilité d'un État. Plus la décision de réduire la dette tarde, plus les coûts d'ajustement macroéconomiques sont élevés, ce qui aggrave la situation. Le montant de la réduction est lui-même un élément de la discussion. D'autre part, si la restructuration s'accompagne de mesures d'ajustement et de réformes structurelles trop contraignantes, alors la restauration de la solvabilité peut devenir un processus long et très coûteux. En effet, les performances macroéconomiques qui suivent le défaut sont moins bonnes.

Bibliographie

- AGÉNOR P.R. (2000), *The Economics of Adjustment and Growth*, Academic Press, New-York.
- AGUIAR M., AMADOR M. (2014), « Sovereign debt: a review », dans *Handbook of International Economics*, vol.4, édité par G. GOPINATH, E. HELPMAN et K.S. ROGOFF, Elsevier, North Holland, Amsterdam, p.647-687.
- ALLEGRET J.P., LE MERRER P. (2015), *Économie de la mondialisation*, collection Ouvertures économiques, 2^e édition, de Boeck, Bruxelles.
- CAILLOUX G. (2011), « L'Argentine, les vautours et la dette », *Trésor-Eco*, n°136, septembre.
- CLAESSENS S., DIWAN I., FERNÁNDEZ-ARIAS E. (1992), « Recent experience with commercial bank debt deduction »,

- World Bank Policy Research Working Paper*, n°995, octobre.
- CRUCES J.J., TREBESCH C. (2013), « Sovereign defaults: the price of haircuts », *American Economic Journal : macroeconomics*, vol.5, n°3, p.85-117.
- DAS U.S., PAPAIOANNOU M.G., TREBESCH C. (2012), « Sovereign debt restructurings 1950-2010: literature survey, data, and stylized facts », *IMF Working Paper*, WP/12/203, août.
- EATON J., GERSOVITZ M. (1981), « Debt with potential repudiation: theoretical and empirical analysis », *Review of Economic Studies*, vol.48, n°2, p.289-309.
- EICHENGREEN B., PORTES R. (1989), « Dealing with debt: the 1930s and the 1980s », dans *Dealing with the debt crisis*, édité par I. HUSAIN et I. DIWAN, The World Bank, Washington D.C., p.69-86.
- JORGENSEN E., SACHS J. (1990), « Default and renegotiation of Latin American foreign bonds in the interwar period », dans *International debt crisis in historical perspective*, édité par B. EICHENGREEN et P. LINDERT, MIT Press, Cambridge Mass., p.48-85.
- OBSTFELD M., ROGOFF K.S. (1996), *Foundations of international macroeconomics*, MIT Press, Cambridge Mass.
- REINHART C.M., ROGOFF K.S. (2009), *This time is different, eight centuries of financial folly*, Princeton University Press.
- REINHART C.M., ROGOFF K.S. (2011), « A decade of debt », *NBER Working Paper Series*, n°16227, février.
- REINHART C.M., TREBESCH C. (2014), « A distant mirror of debt, default, and relief », *NBER Working Paper Series*, n°20577, octobre.
- REINHART C.M., ROGOFF K.S., SAVASTANO M.A. (2003), « Debt intolerance », *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, p.1-74.
- RODRIG D. (2005), « Growth strategies autopsy », dans *Handbook of economic growth*, édité par P. AGHION

et S. DURLAUF, vol. 1A, Elsevier, North-Holland, Amsterdam, p.967-1014.

ROSE A.K. (2005), « One reason countries pay their debts: renegotiation and international trade », *Journal of Development Economics*, vol. 77, n°1, p.189-206.

XAFA M. (2014), « Sovereign debt crisis management lessons from the 2012 Greek debt restructuring », *CIGI Papers*; n°33, juin.

ZETTELMAYER J., TREBESCH C., GULATI M. (2013), « The Greek debt restructuring: an autopsy », *Economic Policy*, vol.28, 75, p.513-563.

Quels effets de la dette publique sur la croissance ?

OLIVIER MAUVIEL (RCE)

Avec la crise économique, le volume des dettes publiques a considérablement augmenté. Par exemple, en France, d'après l'Insee, le ratio dette publique (au sens de Maastricht) – PIB est passé de 68,1 % au quatrième trimestre 2008 à 97,6 % au deuxième trimestre 2015. Dans le même temps, les taux de croissance se situent à un niveau bas, avoisinant, toujours dans le cas de la France, les 0 %. Cette coïncidence entre augmentation de la dette publique et diminution du taux de croissance pose la question de savoir s'il existe un lien de causalité entre les deux grandeurs, par-delà le simple constat d'une corrélation négative entre les deux variables.

Reinhart et Rogoff, dans un livre (Reinhart et Rogoff, 2009) puis dans un article (Reinhart et Rogoff, 2010), ont tenté de fournir une réponse à cette question. La constitution, par leurs soins, d'une nouvelle base de données couvrant soixante-six pays permet, dans un premier temps, d'attester empiriquement de la corrélation négative entre dette publique et taux de croissance. Un de leurs principaux résultats est de montrer que lorsque le ratio dette publique – PIB d'un pays dépasse 90 %, le taux de croissance du pays en question en est négativement affecté, notamment à long terme. Avant ce seuil de 90 %, le taux de croissance n'est que faiblement influencé par le niveau de la dette publique. Derrière ce résultat, en apparence purement « factuel », se cache en réalité un parti pris fort sur le lien causal qui unit dette publique et croissance.

En effet, Reinhart et Rogoff privilégient une lecture où c'est le montant de la dette publique qui a des effets sur le taux de croissance. Si les deux auteurs justifient ce parti pris par des résultats théoriques, comme par exemple la théorie de l'équivalence ricardienne¹, il n'en reste pas moins qu'il est critiquable.

Ainsi, à la suite de ces travaux, certains auteurs vont se saisir de cette question du lien dette publique – taux de croissance, notamment pour contester les résultats obtenus par Reinhart et Rogoff. Ce qui est bien souvent au cœur du débat, c'est la question du sens de la causalité : est-ce la dette publique qui a des effets (négatifs) sur la croissance, comme l'envisagent Reinhart et Rogoff, ou est-ce l'inverse ? À cette question, Nersisyan et Wray (2011) fournissent une réponse tranchée : contrairement à ce qu'affirment Reinhart et Rogoff, ce n'est pas la dette publique qui, passée un certain seuil, affecte négativement la croissance, mais le contexte même d'une récession, caractérisée par un faible taux d'augmentation du PIB, qui génère des déficits (par exemple, du fait de la réduction des recettes fiscales) et donc, par suite, qui provoque l'augmentation de la dette publique.

Nersisyan et Wray vont même plus loin. En effet, ils affirment, contre les résultats de Reinhart et Rogoff, que le recours au déficit public, par exemple en menant une politique de « *stimulus* budgétaire » fondée sur des baisses d'impôts et des hausses de dépenses, peut favoriser la croissance. Ici, l'augmentation de la dette publique, consécutivement au recours

1 Selon cette théorie, lorsque la dette publique est élevée, les agents économiques vont restreindre leurs dépenses présentes car ils anticipent une augmentation future des impôts (afin de rembourser la dette) qui les pousse à épargner maintenant pour pouvoir assumer la charge fiscale supplémentaire à venir. Comme les dépenses des agents se réduisent, le taux de croissance se contracte : on a donc bien un lien de causalité entre dette publique et taux de croissance.

au déficit public, a un effet positif sur le taux de croissance. Avec ce résultat, les deux auteurs mettent en relation le débat sur le lien dette publique – taux de croissance avec le débat concernant le multiplicateur budgétaire, débat renouvelé avec la crise économique (Blanchard et Leigh, 2013).

En conclusion, on peut noter que la question concernant le lien causal entre le niveau de la dette publique et le taux de croissance est loin d'être résolue. Si elle a permis de fournir certaines réponses, la base de données constituée par Reinhart et Rogoff à la fin des années 2000 n'a pas clot le débat. Bien au contraire, elle a contribué à le relancer.

Bibliographie

- BLANCHARD O., LEIGH D. (2013), « Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers », *American Economic Review* (Papers and Proceedings), vol. 103, no. 3, pp. 117-120.
- NERSISYAN Y., WRAY R. (2011), « Un excès de dette publique handicape-t-il réellement la croissance ? », *Revue de l'OFCE*, no. 116, pp. 173-190.
- REINHART C., ROGOFF K. (2009), *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press. En français : *Cette fois, c'est différent : huit siècles de folies financières*, Pearson.
- REINHART C., ROGOFF K. (2010), « Growth in a Time of Debt », *American Economic Review* (Papers and Proceedings), vol. 100, no. 2, pp. 573-578.

*En quoi la politique monétaire
affecte-t-elle le coût de la dette
publique ? Le cas des taux d'intérêt
négatifs*

AGNÈS LABYE

maître de conférence en économie à l'université
Paris Ouest Nanterre La Défense, chercheur à
EconomiX (CNRS/UPX)

Résumé

Depuis 2008, on observe une augmentation des dettes publiques et la mise en place de politiques monétaires accommodantes se caractérisant par une injection massive de liquidités par les banques centrales et des taux d'intérêt proches de zéro à tel point que certains d'entre eux sont devenus négatifs. Cet article se propose d'étudier le lien entre taux d'intérêt (négatif) et dette publique. Il présente d'abord les différents cas dans lesquels des taux d'intérêt peuvent devenir négatifs. Ensuite, il explique les raisons qui font que les titres publics, même faiblement rémunérés, sont toujours souscrits, notamment par les banques en Europe qui voient en eux une source de liquidité potentielle dans un contexte de durcissement de la réglementation et de mise en place de l'union bancaire. Enfin, il montre que la baisse des charges de la dette qui en découle ne pourra se prolonger dans le temps.

Abstract

Since 2008, we observe an increase of public debts and the implementation of accommodative monetary policy

characterized by a massive cash injection by central banks and interest rates near zero so much so that some of them became negative. This paper examines the link between (negative) interest rates and public debt. First, it shows the different cases in which interest rates can be negative. Then, it explains the reasons why the government securities, even low-paid, are ever purchased, especially by European banks which see in them a potential cash source in a context of tightening of the regulation and the implementation of the banking union. Finally, it shows that the further reduction on interest charges on the public debt is not sustainable.

Introduction

Les pays industrialisés enregistrent aujourd'hui un niveau de déficit budgétaire – et par conséquent de dette publique – élevé. Cet accroissement de l'endettement des États est lié à la crise économique qui a induit une augmentation des dépenses publiques et une baisse des recettes. Il est aussi lié au comportement des intermédiaires financiers, bancaires principalement, qui ont à la fois encouragé l'endettement des agents non financiers privés (beaucoup plus endettés que ne le sont les États) et massivement développé leurs interventions sur les marchés financiers, souvent à des fins spéculatives, en vue de réaliser des profits toujours plus élevés. Finalement, la crise qui a éclaté en août 2007 part du système financier américain puis se propage à l'étranger en touchant également la sphère réelle : la crise est devenue une crise systémique. Dans ce contexte, les États et les banques centrales ont été obligés d'intervenir pour sauver les systèmes bancaires : selon l'adage « too big to fail », laisser une grande banque faire faillite est plus coûteux que de l'aider. Par conséquent, les liens entre les États et les banques

centrales, qui ont toujours existé, sont devenus beaucoup plus apparents puisqu'il y a eu des actions conjointes menées pour limiter les effets négatifs de la crise sur les économies. Ainsi, sauf exception l'accroissement de la dette publique ne s'explique pas par la mauvaise gestion des finances publiques mais par la nécessaire intervention des États dans le cadre de leur mission d'intérêt général, ce qui s'est traduit par un endettement – voire un surendettement – massif débouchant sur une crise de la dette souveraine (Banque de France, 2012). De leur côté, les banques centrales ont été conduites à maintenir des politiques monétaires accommodantes et mettre en place des mesures de politique monétaire non conventionnelles pour soutenir les économies et les États (BCE, 2015).

La dépendance entre les politiques monétaire et budgétaire apparaît à plusieurs niveaux :

- celui du lien entre la liquidité des banques et le niveau et les modalités de financement de la dette publique : en Europe, les banques détiennent un volume important de titres de la dette publique, lesquels sont facilement négociables et permettent aux banques de rester liquides. Les États n'ont donc en principe aucune difficulté à placer leurs titres ;
- celui de la dépendance de la banque centrale vis-à-vis de la contrainte budgétaire des États : dans la mesure où le défaut de paiement d'un État peut avoir un grand impact sur la santé financière d'une ou plusieurs banques, les banques centrales doivent en tenir compte dans l'élaboration de la politique monétaire ;
- celui du lien entre le financement de la dette publique et les taux d'intérêt : le niveau des taux d'intérêt conditionne celui de la charge d'intérêts qui pèse sur les États. Pour l'alléger, il faut des taux d'intérêt le plus bas possible.

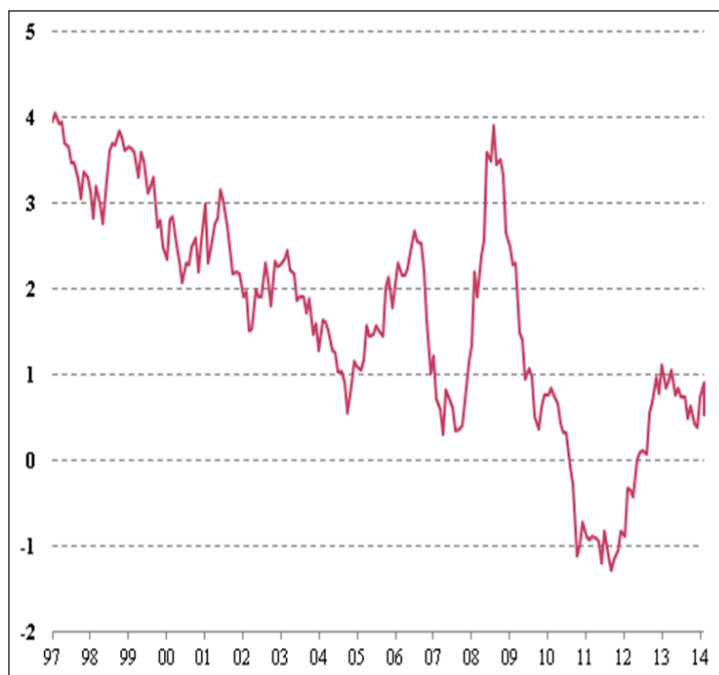
Or leur niveau dépend de la politique monétaire et donc de la banque centrale.

C'est ce dernier lien qui fait l'objet de cet article. La banque centrale fixe son taux d'intervention, lequel conditionne l'ensemble de la structure des taux. Toute variation dans le taux d'intérêt se répercute sur le niveau de la charge de la dette publique. Par conséquent, même si elle le voulait, la banque centrale ne peut augmenter son taux, au risque de voir la situation d'un État se détériorer. Actuellement, les taux d'intervention des banques centrales sont nuls ou proches de zéro, voire négatifs. Dans le même temps, certains taux sur titres publics sont devenus négatifs. Autrement dit, les créanciers paient les États pour pouvoir acquérir des titres publics, contrairement à la logique consistant à percevoir une rémunération positive sur tout placement. La politique monétaire est donc dépendante du niveau de l'endettement public.

Le contexte : dans quels cas peut-on avoir un taux d'intérêt négatif ?

Il existe trois cas possibles. Le premier est bien connu ; il s'agit du cas où le taux d'intérêt nominal est inférieur au taux d'inflation. Dans cette hypothèse, où le taux d'intérêt réel (différence entre le taux d'intérêt nominal et le taux d'inflation) est négatif, les agents économiques voient leur pouvoir d'achat érodé alors même qu'il y a une prime à l'endettement (son coût diminue en termes réels) et un découragement à l'épargne pourtant indispensable pour financer les investissements et retrouver le chemin de la croissance économique.

Graphique 1 Taux d'intérêt réel à 10 ans dans la zone euro (en %)

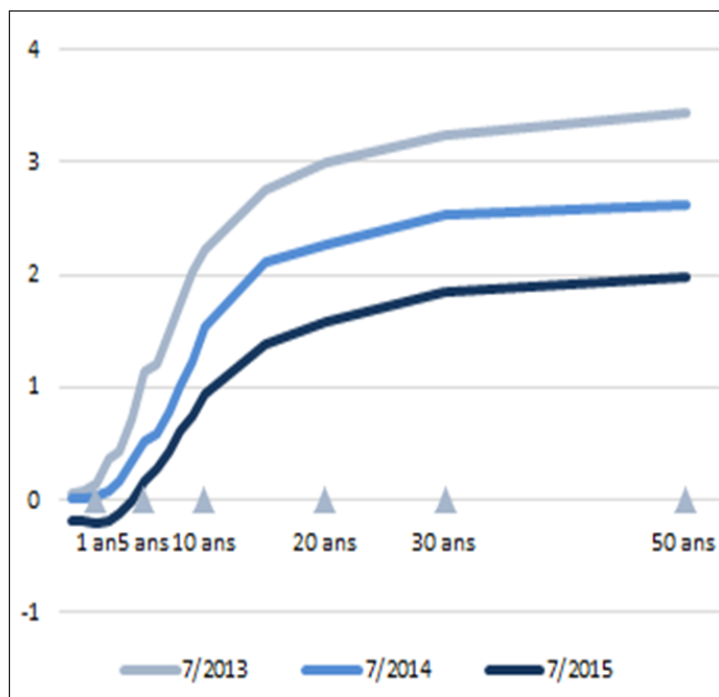


Source : Banque Paris Bertrand Sturdza SA

Le graphique 1 témoigne de cette baisse puisque le taux d'intérêt réel à 10 ans est même devenu négatif entre 2011 et 2013.

Le deuxième cas correspond à celui où les taux nominaux sont négatifs pour les créances. C'est ce qui se produit aujourd'hui pour l'émission de certains emprunts d'État, notamment en Allemagne et en France. Cette situation est observée depuis le second semestre 2012 pour les emprunts à court terme.

Graphique 2 Courbe des taux sur titres d'État français (valeur en fin de mois, en %)



Source : Bloomberg (Bulletin mensuel de l'Agence France Trésor)

Le graphique 2 montre clairement la baisse des taux sur titres publics en France depuis 2013. En 2015, le taux moyen pondéré des adjudications de BTF à 3, 6 et 12 mois (bons du Trésor à taux fixe et à intérêt précompté) est systématiquement négatif, ce qui avait déjà été observé auparavant mais ponctuellement depuis le second semestre 2012, comme en Allemagne. Ce qui est en revanche nouveau c'est la négativité des taux des adjudications des BTAN (bons du Trésor à intérêts annuels) et des OAT (obligations assimilables du Trésor) de un mois à 2 ans. Ce phénomène, bien qu'ayant été observé antérieurement, ne s'était jamais inscrit dans la durée. Pour

les échéances plus longues (5,10 et 30 ans), les taux restent positifs. Au sein de la zone euro, la baisse des taux concerne tous les pays mais à des degrés divers, les primes de risque étant plus élevées dans les pays du Sud (en Espagne et en Grèce, par exemple) que dans les pays du Nord. Enfin, le troisième et dernier cas est celui dans lequel la banque centrale choisit dans le cadre de sa politique monétaire d'abaisser ses taux de telle sorte qu'ils deviennent négatifs. C'est la stratégie adoptée par les banques centrales actuellement.

Tableau 1 *Les taux directeurs de la BCE en septembre 2015 (en %)*

Opérations principales de refinancement	0,05 (depuis le 10/09/2014)
Facilités permanents :	
Dépôt au jour le jour	-0,2 (négatif depuis le 11/06/2014)
Prêt marginal au jour le jour	0,3

Source : BCE

Tableau 2 *Les taux interbancaires dans la zone euro le 8 septembre 2015 (en %)*

Eonia*	-0,134
Euribor** 1 mois	-0,104
Euribor 3 mois	-0,035
Euribor 6 mois	0,038
Euribor 9 mois	0,088
Euribor 12 mois	0,158

*Euro Overnight Index Average : taux calculé par la BCE et diffusé par la Fédération Bancaire Européenne. Il résulte de la moyenne pondérée de toutes les transactions au jour le jour de prêts non garantis réalisés par les banques retenues pour le calcul de l'Euribor.

** Euro Interbank Offered Rate : taux interbancaire offert entre banques de meilleures signatures pour la rémunération de dépôts dans la zone euro.

Source : BCE

La faiblesse des taux directeurs de la BCE (tableau 1) fait que les banques ont la possibilité de se refinancer à un coût extrêmement faible. En outre, compte tenu du niveau de

l'inflation, ils sont négatifs en termes réels. Il en résulte une baisse générale de l'ensemble des taux courts, notamment ceux du marché interbancaire (tableau 2). Ainsi, lorsque les banques placent les dépôts à vue de leurs clients à ces taux, elles sont perdantes dans la mesure où elles ne répercutent pas leurs pertes sur la clientèle de peur d'avoir à faire face à des retraits massifs et des clôtures de comptes. La baisse des taux en zone euro pénalise les banques en érodant leur marge d'intérêt (Natixis, 2015). En outre, des taux d'intérêt négatifs peuvent être assimilés à une taxe sur les comptes bancaires qui réduit la valeur de l'épargne, ce qui peut pousser les agents économiques à consommer.

Dans la mesure où les taux d'intérêt donnent une indication du niveau de risque pris par les prêteurs, les taux courts sont normalement inférieurs aux taux longs puisqu'ils intègrent une prime de risque qui prend en compte à la fois la durée du prêt et la qualité de l'emprunteur. Traditionnellement les créanciers considèrent que les États ne peuvent pas faire défaut et qu'ils rembourseront leur dette. C'est la raison pour laquelle les taux d'intérêt sur titres privés sont supérieurs à ceux sur titres publics. À l'heure actuelle, certains d'entre eux sont même devenus négatifs : les créanciers paient donc les États pour pouvoir acheter certains titres publics. Pourquoi ?

Pour quelles raisons les créanciers acceptent-ils de payer les États pour acheter certains titres publics ?

En Europe, la dette publique est principalement détenue par les non résidents (parmi lesquels se trouvent des intermédiaires financiers) et par les banques européennes. Autrement dit, les banques sont les acteurs principaux sur le marché de la dette souveraine. En dehors de la zone euro, il

faut ajouter les banques centrales qui ont juridiquement la possibilité de financer directement les États, alors que la BCE, quant à elle, ne peut acheter des titres publics qu'indirectement, via les banques.

Les banques européennes détiennent par conséquent un important portefeuille de titres publics qui, par nature, sont liquides (elles peuvent les vendre et/ou les mettre en pension aisément) et à faible risque. Ce constat fait clairement ressortir la dépendance entre le niveau de la dette publique et le poids des titres publics dans les bilans bancaires.

Les achats de titres publics par les banques s'expliquent d'abord par l'abondance des liquidités au niveau mondial, conséquence des politiques monétaires accommodantes conduites par les banques centrales motivées par la volonté de relancer l'activité via le crédit bancaire et l'inflation jugée beaucoup trop basse et faisant peser un risque de déflation aux effets négatifs sur le fonctionnement de l'économie. Les banques ont donc vu leurs ressources augmenter. Mais au lieu de développer leur activité de crédit, elles ont préféré les placer en titres publics européens. De leur côté, la Banque d'Angleterre et la Fed ont acheté massivement des titres de leur propre dette publique réduisant par la même l'offre de titres anglais et américains et expliquant le report sur les titres de la dette publique européenne. En outre, en raison du durcissement de la réglementation lié à la mise en place des Accords de Bâle III et à l'Union bancaire européenne, les banques sont tenues d'assainir leur bilan et de détenir une proportion plus importante d'actifs sans risque, ce qui les conduit à acheter en plus grande quantité des titres publics indépendamment du niveau des taux d'intérêt. Pour les banques centrales qui le peuvent et qui achètent des titres publics français ou allemands, par exemple, il s'agit de placer sans risque des euros qu'elles détiennent afin de diversifier leurs avoirs.

Au total, les sommes en jeu sont considérables et se concentrent sur les marchés les plus liquides et qui présentent toute la gamme de dette possible, comme aux États-Unis, au Japon, au Royaume-Uni, en Allemagne ou en France. Il en a résulté une augmentation de la demande qui a eu pour conséquence une baisse des taux d'intérêt qui, pour certains d'entre eux sont devenus négatifs. La situation actuelle a par conséquent été initiée par les banques centrales qui ont abaissé leurs taux afin de relancer l'activité économique avec de l'inflation, l'objectif pour la BCE étant d'atteindre 2 %. Les États en ont profité même si dans la zone euro, il y a une « déconnexion officielle » entre les politiques budgétaire et monétaire et que la BCE n'a pas juridiquement le droit de monétiser la dette publique, contrairement à d'autres banques centrales (Fed ou banque d'Angleterre notamment).

Des taux d'intérêt en baisse réduisent la charge de la dette de l'État, mais jusqu'à quand ?

Ce qui est déterminant pour un État, c'est le taux auquel il peut emprunter au regard de l'évolution du PIB en valeur et de l'inflation. En effet, si l'État emprunte à un taux inférieur à la variation du PIB en valeur, la dette est soutenable, c'est-à-dire remboursable grâce à la croissance économique. Dans le cas contraire, l'État peut être conduit à emprunter pour payer les intérêts de sa dette. C'est l'effet « boule de neige ».

La baisse de l'ensemble des taux d'intérêt permet aux États de réduire la charge de leur dette alors même que celle-ci continue d'augmenter dans la plupart des pays. L'Agence France Trésor indique que le taux moyen pondéré de la dette française était de 4,15 % entre 1998 et 2007, 1,54 % en 2013

et 1,44 % en 2014. Pour 2015, les États pourront encore tirer avantage de cette situation mais la marge de gain supplémentaire est faible : à 1,3 % environ pour le rendement des OAT à 10 ans, le gain marginal d'une baisse supplémentaire est moindre qu'il y a quelques années.

Il est inévitable que dans un avenir proche, les taux augmentent à nouveau. La hausse devrait être initiée par la Fed, ce qui aurait pour conséquence un réajustement des taux en Europe, mais pas seulement. Dans cette perspective, et de manière mécanique, la charge d'intérêt augmentera également, d'autant plus que les dettes publiques dans de nombreux pays vont continuer d'augmenter, à court terme au moins. Autrement dit, l'allègement des charges de remboursement de la dette lié à la baisse des taux n'est que temporaire. Actuellement, au sein de la zone euro, la Commission européenne, soutenue en cela par la BCE, insiste sur la nécessité de retrouver un équilibre des finances publiques via le redressement du solde primaire (hors charges d'intérêts de la dette). Mais comme les faits le démontrent, il s'agit là d'un exercice difficile pour la plupart des pays, exercice qui demande de gros sacrifices pour les populations concernées et ce, d'autant plus qu'en situation de crise économique, il est souvent très utile que les investissements publics augmentent afin d'encourager le retour à la croissance économique qui tarde. Et pourtant, son retour pourrait permettre d'améliorer les comptes publics de façon quasi mécanique via l'augmentation des recettes fiscales (TVA avec la hausse de la consommation, des impôts sur les revenus avec la réduction du chômage et l'amélioration de la situation des entreprises) et la baisse des dépenses, notamment sociales, avec la réduction du nombre de bénéficiaires des allocations diverses.

L'analyse du lien entre les taux d'intérêt et la dette publique montre la dépendance existant entre la politique

monétaire et budgétaire. La stratégie actuelle de la BCE est source de débats, voire de polémiques. Il lui a été en effet reproché de ne pas soutenir suffisamment l'économie européenne en ayant une politique monétaire moins accommodante que celle d'autres banques centrales, comme la Fed ou la Banque d'Angleterre, et de pousser les États à adopter des politiques d'austérité alors même que la croissance économique est atone. Ceci étant, la BCE a tout de même eu une action de soutien, certes plus modérée, mais utile à la sauvegarde du système bancaire et à celle du système de paiement. Tous les banquiers centraux sont intervenus pour acheter directement ou indirectement des titres de la dette publique. Autrement dit, le « cloisonnement » des politiques monétaire et budgétaire n'est pas avéré, alors qu'en même temps se renforçait la crédibilité des banques centrales, contrairement au point de vue monétariste qui lie la déconnexion des politiques monétaire et budgétaire à la crédibilité de la banque centrale (Labye, 2015). La question du poids de la dette publique et de sa soutenabilité est une question cruciale en Europe plus encore qu'aux États-Unis, au Royaume-Uni ou au Japon. En effet, la zone euro, en raison des statuts de la BCE, se prive d'un moyen de financement de la dette publique – sa monétisation – si bien que le risque de défaut d'un État n'est pas nul (Aglietta, Brand, 2003) et justifie les appels de la Commission à un retour à l'équilibre des finances publiques.

Pour la BCE, le choix de baisser les taux d'intérêt est directement lié à son objectif final de politique monétaire, à savoir un taux d'inflation de 2 % au sein de la zone euro. En baissant les taux et en injectant de la monnaie, la BCE espère relancer l'activité économique et éviter le risque de déflation qui pèse sur l'économie européenne. Or les résultats actuels révèlent que l'inflation reste à un très bas niveau et que l'activité de crédit des banques ne redémarre pas si bien

que les ressources supplémentaires qu'elles détiennent sont placées, notamment dans l'acquisition de titres publics, et ce quel que soit leur taux auquel elles sont, toutes choses égales par ailleurs, relativement insensibles.

Bibliographie

AGLIETTA M., BRAND T. (2013), *Un New Deal pour l'Europe*, Odile Jacob, Paris.

BANQUE DE FRANCE (2012), « La crise de la dette souveraine », Documents et débats, no. 4, mai.

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (2015), Bulletins mensuels et rapports annuels, disponibles sur www.ecb.eu

AGENCE FRANCE TRÉSOR (2015), Bulletins mensuels.

LABYE A. (2015), « Crédibilité de la banque centrale et soutenabilité de la politique budgétaire », *Revue d'économie financière*, à paraître.

NATIXIS (2015), « Quel est vraiment l'objectif de la BCE ? Pourquoi prend-elle autant de risques ? », *Flash Économie*, février.

Quels sont les effets d'une union monétaire sur la dette publique ?

ANTOINE IMBERTI (RCE)

Lorsque plusieurs États partagent une même monnaie, les questions de dette publique méritent un traitement particulier. Le fait pour un État d'appartenir à une union monétaire crée en effet une incitation à l'endettement, ce qui, en l'absence de règles budgétaires crédibles, peut s'avérer très coûteux.

Une union monétaire incite les États à s'endetter plus que nécessaire

L'appartenance à une union monétaire crée une incitation à l'endettement. Lorsque les États décident, ou non, de s'endetter, ils mettent en regard les gains et les coûts qu'ils peuvent espérer d'une hausse de la dette publique. Par exemple, un accroissement de la dette publique permet de relancer l'économie ou de lisser dans le temps les prélèvements obligatoires nécessaires à financer des dépenses publiques irrégulières. Dans le même temps, une dette publique accrue implique à l'avenir des prélèvements obligatoires plus élevés, ce qui est coûteux puisque tout prélèvement non forfaitaire modifie le comportement des agents économiques et réduit leur bien-être.

Or, le fait d'appartenir à une union monétaire peut permettre de faire supporter une partie des coûts de la dette publique par les autres États membres de l'union. En effet,

lorsque le niveau de la dette publique augmente, des pressions s'exercent sur la banque centrale pour qu'une partie du service de la dette se fasse par création monétaire (on parle aussi de « monétisation » de la dette). Cette hypothèse est courante dans la littérature économique (Leeper, 1991 ; Sims, 1994) et a déjà été vérifiée empiriquement (Mackowiak, 2001). Il en résulte une hausse générale des prix et ce sont finalement les ménages qui supportent le service de la dette. Ce qu'ils ne paient pas par voie de prélèvements obligatoires, ils le paient par la hausse des prix (on parle parfois de « taxe d'inflation »).

La situation est alors très différente selon que les États partagent, ou non, la même monnaie. Lorsque chaque État dispose de sa propre monnaie, la hausse des prix peut être limitée à l'État qui a financé sa dette par création monétaire. Pour les autres États, il est possible de se protéger de toute inflation importée par un ajustement du taux de change. La monnaie de l'État qui a créé de la monnaie se déprécie relativement aux autres monnaies. En revanche, lorsque les États partagent la même monnaie, l'inflation se propage dans tous les États membres de l'union monétaire. Par conséquent, le financement de la dette publique d'un État par création monétaire est en partie supporté par les autres États membres.

Ainsi, lorsque les États d'une union monétaire décident, ou non, de s'endetter, ils ne prennent en compte qu'une partie des coûts de la dette publique, puisqu'une autre partie est susceptible d'être financée par les autres États membres de l'union. Il existe, autrement dit, une externalité négative. Les États sont alors conduits à fixer le niveau d'endettement à un niveau supérieur au niveau optimal (Chari et Kehoe, 2007).

***En l'absence de règles budgétaires
crédibles, cette incitation à
l'endettement peut être très coûteuse***

Si tous les États d'une union monétaire choisissent de s'endetter plus que nécessaire en espérant faire supporter une partie du coût de leur dette par les autres États membres, cela se traduit *ex post* par une hausse du coût de la dette pour tous les États, chacun étant susceptible de supporter le coût de la dette de ses voisins. Par conséquent, des États partageant la même monnaie peuvent être incités à établir des règles budgétaires *ex ante* les empêchant de s'endetter plus que nécessaire. Tel est par exemple le cas de la zone euro, où un taux d'endettement maximal autorisé de 60 % a été défini dès le traité de Maastricht de 1992.

Toutefois, de telles règles ne suffisent pas à neutraliser toute incitation à un endettement excessif. Encore faut-il qu'elles soient crédibles. Il est même vraisemblable, si l'on prend en compte la somme des coûts supportés par les États d'une union monétaire, que des règles peu crédibles soient finalement plus coûteuses que l'absence de règles. En effet, dans le cas de règles peu crédibles, on peut s'attendre à ce que certains États parient sur une absence de sanctions et s'endettent au-delà de ce que permettent les règles. Puis, une fois les règles enfreintes, il est probable que les autres États demandent aux États fautifs de se conformer aux règles par des mesures correctives éventuellement très coûteuses, voire leur imposent des mesures punitives afin de dissuader tout autre État d'enfreindre les règles.

Par exemple, le premier plan d'aide à la Grèce de mai 2010 comportait à la fois des mesures correctives et des mesures punitives. Le prêt de 110 milliards d'euros consentis à la Grèce était la contrepartie d'un plan de consolidation

budgétaire très rigoureux, avec des effets fortement récessifs à court terme, tandis que le taux d'intérêt comprenait une pénalité de 300 points de base (soit environ 4,5 %, au lieu de 1,5 %).

Bibliographie

- CHARI V., KEHOE P. (2007), « On the Need for Fiscal Constraints in a Monetary Union », *Journal of Monetary Economics*, vol. 54, no. 8, pp. 2399-2408.
- LEEPER E. (1991), « Equilibria under 'active' and 'passive' monetary and fiscal policies », *Journal of Monetary Economics*, vol. 27, no. 1, pp. 129-147.
- MACKOWIAK B. (2001), « Monetary-Fiscal Interactions and (in)stability of exchange rate peg », Mimeo.
- SIMS C. (1994), « A simple model for the determination of the price level and the interaction of monetary and fiscal policy », *Economic Theory*, vol. 4, no. 3, pp. 381-399.

*La dette publique peut-elle être
source d'aléa moral ? Le cas
des emprunts structurés des
collectivités territoriales*

ENTRETIEN AVEC BORIS VALLÉE

professeur assistant de finance à la Harvard Business
School

Depuis les années 1990, les collectivités territoriales ont recours à des emprunts structurés, soit des emprunts à maturité longue, à taux d'intérêt faible dans un premier temps, puis à taux d'intérêt variable dans un second temps. Dans un rapport remis au parlement le 31 juillet 2012, le gouvernement estimait l'encours de ces emprunts à 14 milliards d'euros. Faut-il critiquer le recours à ce type d'emprunt par les collectivités territoriales ?

Tout à fait. Ces produits ne représentent pas des instruments de couverture, puisque les expositions qu'ils procurent ne sont aucunement reliées aux dépenses ou recettes des collectivités locales, avec par exemple des produits indexés sur le taux de change dollar contre yen, ou les taux d'intérêt américains. Ces instruments répondent donc avant tout à une logique de spéculation : la collectivité

locale obtient un abaissement immédiat du coût de sa dette, en échange d'une prise de risque importante. La première période de taux d'intérêt garanti permet de surcroît de repousser ce risque dans le futur, potentiellement après les prochaines élections.

En fait, on peut considérer le recours à des emprunts structurés comme une conséquence de la situation d'aléa moral entre citoyens et élus locaux : dans la mesure où les citoyens ne sont pas toujours en mesure de surveiller l'action des élus locaux, ces derniers peuvent être incités à recourir à des emprunts structurés pour satisfaire des objectifs personnels, tels que leur réélection.

Les majorités en fonction dans les collectivités territoriales peuvent certes être incitées à recourir à ce type d'emprunt puisqu'il permet de bénéficier d'un taux d'intérêt faible à court terme. Toutefois, ainsi que le relève la Cour des comptes dans un rapport de juillet 2011, les établissements bancaires pourraient profiter du manque d'expertise des collectivités territoriales pour leur vendre des produits dont elles ne comprennent pas nécessairement toute la complexité. Les collectivités territoriales recourent-elles en conscience aux emprunts structurés ?

C'est effectivement le message qui a été largement relayé par les élus dans la presse française. Cependant, dans notre article de recherche avec Christophe Pérignon intitulé « The Political Economy of Financial Innovation: Evidence from Local Governments », nous montrons que les élus de collectivités locales appartenant aux CSP+, tels que les hauts fonctionnaires, les cadres supérieurs ou les ingénieurs, recourent plus souvent à des emprunts structurés

que les élus n'ayant pas de formation supérieure, et que ces emprunts représentent une part plus importante de la dette de leur collectivité. Ce résultat nous semble difficilement compatible avec un manque de compréhension des contrats, qui au demeurant sont beaucoup plus simples que certains autres types de produits financiers, par exemple les produits structurés pour particuliers. Les emprunts structurés sont plus risqués que complexes. De plus, les collectivités locales ont largement recours aux services de cabinets de conseil spécialisés, dont les compétences techniques sont importantes.

Je ne dis pas que les banques n'ont pas bénéficié du développement de ce marché ; elles ont incontestablement réalisé des marges confortables sur ces produits. Ni qu'il n'existe aucune collectivité qui a signé des contrats sans en comprendre les enjeux. Je souhaite juste souligner que le narratif applicable aux « emprunts subprime » aux États-Unis, ou aux produits structurés pour particuliers en Europe, à savoir une exploitation par les banques du manque de compréhension de leurs clients des produits financiers proposés, n'est sans doute pas valable pour les emprunts structurés des collectivités locales.

La loi du 26 juillet 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires vise à encadrer le recours à des emprunts structurés par les collectivités territoriales. En particulier, il revient au gouvernement de définir par décret une liste d'indices autorisés pour une indexation du taux d'intérêt, tandis que la formule d'indexation doit désormais répondre à des critères de simplicité et de prévisibilité pour les collectivités. Ces mesures sont-elles

de nature à limiter effectivement le recours aux emprunts structurés par les collectivités territoriales ?

Oui tout à fait. Toutefois, n'oublions pas que l'introduction de nouvelles réglementations est l'une des principales sources d'innovation financière. Les différents acteurs s'adaptent en effet à un nouveau cadre réglementaire, et le même type de défi peut se poser de manière différente.

À mon sens, le développement des emprunts structurés soulève deux grandes questions : 1) que fait-on du stock d'emprunts structurés actuels (sachant que le flux de nouveaux emprunts s'est pratiquement tari) sur lesquels les collectivités paient des intérêts très élevés ? Le parlement a voté en loi de finances pour 2014 la création d'un fonds de soutien pluriannuel ayant vocation à financer une partie des indemnités de remboursement anticipé pour les collectivités locales qui souhaitent rembourser leurs emprunts structurés avant leur terme. Cette solution semble toutefois perfectible. En particulier, si le fonds est abondé pour moitié par l'État, l'autre moitié correspond à une part de taxe de risque systémique, soit une taxe prélevée sur la plupart des établissements bancaires, pénalisant injustement ceux qui ne sont jamais intervenus sur le marché des emprunts structurés aux collectivités locales. 2) quelles solutions apporter à l'amplification des situations d'aléa moral entre citoyens et dirigeants politiques du fait de l'innovation financière ? C'est sans doute la question la plus intéressante. De nombreux produits structurés, pas seulement les emprunts des collectivités locales, semblent répondre à des objectifs politiques, de sorte que les gouvernements les encouragent parfois, quand ils ne les utilisent pas eux-mêmes. Aux États-Unis, une interprétation possible de la crise financière de 2008 est qu'elle consiste en la rencontre

d'une volonté politique d'offrir à chaque foyer américain la possibilité de devenir propriétaire, et d'une innovation financière, la titrisation, qui a permis aux banques de refinancer aisément leurs prêts immobiliers et donc d'en augmenter le volume et le risque de manière phénoménale. De même, c'est à l'aide de transactions dérivées que la Grèce est parvenue à améliorer artificiellement les chiffres de sa dette publique et à rentrer dans la zone euro, avec les conséquences que nous connaissons.

Propos recueillis par ANTOINE IMBERTI (RCE)

Qui détient la dette publique ?

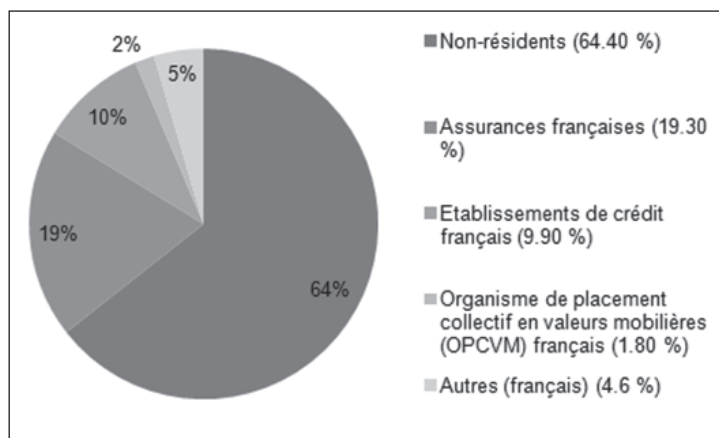
ADAM BARBE (RCE)

La dette publique en France comprend à la fois la dette de l'État, des collectivités territoriales et de la Sécurité Sociale. Au premier trimestre 2015, la dette publique s'élevait à 2 089 milliards d'euros, dont 1 647 pour l'État, 187 pour les administrations locales et 237 pour la sécurité sociale. La dette publique peut être négociable – à savoir contractée sous forme d'instruments financiers échangeables sur les marchés financiers – ou non.

Qui détient la dette de l'État en France et dans la zone euro ?

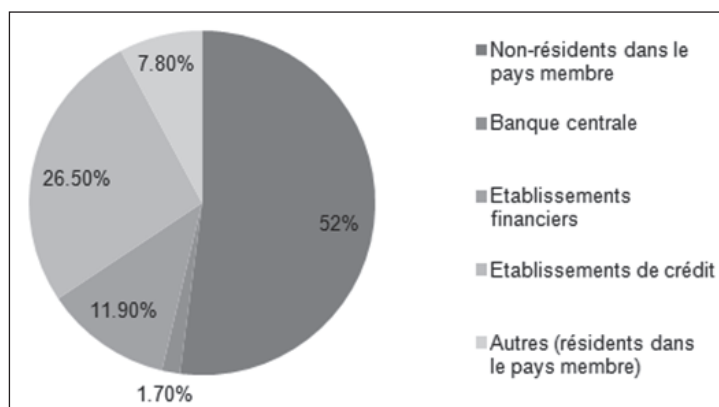
Pour emprunter auprès de ses créanciers, l'État émet trois catégories de titres. Les obligations assimilables au Trésor (OAT) sont le support à moyen et long terme de l'endettement de l'État, et constituent l'essentiel de la dette. Les bons du Trésor à intérêt annuel (BTAN) et les bons du Trésor à taux fixe et à intérêts précomptés (BTF) sont les autres titres de plus court terme. L'enjeu de la détention de la dette publique concerne ainsi principalement les titres négociables de long terme émis par l'État. Les graphiques ci-dessous détaillent la structure de cette dette selon le type de créancier, en France et en Europe.

Graphique 1 *Détention des OAT par type de créanciers au premier trimestre 2015 en France*



Source : Agence France Trésor (2015)

Graphique 2 *Dette des gouvernements centraux par type de créanciers dans la zone euro en 2010*



Source : Banque centrale européenne (2011)

En 2010, plus de la moitié de la dette des États européens était détenue par des agents non résidents dans le pays membre (qu'ils soient européens ou non). Cette proportion

s'élève à 64,4 % en France en 2015 (69,3 % au premier trimestre 2010) alors qu'elle n'atteignait que 28,6 % au premier trimestre 2000. L'internationalisation de la dette des pays de la zone euro est particulièrement marquée comparée aux autres pays de l'OCDE : les non-résidents détiennent environ 30 % de la dette américaine et britannique, ainsi que 8 % de la dette japonaise. Cette situation est en partie le reflet de l'intégration financière intra-européenne : une proportion significative des résidents est constituée d'autres établissements financiers européens. La part des créanciers non européens se rapproche de la part des créanciers non résidents aux États-Unis et au Royaume-Uni. Cette internationalisation est également la conséquence des politiques de libéralisation des marchés de capitaux menées depuis les années 1980. Après une période de restriction des flux internationaux de capitaux exerçant une contrainte sur le financement des déficits, la libéralisation a permis à la fois aux investisseurs de diversifier leurs placements à l'échelle internationale, et aux gouvernements d'accéder à une épargne mondiale conséquente.

Tout comme les créanciers domestiques, les non-résidents sont principalement de grands acteurs financiers (banques, assurances et gestionnaires d'actifs). Les titres émis par les États sont pour eux les actifs les plus sûrs dans lesquels investir : les banques peuvent par exemple les utiliser comme collatéral auprès des banques centrales. À ce titre, le rôle des agences de notation apparaît capital puisqu'il guide la confiance des investisseurs.

Pourquoi la composition de la dette publique est-elle importante ?

Les marges de manœuvre de l'État dépendent en partie du type de créanciers détenant sa dette : les

non-résidents sont des investisseurs moins captifs que les résidents. Ils échappent à ce titre aux contraintes que peuvent faire peser les États sur eux. Ceux-ci disposent de fait d'un pouvoir de coercition sur les créanciers domestiques – à travers la fiscalité et la régulation financière par exemple – qui ne s'applique évidemment pas aux non-résidents. Ceux-ci sont d'ailleurs les premiers à vendre leurs titres en période de crise et constituent ainsi une source de financement plus instable. La composition actuelle de la dette publique rend ainsi difficilement envisageable les scénarii de répression financière qui ont engendré une réduction de l'endettement au sortir de la Seconde Guerre mondiale. Toutefois, la détention de la dette publique par les institutions domestiques n'est pas non plus sans risque, elle renforce la possibilité d'un cercle vicieux entre risque souverain et risque bancaire.

La composition de la dette publique a également un impact sur la dynamique de la dette. La libéralisation des flux de capitaux et la demande croissante de titres de dette publique par des agents non résidents a contribué à la baisse des taux d'intérêt de ces mêmes titres : cela a encouragé le gonflement des dettes publiques et le creusement des déséquilibres courants. Dans le contexte d'une intégration européenne croissante, les pays périphériques de la zone euro ont pu s'endetter dans des conditions plus avantageuses qu'avant l'introduction de la monnaie unique.

Bibliographie

AGENCE FRANCE TRÉSOR (2015), site internet www.aft.gouv.fr

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (2011), « The size and composition of government debt in euro area », Occasional Paper Serie n°132.

FONDAPOL (2011), *Qui détient la dette publique ?*

FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL (2014), « Sovereign Debt Composition in Advanced Economies: A Historical Perspective », IMF Working paper WP/14/162.

Quels effets redistributifs de la dette publique ?

PIERRE-YVES CUSSET
chargé de mission à France Stratégie¹

Résumé

Une dette publique financée par un impôt reposant sur l'ensemble des contribuables peut paraître au premier abord anti-redistributive car les créanciers de cette dette se situent généralement dans le haut de la distribution des revenus : les intérêts sont financés par la totalité de la base taxable tout en ne bénéficiant qu'aux plus aisés. Mais un diagnostic complet des effets redistributifs de la dette publique suppose également de savoir à qui bénéficient les dépenses qu'elle finance et de mesurer le niveau de progressivité des impôts prélevés pour faire face à la charge des intérêts. Lorsqu'on prend en compte l'ensemble de ces paramètres, et qu'on y ajoute les effets dynamiques de la dette à court et long terme sur l'activité et l'emploi, les conclusions deviennent très ambiguës.

Abstract

Public debt seems at first glance regressive: through interest payments, it redistributes resources from all taxpayers to the wealthier agents who hold the bulk of government bonds.

1 Je remercie Thomas Brand pour les discussions que nous avons eues en amont de la rédaction de cet article et pour ces judicieux conseils de lecture. Je reste seul responsable des erreurs et omissions que ce texte pourrait comporter.

Reality is more complex. Public debt finances spending that may benefit proportionally the poorer agents more; if the tax system is progressive, the richest agents may also pay the bulk of interest payments on government bonds. When factoring in these elements, plus the short- and long-run effects of public debt on output and employment, things get really blurry. Hence, one can hardly find unambiguous conclusions on the net redistributive effect of public debt.

Introduction

La littérature économique relative aux effets des déficits et de la dette publique sur la consommation, l'épargne, l'investissement et, *in fine*, la croissance et l'emploi, est fort abondante. Cependant, leur caractère redistributif est, lui, beaucoup moins souvent étudié. Et en la matière, l'opinion des économistes semble avoir évolué au cours du temps. Les socialistes du ^{xix}^e siècle, dont Karl Marx, étaient généralement très méfiants vis-à-vis de la dette publique, qu'ils percevaient comme un instrument au service de l'accumulation du capital privé. Aux États-Unis, dès la fin de la guerre de Sécession qui avait provoqué une envolée de l'endettement public, des voix se faisaient entendre pour dénoncer le pouvoir exorbitant de la « *bondholding class* » (les détenteurs de bons du Trésor) (Hager, 2014). Ainsi, Adams (1887) montra que 48 % de la dette du gouvernement américain était détenue par seulement 1,4 % des ménages détenteurs de dette : en prêtant son capital au gouvernement, la « *bondholding class* » pouvait le contrôler de la même manière que des actionnaires majoritaires contrôlent une entreprise.

La dénonciation des effets anti-redistributifs de la dette publique est passée largement au second plan au ^{xx}^e siècle.

De fait, la faiblesse des taux d'intérêt réels (parfois négatifs) a permis, au cours des Trente Glorieuses, de financer à très peu de frais la baisse d'un endettement public issu de la Seconde Guerre mondiale. Par ailleurs, la détention de dette publique était devenue moins élitiste. Ainsi, Cavanaugh (1996) suggérerait au milieu des années 1990 que la détention de la dette publique américaine s'était démocratisée au cours du xx^e siècle et que le principal investisseur dans la dette publique fédérale n'était plus John D. Rockefeller mais « John Q. Public ».

Aujourd'hui, alors que l'endettement public a beaucoup progressé et que la charge de la dette dans le budget des gouvernements est devenue un poste très important, la question de ses effets redistributifs semble refaire surface. On se limitera ici à une présentation des arguments théoriques et des études empiriques relatifs aux transferts intragénérationnels de la dette publique, en laissant de côté la question de la redistribution intergénérationnelle.

Modèles théoriques

Quand on s'intéresse aux effets redistributifs de la dette publique, on trouve d'abord une série de travaux théoriques, reposant sur des modèles simplifiés de l'économie, qui permettent de discuter des paramètres qui pourraient expliquer le sens et l'ampleur des effets redistributifs. Par exemple, l'étude de You et Dutt (1996), d'inspiration post-keynésienne, montre qu'à long terme une augmentation de la dette publique peut accroître les inégalités si le paiement des intérêts de la dette augmente plus vite que le revenu net d'impôt des travailleurs². Mais l'effet précis

2 Celui-ci augmente, au moins à court terme, en vertu de l'effet expansionniste de l'accroissement de la dette.

d'une augmentation de la dette publique sur les inégalités de revenu est incertain car il dépend des circonstances qui expliquent cette croissance de la dette publique : est-elle le résultat d'une politique expansionniste, favorable aux travailleurs, ou bien d'une augmentation des taux d'intérêts, ou bien encore d'un ralentissement exogène de la croissance économique ?

Mankiw (2000), pour sa part, s'appuie sur un modèle simple distinguant deux types d'agents : des agents plutôt pauvres qui consomment l'intégralité de leurs revenus présents (« *spenders* »), et d'autres, plutôt riches, qui lissent leur consommation sur leur cycle de vie et lèguent une partie de leur richesse à leurs descendants (« *savers* »). Il montre entre autres qu'une augmentation de la dette publique financée par l'impôt augmente les inégalités à long terme, dans la mesure où l'impôt qui finance la charge de la dette repose sur les deux types d'agents alors que les intérêts ne bénéficient qu'aux seuls agents capables d'épargner.

D'autres travaux théoriques pourraient être présentés ; ceux-ci distinguent par exemple prêteurs ou emprunteurs, ou discutent des effets redistributifs des consolidations budgétaires (voir par exemple Hougaard Jensen et Rutherford, 2002 ; Bilbiie *et alii*, 2013). Leur bonne compréhension nécessiterait de pouvoir expliciter dans le détail leurs hypothèses, auxquels leurs résultats sont très sensibles. On retiendra simplement leurs grands enseignements, qui sont au fond assez intuitifs : l'effet redistributif de la dette dépend essentiellement de trois paramètres : i) à qui sont versés, *in fine*, les intérêts ? ii) comment est financée la charge de la dette, et en particulier, quel est le degré de progressivité des impôts qui la financent ? iii) à quoi sert la dette : finance-t-elle des baisses d'impôts ? Des augmentations de dépenses publiques (et si oui, lesquelles) ?

Études empiriques sur données de panel

Une première catégorie de travaux empiriques exploite des données de panels, dans lesquelles un groupe de pays est observé à plusieurs reprises au cours du temps. Ainsi, l'étude de Salti (2015) repose sur l'exploitation d'un panel de 109 pays observés entre 1990 et 2007. L'auteur cherche à expliquer le niveau d'un indicateur d'inégalité (le coefficient de Gini) par un certain nombre de variables macro-économiques pertinentes, dont le PIB par tête, un indice des prix à la consommation, le niveau des dépenses publiques, de la dette publique totale, des dépenses militaires, des dépenses d'éducation, ainsi que des variables permettant d'identifier si le pays est en guerre. La dernière variable explicative, celle qui l'intéresse, est la part de la dette publique « domestique » dans la dette publique totale, c'est-à-dire, pour les pays développés, la part de la dette détenue par les résidents, et pour les pays en voie de développement, la part de la dette émise localement et libellée en monnaie nationale. L'étude montre qu'après avoir pris en compte l'effet des autres variables macro-économiques, lorsque la part de la dette domestique dans la dette publique totale augmente, le niveau des inégalités augmente. En revanche, la dette publique totale ne semble pas avoir d'effet significatif. En d'autres termes, lorsque la dette est détenue par des non résidents, elle n'aurait pas d'effet anti-redistributif. Ce résultat validerait l'idée selon laquelle la dette publique, lorsqu'elle est détenue par les résidents, redistribue des ressources de la totalité de la base taxable vers les ménages les plus aisés, qui détiennent la plus grande part de la dette publique.

Deux autres études de panel assez récentes ne s'intéressent pas directement aux effets redistributifs de la dette, mais à ceux d'une consolidation budgétaire, c'est-à-dire d'une

amélioration du solde budgétaire. Celle-ci peut s'obtenir soit par une baisse des dépenses, soit par une hausse des prélèvements obligatoires. Agnello et Sousa (2012) exploitent un panel de 18 pays industrialisés observés entre 1978 et 2009 et montrent que les inégalités augmentent lorsque la consolidation repose majoritairement sur des baisses de dépenses, mais elles n'augmentent pas lorsque la consolidation est obtenue principalement par des hausses d'impôts. Par ailleurs, les effets anti-redistributifs des épisodes de consolidation budgétaire sont d'autant plus élevés qu'ils s'inscrivent dans un contexte d'inflation élevée et/ou de croissance faible. Inversement, le degré d'ouverture de l'économie tendrait à atténuer les effets antiredistributifs de la consolidation budgétaire. Ball *et alii* (2013), quant à eux, observent un panel de 17 pays de l'OCDE entre 1978 et 2009. La méthodologie est assez différente de celle d'Agnello et Sousa (2012) puisqu'elle repose sur la mobilisation d'une fonction de « réponse impulsionnelle » : la variable d'intérêt observée à une date donnée n'est pas expliquée par d'autres variables macroéconomiques mais par ses valeurs passées (on parle de projections locales), un effet fixe pays, une tendance valable pour tous les pays et une variable muette représentant la date de départ de l'épisode de consolidation. L'idée est de voir si, après le début d'un épisode de consolidation, le niveau des inégalités s'écarte de la tendance qu'il suivait jusque-là. L'étude conclut que les épisodes de consolidation budgétaire ont augmenté les inégalités de 0,4 % à court terme et de 0,9 % à moyen terme. Ils ont conduit à une baisse significative et durable de la part des salaires dans le PIB, de l'ordre de 0,8 point de pourcentage. Enfin, ils ont augmenté le chômage de longue durée de 0,5 % à moyen terme. Les auteurs indiquent que les effets antiredistributifs des consolidations qui ont reposé sur des baisses des dépenses ont été plus importants que ceux qui ont reposé sur

une augmentation des impôts, ce qui est en cohérent avec les résultats d'Agnello et Sousa (2012).

Monographies

À côté des études de panel, on trouve plusieurs monographies qui s'intéressent aux effets redistributifs de la dette dans un pays donné. Aux États-Unis, Hager (2014) montre ainsi que depuis une trentaine d'années, la part de la dette publique détenue par les ménages les plus aisés (le top 1 %) a beaucoup augmenté pour atteindre en 2010 les niveaux observés dans les années 1920, soit environ 40 % de la dette. Comme sur la même période, ces ménages ont été soumis à un taux de taxation qui est resté au contraire relativement stable, Hager en conclut que la dette publique alimente les inégalités. Une des particularités des États-Unis est que près de 30 % de la dette publique y est dite « intragouvernementale », c'est-à-dire qu'elle est en fait détenue par des fonds de réserve gérés par des agences gouvernementales chargées le plus souvent des dépenses de retraite et de santé. Les intérêts versés sur cette partie de la dette contribuent donc à payer les transferts sociaux. Mais l'auteur montre que ces transferts sont eux-mêmes de moins en moins redistributifs. La part des transferts sociaux reçus par les ménages des centiles 60-99 est ainsi passée de 15 % en 1979 à 20 % en 2009 tandis que dans le même temps, celle perçue par les ménages des 40 premiers centiles était passée de 73 % à 63 %. Cette étude est intéressante même si elle souffre d'imprécisions, notamment sur la partie de la dette réellement prise en compte dans l'analyse, dont on peut craindre qu'elle soit assez faible³. Surtout, dans

3 L'auteur précise que son analyse porte sur la dette détenue en direct par les particuliers plus « une partie » de la dette détenue indirectement via la

les données présentées, la part de la dette publique que détient le top 1 % reflète globalement la part des actifs que détient ce top 1 %. S'il n'y a pas de spécificité de la dette publique par rapport aux autres actifs, on ne voit pas bien en quoi celle-ci aggraverait les inégalités.

En France, Pucci et Tinel (2011) suggèrent que les baisses d'impôts successives accordées depuis plus de vingt ans ont joué un rôle considérable dans l'essor de l'endettement public. Selon eux, une bonne partie du creusement des déficits (avant la crise de 2009) s'explique par des baisses d'impôts qui ont précédé d'environ six années les baisses des dépenses, baisses de dépenses qu'elles ont par ailleurs objectivement contraintes et idéologiquement justifiées. Le gonflement de la dette et l'évolution des taux d'intérêt réels ont conduit à ce que la part des intérêts dans les dépenses de l'État, qui représentait moins de 4 % au début des années 1980, a été multipliée par trois en quinze ans, se stabilisant autour de 10-12 % durant les années 2000, soit environ 5 % des dépenses des administrations publiques. Pour les auteurs, cette situation traduit le fait que les ressources fiscales jadis obtenues auprès des plus riches ont été remplacées par un emprunt et que l'État verse dorénavant des intérêts à ceux-là mêmes qui paient moins d'impôts. L'augmentation de la charge de la dette a donc induit une redistribution à rebours, des pauvres vers les riches. Si l'argumentation est intéressante, le caractère anti-redistributif de la baisse des prélèvements qui serait à la source des déficits n'est pas vraiment démontré ni quantifié alors même qu'une partie de cette baisse a concerné des exonérations de charges ciblées sur les bas salaires. Un véritable diagnostic sur l'effet redistributif de la dette supposerait

participation à des fonds de placement, mais on ne sait pas quelle part de la dette cela représente, sans doute une faible part.

également d'étudier la façon dont a évolué la composition des dépenses publiques, au-delà de leur volume. Creel *et alii* (2012) indiquent par exemple que la hausse des prestations et dépenses sociales représente 70 % de l'augmentation de l'ensemble des dépenses publiques en euros entre 1980 et 2005. Enfin, s'agissant des intérêts de la dette, il est assez délicat d'en retracer les bénéficiaires dans la mesure où la détention de la dette est aujourd'hui très intermédiée. En France, en 2015, 64 % de la dette était détenue par des non résidents, 19 % par des sociétés d'assurance française et 10 % par des établissements de crédit⁴. La détention directe par des particuliers est très résiduelle. Les bénéficiaires *in fine* des intérêts sur la dette publique française restent probablement plus souvent les ménages parmi les plus aisés. Mais les titres de dette publique étant des produits peu risqués et dégageant un rendement relativement faible, il est probable que leur détention indirecte, par exemple dans des produits d'assurance-vie, soit plus démocratisée que celle d'autres produits plus risqués et plus rentables.

« *Economie fiction* »

Au fond, lorsqu'on discute des effets redistributifs de la dette, il faut s'entendre sur le contrefactuel : si la dette était nulle plutôt que non nulle, comment cela aurait été rendu possible ? Par des impôts plus élevés (si oui, avec quelle progressivité) ? Par des dépenses publiques plus faibles (si oui, au détriment de quelles dépenses) ? Dans une étude récente particulièrement originale, Amoureux (2014) s'est essayé à un exercice d'économie-fiction. Après la bataille de Waterloo, en 1815, la dette publique britannique s'élevait à 250 % du

4 Source : Agence France Trésor.

PIB. En 1900, ce ratio avait fondu et s'élevait à 30 % du PIB. Pour évaluer l'effet de cette dette et de son remboursement en termes de redistribution, l'auteur se demande ce qu'il se serait passé si le gouvernement britannique avait fait défaut sur sa dette en 1820 plutôt que de financer la charge de la dette par les impôts comme il l'a fait.

L'auteur pense pouvoir négliger les effets de ce défaut hypothétique sur les tendances de long terme d'accumulation du capital et la croissance économique. En effet, en 1820, la dette publique britannique résultait essentiellement des dépenses liées aux guerres du siècle précédent et non d'investissements publics productifs. Comme les déficits ont été nuls après 1820, la dette observée au cours du XIX^e siècle n'a pas pu servir à financer des investissements publics productifs. Son annulation n'aurait donc pas eu d'impact sur le niveau de ces investissements. Mais si, lors de sa constitution, la dette publique avait contribué à faire baisser l'investissement privé (effet d'éviction), est-ce que son annulation aurait pu aboutir au contraire à une augmentation de l'investissement privé ? En fait non, car l'annulation de la dette intervient par définition *ex post*, et détruit donc le capital privé qui y a été investi. Ce capital n'existe donc plus et ne peut être dirigé vers de l'investissement privé. Après 1820, la totalité de l'épargne privée (c'est-à-dire le flux de capital supplémentaire) s'est de toute façon dirigée vers des investissements privés puisque les déficits publics ont été nuls et que la dette publique n'a pas augmenté mais diminué. On peut donc assimiler la charge de la dette au XIX^e siècle à un « pur » transfert monétaire des classes sociales qui payent les intérêts vers les classes sociales qui détiennent la dette.

La charge de la dette représentant, en 1820, 30 % des recettes fiscales du gouvernement, l'auteur suppose que, dans le scénario contrefactuel, la disparition de la dette se traduit

par une baisse de 30 % de tous les taux de taxation. Il construit alors un modèle dynastique pour apprécier le niveau de ces transferts et leur éventuel effet sur la concentration de la richesse en Grande-Bretagne au cours du XIX^e siècle. Le résultat de l'étude est le suivant : la dette britannique au XIX^e siècle a été la cause d'un transfert de richesse des classes populaires et moyennes vers les classes les plus riches, estimé à 2,2 % du revenu moyen des ménages des neuf premiers déciles et à 5 % du revenu des ménages du top 1 %. Ces chiffres sont même presque deux fois plus élevés sur la période 1820-1840 en raison du poids alors très important de la charge de la dette publique, qui représentait 8,5 % du PIB et 55 % des recettes fiscales. En revanche, ces transferts auraient joué un rôle négligeable dans la croissance observée des inégalités de richesse, du fait notamment de la faiblesse du taux d'épargne des classes populaires.

À la lecture des diverses études disponibles, il ressort que le diagnostic sur les effets redistributifs de la dette est difficile à rendre. La dette ne semble pas avoir d'effet redistributif évident en elle-même. Ce qui compte, du point de vue de la redistribution, n'est pas tant l'existence ou non d'une dette ou son montant, mais la nature des dépenses qu'elles financent et la façon dont la charge des intérêts est répartie sur la population. Si la dette finance des économies d'impôts dont bénéficient en priorité les ménages les plus aisés, elle est fortement anti-redistributive. Si au contraire elle finance des transferts vers les plus pauvres et que la charge des intérêts s'adosse à un système fiscal très progressif, elle ne l'est pas. Encore faudrait-il être capable d'imputer la dette à des dépenses particulières, ce qui n'a rien d'aisé.

Bibliographie

- ADAMS C. (1887), *Public Debts: A Study in the Science of Finance*, D. Appleton and Company, New York.
- AGNELLO L., SOUSA R. (2012), « How does fiscal consolidation impact on income inequality ? », *Document de travail* no. 382, Banque de France.
- AMOUREUX V. (2014), *Public Debt and its unequalizing effects. Explorations from the British Experience in the Nineteenth century*, Mémoire de Master, Ecole d'économie de Paris.
- BALL L., FURCERI D., LEIGH D., LOUNGANI P. (2013), « The Distributional effects of fiscal consolidation », *IMF Working Paper* no. 13/151.
- BILBIE F., MONACELLI T., PEROTTI R. (2013), « Public Debt and Redistribution with Borrowing Constraints », *Economic Journal*, vol. 123, no. 566, pp. 64-98.
- CAVANAUGH F. (1996), *The Truth About the National Debt: Five Myths and One Reality*, Harvard Business Press, Boston.
- CREEL J., PLANE M., STERDYNIAK H. (2012), *Faut-il réduire la dette publique ? Faut-il réduire les dépenses publiques ?* OFCE.
- HAGER S. (2014), « What happened to the Bondholding Class ? Public Debt, Power and the Top One Per Cent », *New Political Economy*, vol. 19, iss. 2.
- MANKIW G. (2000), « The Savers-Spenders Theory of Fiscal Policy », *NBER Working Paper* no. 7571.
- HOUGAARD JENSEN S., RUTHERFORD T. (2002), « Distributional effects of Fiscal Consolidation », *The Scandinavian Journal of Economics*, vol. 104, no. 3, pp. 471-493.
- PUCCI M., TINEL B. (2011), « Réductions d'impôts et dette publique en France », *Revue de l'OFCE* no. 116.
- SALTI N. (2015), « Income inequality and the composition of public debt », *Journal of Economic Studies*, vol. 42, no. 5.
- YOU J., DUTT A. (1996), « Government debt, income distribution and growth », *Cambridge Journal of Economics*, 20, pp. 335-351.

Troisième partie

*Comment sortir
de la dette publique ?*

Comment diminuer le coût du désendettement public ?

XAVIER DEBRUN

directeur-adjoint de la division des Affaires fiscales
du Fonds Monétaire International (FMI)

Résumé

Pour la plupart des pays avancés, la réduction de l'endettement public est un impératif. L'ampleur de la tâche appelle une stratégie de désendettement qui s'inscrit dans la durée, et qui doit par conséquent être économiquement crédible et socialement soutenable. Une telle stratégie repose sur trois piliers indissociables : une réduction durable des déficits, un étalement dans le temps, et la maximisation des synergies avec d'autres instruments de politique économique dans le but de soutenir la croissance sur le moyen-long terme. Le succès d'une telle approche dépend de la capacité des pouvoirs publics à maintenir le cap en dépit de circonstances inévitablement changeantes. La mise en œuvre de règles budgétaires intelligentes et de procédures de surveillance et d'analyses indépendantes du pouvoir politique peuvent réduire le risque d'accident de parcours.

Abstract

For most advanced economies, reducing public indebtedness is a top priority. The task is considerable and requires a strategy that is economically credible and socially sustainable. Such a strategy rests on three complementary pillars: a lasting reduction in public deficits, a gradual approach, and maximizing

synergies with other policy instruments to boost medium-to-long term growth. The success of that approach depends on the capacity of public authorities to remain committed to debt reduction goals despite continuously changing circumstances. The implementation of smart fiscal rules along with a close monitoring of fiscal policy by politically independent bodies can reduce the risk of failure.

Dans la plupart des économies avancées, la réduction de l'endettement des pouvoirs publics s'est imposée comme une priorité dominant les choix de politique budgétaire. Les politiques dites « d'austérité » qui en découlent ont mauvaise presse car elles sont perçues comme économiquement et socialement coûteuses. Certains présentent même les hausses de prélèvements obligatoires et les compressions de dépenses publiques comme contreproductives dans une conjoncture où la faiblesse de la demande reste un frein à la croissance et aux créations d'emploi. Pour ceux-ci, les taux d'emprunt historiquement bas dont bénéficient actuellement de nombreux gouvernements rendraient possibles des politiques de relance budgétaire – grands travaux par exemple – qui s'autofinanceraient sur le long terme (DeLong et Summers, 2012). En d'autres termes, plus de dette aujourd'hui permettrait de créer une hausse suffisante du revenu national pour au moins couvrir le remboursement du principal et des intérêts.

Indépendamment de la validité de ces arguments, il reste que pour tout gouvernement responsable, gouverner, c'est prévoir. Et ce que l'on peut prévoir à coup sûr, ce sont de nouvelles récessions, voire de nouvelles crises qui nécessiteront des finances publiques solides pour y faire face. Priorité reste donc logiquement donnée à l'assainissement

des finances publiques. Le malaise des gouvernements par rapport aux niveaux d'endettement actuels se comprend aisément quand on constate que par le passé ils n'ont été atteints qu'au lendemain des deux guerres mondiales.¹

Trois observations aggravent ce constat quantitatif. Premièrement, depuis les années 1970 déjà, les ratios entre dette et PIB ont été souvent marqués par une hausse inexorable seulement interrompue par quelques pauses de courte durée. La crise de 2008-09 et son impact budgétaire considérable ne sont donc qu'en partie responsables du pic historique actuel ; et un problème plus fondamental d'incapacité à maîtriser la trajectoire des finances publiques pourrait bien être à l'origine de ces tendances. Deuxièmement, les années d'après-guerre ont permis une correction rapide de l'endettement public excessif grâce aux effets de la reconstruction sur la croissance du revenu national, une inflation relativement élevée et des taux d'intérêt maintenus artificiellement bas par des politiques de contrôle direct. Rien de tout cela ne se profile à l'horizon pour le moment. Troisièmement, les effets du vieillissement de la population commencent à peine à se manifester pleinement, faisant pression sur les dépenses publiques (retraites et soins de santé) alors même que les recettes fiscales souffrent de l'abaissement inévitable du potentiel de croissance (moins de travailleurs actifs et productifs).

S'il faut donc réduire la dette publique, comment doit-on s'y prendre ? La réponse arithmétique est simple : il faut dépenser moins et récolter davantage de recettes. La réponse

1 Le ratio entre dette publique et PIB est la mesure traditionnellement utilisée pour capter l'ampleur relative de la dette. Ceci peut se comprendre par le fait que le PIB est la mesure la plus large du revenu potentiellement taxable par le gouvernement et peut donc s'interpréter comme une garantie implicite de la dette de ce dernier.

économique est moins anodine. Il existe a priori une myriade de combinaisons de mesures budgétaires susceptibles de réduire déficits et dettes publiques à un rythme donné. Le vrai problème consiste à identifier les stratégies dont les coûts économiques immédiats en termes de croissance, d'emplois et d'inégalités sont suffisamment faibles. Toutefois, au-delà de la pure arithmétique budgétaire, il y a des avantages importants à placer le processus de désendettement public dans le contexte plus large d'une stratégie crédible de promotion de la croissance à moyen-long terme. Nous commençons néanmoins cet article par un bref rappel des raisons pour lesquelles maîtriser la trajectoire du ratio dette publique-PIB est un préalable difficile mais incontournable du succès économique de tout pays.

Pourquoi réduire la dette publique ?

Toute entité économique ne peut fonctionner normalement et poursuivre ses objectifs que si elle est financièrement solvable. La solvabilité – ou la capacité à faire face à ses engagements financiers – s'applique aux gouvernements aussi bien qu'aux individus et aux entreprises. Or, si la banqueroute d'un individu n'affecte que lui-même et ses proches, la banqueroute du gouvernement conduirait à un effondrement de l'économie tout entière. En effet, même si l'État est un débiteur spécial, un souverain que personne ne peut mettre formellement en faillite et contraindre à rembourser son dû en lui imposant par exemple la liquidation forcée de ses actifs, s'il fait défaut sur ses obligations, les conséquences sont souvent catastrophiques².

2 Au-delà des conséquences économiques d'un défaut de paiement, l'équité entre générations est un autre argument en faveur d'une maîtrise de l'endettement public.

Premièrement, un État en défaut de paiement n'a par définition plus accès à de nouveaux financements. L'État perd donc toute marge de manœuvre budgétaire et doit instantanément équilibrer dépenses et recettes. Cet exercice d'austérité aussi instantanée que brutale est d'autant plus douloureux que le déficit³ est élevé. Il peut même mener à une spirale infernale où coupes de dépenses et hausse de la fiscalité minent l'activité économique, réduisant en retour les recettes de l'État, et forçant un nouveau tour de vis budgétaire qui ne fait qu'aggraver le choc initial.

Deuxièmement, si les obligations d'État désormais sans valeur sont détenues par les épargnants du pays lui-même – notamment via des fonds de pension – ceux-ci se retrouvent plus pauvres du jour au lendemain, ce qui peut conduire à une nouvelle contraction de la demande intérieure à travers une baisse de la consommation privée.⁴ Enfin, les titres d'endettement public – qui sont en temps normal réputés sans risque – ont un rôle de référence particulier pour la fixation du prix de tous les actifs sur les marchés des capitaux. Ces mêmes titres sont utilisés comme garantie dans de nombreuses transactions financières, notamment entre les banques commerciales et la banque centrale du pays. Un défaut souverain peut donc geler le marché des capitaux et mener les banques à la faillite, ou à tout le moins, gripper sévèrement le secteur financier au point de rendre impossible ou extrêmement coûteux le crédit au secteur privé. Une économie sans secteur financier force les agents débiteurs à réduire leur dépense et ne peut

3 Pour être précis, notons que l'on fait référence ici au solde budgétaire après déduction des charges d'intérêt, puisqu'elles ne sont plus payées. On parle alors de solde budgétaire primaire.

4 Le défaut s'apparente une taxe massive sur le patrimoine des agents économiques privés dont la réaction naturelle est d'épargner davantage reconstituer leur patrimoine.

plus canaliser l'épargne vers des investissements productifs, condamnant le système économique à l'asphyxie.

Bien que souvent catastrophique pour l'économie, le défaut souverain – ou ses formes atténuées comme les rééchelonnements ou réductions de dette négociées entre l'État et ses créanciers – traduit l'incapacité du gouvernement à conserver la maîtrise de son ratio d'endettement. Il est donc essentiel de pouvoir identifier à quel niveau de dette le risque de perte de contrôle devient suffisamment élevé pour amener le gouvernement à préférer assumer les coûts d'une réduction délibérée de ce niveau. Il n'existe malheureusement aucune formule magique pour calculer cette limite de dette. Trois paramètres principaux disciplinent néanmoins le jugement des économistes : l'impact estimé de la stratégie de désendettement sur l'activité économique ; les perspectives de croissance potentielle ; et la crédibilité de la stratégie de réduction de dette aux yeux des créanciers. Ce dernier aspect est crucial car il fait entrer les perceptions des acteurs financiers dans l'équation, qui du même coup se complique fortement.

Quels instruments pour réduire la dette publique ?

Pour comprendre les éléments qui régissent l'évolution du ratio d'endettement, partons d'un cas hypothétique très simple où l'État ne rembourse jamais le principal de sa dette et contracte de nouveaux emprunts pour couvrir exactement le refinancement de la dette existante venant à échéance et la totalité de la charge d'intérêt. Dans cet exemple, le déficit budgétaire total (en euros) est égal à la charge d'intérêt sur la dette publique (en euros), et la dette augmente alors au même rythme annuel que le taux d'intérêt moyen auquel l'État emprunte. Qu'en est-il de l'évolution

du ratio entre dette publique et PIB ? Si le PIB croît moins vite que ce taux d'intérêt en rythme annuel moyen, alors le ratio va croître indéfiniment. Cela résulte du fait que l'effet d'auto-alimentation de la dette par le biais des charges d'intérêt excède la hausse du revenu national. Nous parlerons de l'effet « boule de neige » de la dette. Cette situation implique l'insolvabilité.

L'effet « boule de neige » de la dette mène donc à la crise car tôt ou tard les créanciers douteront de la capacité de l'État à emprunter des montants toujours croissants (non seulement en euros, mais aussi en proportion du revenu national). Ils réclameront des primes de risque de plus en plus élevées pour acheter les nouveaux titres de dette émis par le gouvernement (ce qui signifie une hausse des coûts d'emprunt) et pourraient en fin de compte arrêter tout nouveau financement. C'est le scénario des crises de dette souveraine telle qu'observées dans de nombreux pays en développement dans les années 1980 et 1990, et tout récemment dans certains pays de la zone euro – Chypre, Grèce, Irlande et Portugal.

Dans notre exemple, un gouvernement soucieux de préserver sa solvabilité va à un moment donné se sentir obligé d'infléchir la trajectoire croissante du ratio d'endettement afin de le stabiliser, voire le réduire. Pour y parvenir, il faudra juguler l'arithmétique implacable de l'effet « boule de neige », ce qui nécessite un ou plusieurs des éléments suivants : une réduction du déficit public, une baisse du taux d'emprunt et/ou une hausse du taux de croissance de l'économie. Dans des économies largement libéralisées et ouvertes au flux commerciaux et financiers internationaux, les politiques macroéconomiques nationales ont assez peu d'influence sur le potentiel de croissance et les taux d'intérêt. C'est donc principalement sur la baisse des déficits que se fondent les stratégies de réduction de l'endettement public.

Mais jusqu'où aller dans les coupes budgétaires pour assurer une baisse durable du ratio d'endettement ? Partant de notre exemple, on comprend que l'élimination et finalement l'inversion de l'effet « boule de neige » exige des déficits budgétaires suffisamment inférieurs aux charges d'intérêt sur la dette existante. Le rôle moteur des charges d'intérêt dans la dynamique de la dette amène les économistes à faire référence à une notion de solde budgétaire excluant ces charges : le solde budgétaire primaire⁵. Un solde budgétaire total inférieur aux charges d'intérêt signifie donc que le solde primaire est en excédent. Dégager un surplus primaire suffisamment important permet d'éviter l'effet « boule de neige » en contre-carrant l'auto-alimentation de la dette par les paiements d'intérêt. Le surplus primaire minimum nécessaire pour stabiliser le ratio d'endettement sera d'autant plus élevé que le taux d'intérêt moyen sur la dette est haut, que le taux de croissance de l'économie est faible et que la dette existante est élevée. Par exemple, si le différentiel entre le taux d'intérêt et la croissance du PIB nominal est de 1 %, un surplus primaire de 1 % du PIB suffit à éliminer l'effet « boule de neige » associé à une dette de 100 % du PIB. Ce dernier chiffre tombe à seulement 50 % du PIB si le taux d'intérêt moyen payé par l'État grimpe d'un pourcent ou si la croissance économique ralentit du même montant.

Il y a bien entendu des limites politiques et sociales au surplus primaire qu'un gouvernement peut dégager. D'une part, le potentiel de taxation n'est pas infini et il arrive un moment où les hausses de prélèvement ont des effets

5 Le solde budgétaire primaire est donc la différence entre les revenus du gouvernement et les dépenses hors charges d'intérêt. On observera par exemple que les plans de désendettement public soutenus par le Fonds Monétaire International définissent l'objectif principal du plan en termes de surplus primaire à atteindre.

tellement délétères sur l'emploi et la consommation que les recettes totales finissent par répondre négativement aux hausses d'impôt. D'autre part, la compression des dépenses a aussi ses limites. On ne peut pas réduire indéfiniment le nombre de fonctionnaires, le montant des pensions, ou les minima sociaux au risque de paralyser l'État ou de crever les seuils de pauvreté.

Historiquement, il est assez rare de maintenir durablement des surplus qui excèdent 4 % du PIB (Debrun, Jarmuzek et Shabunina, 2015 ; Escolano et al., 2014). Certains pays sont toutefois parvenus, souvent sous pression externe, à conserver des surplus de l'ordre 6 à 7 % pendant plusieurs années. Ce fut par exemple le cas de la Belgique durant la course à l'euro en 1992-97 et de la Turquie à la fin des années 90 et au début des années 2000 dans le cadre d'un programme d'ajustement soutenu par le FMI.

L'existence de limites aux surplus primaires réalisables a une implication essentielle pour notre discussion : la dette publique ne peut croître indéfiniment sans courir de graves risques de perte de contrôle de la « boule de neige. » Quand cela arrive, la dette publique est tellement élevée qu'il est illusoire et contreproductif de vouloir la réduire par la seule accumulation de larges surplus primaires pendant une longue période. À ce point-là, toute stratégie efficace de désendettement devra inclure une renégociation des termes des obligations existantes sous la forme de réduction des taux d'intérêt, de réduction du principal (*hair cut*), d'allongement des échéances ou d'une combinaison de ces trois éléments. La Grèce et Chypre offrent des exemples récents de ce type de restructurations. Les coûts de telles opérations s'exprimant en termes de dégradation durable des conditions d'accès à de futurs financements, des négociations coordonnées entre pays débiteurs et créanciers sont préférables à des décisions unilatérales et

d'interminables actions en justice, comme ce fut le cas pour le défaut argentin de fin 2001. En l'absence de juridiction internationale organisant la faillite des États, des processus ad-hoc permettent contenir les dommages au crédit des pays traversant des difficultés temporaires de paiement. Le Club de Paris, un groupe informel de pays créanciers, coordonne ce type de négociations pour les dettes d'État à État depuis 1956, tandis que le Club de Londres offre un cadre similaire pour les dettes souveraines détenues par des créanciers privés.

Il est cependant à noter que l'irruption d'une crise de la dette souveraine ne justifie pas nécessairement une restructuration. C'est le cas lorsque la crise résulte de la pure dynamique des marchés financiers plutôt que d'un problème fondamental de solvabilité. Supposons par exemple que les opérateurs de marché anticipent sans raison valable qu'un gouvernement va connaître des difficultés de paiement. Cela peut suffire à créer les conditions qui engendrent ces difficultés parce que ces anticipations déterminent les primes de risques, et partant le coût d'emprunt. Tout accès de nervosité sur les marchés – justifié ou non – relève donc le niveau minimal de surplus primaire requis pour maîtriser la « boule de neige ». Si la pression est assez forte pour pousser le surplus primaire minimal au-delà de ce qui est politiquement ou économiquement soutenable pour le pays, ce dernier n'a d'autre option que de rendre les armes, validant du même coup les anticipations initiales des marchés. La meilleure protection contre ces crises souveraines « auto-réalisatrices » reste le maintien de niveaux d'endettement suffisamment bas car ceci réduit le risque de crever le plafond des surplus primaires réalisables. La définition de ces niveaux de dette publique dits « sûrs » fait actuellement l'objet d'intenses recherches (voir Debrun, Jarmuzek et Shabunina, 2015) car ils peuvent fournir un point d'ancrage utile aux stratégies actuelles de désendettement.

Conclusion : l'État peut-il se désendetter à moindre coût ?

Si réduire la dette publique est nécessaire dans de nombreux pays, l'ampleur de la tâche suggère d'adhérer à quelques principes simples afin d'en contenir les effets secondaires sur l'économie.

Principe No 1. Une approche lucide et concertée de la restructuration. Lorsque l'insolvabilité d'un État est avérée, une restructuration concertée est la meilleure manière d'éviter des coûts catastrophiques. Nier l'insolvabilité au nom du risque d'aléa moral ne fait que reporter l'inévitable et en gonfler les coûts ultimes. Certes, ces négociations sont ardues – les créanciers doivent se partager les pots cassés – et impliquent une multitude de considérations économiques telles que les effets sur le patrimoine des résidents du pays (*via* les fonds de pension par exemple), les risques pour la stabilité du secteur financier, et l'ampleur du déséquilibre entre recettes et dépenses publiques. En effet, combler graduellement ce dernier exigera une nouvelle accumulation de dette et donc la nécessité préalable de réduire suffisamment les obligations existantes. Dans la plupart des cas, cependant les gouvernements entament des plans de désendettement bien avant de s'aventurer trop près des seuils critiques.

Principe No 2. Une réduction graduelle des déficits. Les pays qui ne sont pas sous pression des marchés financiers bénéficient actuellement de conditions d'emprunt très favorables. En dépit de taux de croissance faibles, d'une inflation basse et de niveaux d'endettement élevés, l'effet « boule de neige » reste modeste voire nul ou négatif, ce qui permet de stabiliser le taux d'endettement public sans devoir dégager des surplus primaires de grande ampleur. Les pays sous pression sont forcés de prendre des mesures budgétaires plus drastiques.

Principe No 3. Un engagement crédible sur le long terme. Si la réduction graduelle des déficits est préférable à un rythme accéléré, le maintien de taux d'emprunt bas sur le moyen terme exige un engagement clair et crédible des gouvernements à maintenir le cap du désendettement au gré de circonstances changeantes. Un nombre croissant de pays traduisent l'ancrage de leur trajectoire de finances publiques au principe de responsabilité budgétaire en adoptant des garde-fous institutionnels contre les dérapages incontrôlés. Ces garde-fous prennent le plus souvent la forme de limites légales ou constitutionnelles aux déficits ainsi que la création d'organes indépendants de surveillance des politiques budgétaires (Debrun et Kinda, 2014).

Principe No 4. Une réduction intelligente des déficits inscrite dans une stratégie de croissance à long terme. Le choix des mesures de dépense et de recette peut se faire d'une manière qui réduise directement les coûts économiques de l'assainissement budgétaire. Par exemple, un glissement de la charge fiscale du travail (charges sociales, impôt sur le revenu) vers la consommation, la richesse et le capital peut encourager la croissance à moyen terme en encourageant le travail et l'embauche. Côté dépenses, un meilleur ciblage des transferts et subsides sociaux, et des aides aux entreprises permet de réduire la dépense totale tout en améliorant sa composition en faveur de postes vecteurs de croissance. L'OCDE et le FMI ont mis en lumière des dividendes de croissance non négligeables dans les pays qui ont adopté ce genre de stratégie sans accroissement notables des inégalités.

Appliquer judicieusement ces quatre principes permettrait d'assainir les finances publiques de nombreux pays en évitant les coûts d'une austérité aveugle.

Bibliographie

- DEBRUN X. et KINDA T. (2014) « Strengthening Post-Crisis Fiscal Credibility: Fiscal Councils on the Rise : A New Dataset », IMF Working Paper No 14/58, Washington, DC: International Monetary Fund.
- DEBRUN X., JARMUZEK M. et SHABUNINA A. (2015) « Public Debt: Not Safe at Any Speed », IMF Working Paper, à paraître.
- DeLONG B. et SUMMERS L. (2012) « Fiscal Policy in a Depressed Economy », *Brookings papers on Economic Activity*.
- ESCOLANO J., JARAMILLO L., MULAS-GRANADOS C. et TERRIER G. (2014) « How Much is A Lot ? Historical Evidence on the Size of Fiscal Adjustment », IMF Working Paper No 14/179, Washington, DC: International Monetary Fund.
- ESCOLANO J., SHABUNINA A., et WOO J. (2011) « The Puzzle of Persistently Negative Interest Rate-Growth Differentials: Financial Repression or Income Catch-Up? », IMF Working Paper No 11/260, Washington, DC: International Monetary Fund.

La dette publique comme produit du capitalisme financier

HENRI STERDYNIAK

co-animateur des Économistes atterrés

Résumé

Le fort niveau des dettes publiques dans la quasi-totalité des pays développés dans la période actuelle ne provient pas d'une hausse excessive des dépenses publiques. Face aux classes dirigeantes qui veulent utiliser la dette pour imposer des politiques d'austérité et mettre en cause le modèle social européen, les audits citoyens des dettes publiques montrent la responsabilité du capitalisme financier : taux d'intérêt excessifs, financiarisation, pression sur les salaires et la consommation, concurrence et évasion fiscales, crise financière.

Abstract

The high level of public debt in developed countries in the current period does not come from an excessive increase in public spending. Facing the ruling classes who want to use debt to impose austerity policies and to call into question the European social model, the public debt citizen audit show the responsibility of financial capitalism: excessive interest rates, financialisation, pressure on wages and consumption, tax competition and tax evasion, financial crisis.

Fin 2014, les dettes publiques de la quasi-totalité des grands pays développés ont atteint des niveaux extrêmement élevés : 251 % du PIB au Japon, 105 % aux États-Unis, 90 % en Grande-Bretagne, 94 % dans la zone Euro (132 % pour l'Italie, 98 % pour la France, 75 % pour l'Allemagne). Il n'y a pas de spécificité française¹.

Pour les libéraux, les déficits publics (et la dette, qui en est l'accumulation) s'expliquent par la mauvaise gouvernance des finances publiques, la démagogie des gouvernements qui, soumis à élection démocratique, augmentent les dépenses publiques pour satisfaire toutes les catégories de la population sans augmenter les impôts. Nous vivons à crédit, au-dessus de nos moyens. La dette publique sera payée par nos enfants. Sa charge, qui absorbe la totalité du produit de l'impôt sur le revenu, nous paralyse. Pour la réduire, il faut accepter des coupes claires dans les dépenses publiques et sociales (et non augmenter les impôts, ce qui découragerait le travail et l'investissement et ferait fuir les riches et les entreprises à l'étranger). Celles-ci permettront une baisse des taux d'intérêt, redonneront de la confiance aux épargnants et aux investisseurs et permettront un regain de croissance. Pour éviter la tentation démagogique, il faut paralyser les politiques budgétaires nationales, d'un côté par des règles budgétaires et des Comités budgétaires indépendants, de l'autre par la menace des marchés financiers. La dette justifie ainsi les politiques d'austérité mise en œuvre en Europe depuis 2011 ; elle permet aux classes dirigeantes et aux technocraties européennes et nationales de mettre en cause le modèle social européen et son niveau élevé de dépenses publiques et sociales ; elle met les politiques économiques nationales sous la tutelle des marchés financiers.

1 Contrairement à ce que prétend le rapport Pébereau (2006).

Face à cette stratégie économiquement et socialement catastrophique, il importe de comprendre les causes de l'explosion des dettes publiques et de proposer d'autres voies de sortie. Le sujet étant éminemment politique, il est nécessaire que les citoyens s'en emparent. C'est le but des audits des dettes publiques qui ont été organisés dans de nombreux pays, des pays en développement d'abord, et désormais en Europe.

La dette publique n'est pas un mal en soi

Les libéraux clament que la dette publique représente 31 000 euros par personne, dont hériterait chaque bébé qui naît en France. C'est oublier que cette dette brute ne prend pas en compte les actifs publics financiers (actions et obligations) et réels (bâtiments, routes, etc.). Avec eux, la « valeur nette » des administrations est positive : 326 milliards d'euros fin 2012 (dernière année disponible), soit 5 000 euros par personne. Nous ne laissons pas une dette à nos enfants, mais un patrimoine public important, sans parler du patrimoine privé (6,5 fois le PIB) ou du patrimoine « non-monétaire » (éducation, santé, etc.). Globalement, la France ne vit pas à crédit ; chaque année, environ 6 % du PIB constitue de l'épargne nette qui augmente le niveau du capital. Enfin, la France a maintenu un taux de fécondité relativement élevé, de sorte que le poids futur des dépenses de retraites y sera plus faible que dans beaucoup de pays européens (Allemagne, Italie,...).

En 2015, la charge d'intérêt de la dette publique devrait être de 2 % du PIB ; soit, un taux d'intérêt moyen de 2,4 %, soit de 1,7 % après impôt, ce qui déjà est faible. Mais le vrai coût de la dette doit tenir compte de la croissance : c'est le taux

d'intérêt sur la dette auquel on retranche le taux de croissance nominal (qui devrait être de 2,2 % en 2015). Supposons que, en régime équilibré, le taux d'intérêt nominal soit de 3,5 %, le taux d'inflation de 1,75 %, et le taux de croissance en volume de 1,75 % ; pour stabiliser la dette à 80 % du PIB, un déficit de 2,8 % du PIB ($80 \% \times 3,5 \%$) suffit. Quand le taux d'intérêt est égal au taux de croissance, le vrai coût de la dette, c'est-à-dire l'excédent primaire nécessaire pour stabiliser la dette, est nul. Il est donc erroné de prétendre que *les charges d'intérêt sont le deuxième poste des dépenses publiques* (corrigées de la croissance, elles sont nulles voire négatives) ou qu'elles font peser une contrainte lourde sur la politique budgétaire. En 2015, si la France paye 44 milliards d'intérêt aux marchés financiers, ceux-ci lui prête 82 milliards (en net) Si la France s'interdisait de recourir à la dette, elle devrait donc réduire les dépenses publiques (ou augmenter les impôts) de 38 milliards.

La dette ne pose problème que si le taux d'intérêt est supérieur au taux de croissance. Cela a pu advenir dans la période récente pour deux raisons : les marchés financiers ont imposé des taux exorbitants aux pays en difficulté de la zone Euro ; les politiques d'austérité ont à ce point abaissé la croissance et l'inflation qu'elles sont passées en dessous de 2 %, le plancher des taux longs. Elle pose problème aussi quand des gouvernements malavisés veulent la réduire en période d'insuffisance de la demande, alors que les agents privés eux-mêmes veulent se désendetter : faire passer la dette publique de 100 à 60 % du PIB en 20 ans exige de maintenir un excédent primaire de 2 % du PIB, somme qui pourrait être mieux utilisée pour faire des investissements dans l'éducation ou la transition écologique.

De 1974 à 2013, la France et l'Italie n'ont jamais eu d'excédents budgétaires ; les États-Unis n'en ont connu que trois années, l'Allemagne et la Grande-Bretagne quatre, le Japon

cinq. L'équilibre budgétaire n'est donc pas une norme. Il est légitime de financer les investissements publics, qui seront utilisés pendant de nombreuses années, par du déficit public. C'est d'ailleurs la vraie « règle d'or » des finances publiques telle qu'énoncée par Paul Leroy-Baulieu (1891). En France, cela justifie un déficit de l'ordre de 2,5 % du PIB en situation conjoncturelle normale. De plus, l'État ne doit pas seulement se préoccuper de sa propre situation financière, mais de l'équilibre macroéconomique. Dans une situation de récession économique, il est légitime d'avoir un déficit public plus important que celui de la règle d'or.

L'État n'est pas un ménage. Il décide du niveau de ses recettes en fixant celui des impôts. Tandis qu'un ménage est contraint de rembourser ses dettes, l'État, immortel, peut renouveler sa dette en permanence. Aucune génération ne sera tenue de rembourser la dette publique puisqu'il existera toujours des agents qui veulent en détenir. L'État doit seulement veiller à ce que son déficit soit maîtrisé (conforme aux exigences de l'équilibre économique) et à ce que sa dette reste soutenable, de sorte que les épargnants n'aient pas à craindre de n'être pas remboursés. Le déficit public est nocif pour les générations futures quand il s'effectue au détriment de l'investissement productif ; ce n'est pas le cas quand il finance l'investissement public ni dans la période actuelle, où il est nécessaire pour soutenir l'activité et où les d'intérêt sont à leur plancher.

Le niveau adéquat de la dette n'a aucune raison d'être stable en pourcentage du PIB. Une population qui vieillit peut avoir besoin, en l'absence d'un système de retraite par répartition fiable et suffisant, de plus d'actifs financiers sans risque, donc d'une dette publique plus importante. L'augmentation de la volatilité des marchés financiers induit une « fuite vers la sécurité », les ménages désirant détenir des titres publics

au détriment de la détention d'actions. Tant que la dette publique est désirée, qu'il est possible de l'émettre à de bas taux d'intérêt, qu'elle ne provoque ni tensions inflationnistes, ni déficit extérieur, que l'économie est en sous-emploi des capacités de production, elle n'est pas excessive.

Tout est-il alors pour le mieux dans le meilleur des mondes ? Non, la dette publique est malade du libéralisme.

La dette publique malade du néolibéralisme

Dans la période actuelle, la quasi-totalité des pays développés connaissent de forts déficits publics, soit en 2014 7,8 % du PIB au Japon, 5,7 % au Royaume-Uni, 4,9 % aux États-Unis, mais 2,4 % seulement dans la zone Euro, cela au prix de pesantes politiques d'austérité. Le bas niveau actuel des taux d'inflation et des taux d'intérêt montre bien que ces déficits sont de nature keynésienne (nécessaire pour l'équilibre macroéconomique) et non de nature classique (source autonome de déséquilibres). La question fondamentale est donc : pourquoi des déficits publics importants sont aujourd'hui nécessaires pour soutenir la demande ?

En 1973, la dette publique française était pratiquement nulle. Pendant les Trente Glorieuses, le dynamisme de l'économie ne rendait pas nécessaire le déficit public et les entreprises investissaient plus que leur profit. Grâce au contrôle des circuits de financement, les taux d'intérêt étaient relativement bas, l'inflation et la croissance étaient fortes ; la dette publique s'éteignait d'elle-même. La contre-révolution libérale a mis à mal ce cercle vertueux. À partir de 1980, les taux d'intérêt réels ont fortement augmenté, l'inflation a chuté, la croissance a ralenti. De 1981 à 1997, les taux d'intérêt réels ont été nettement supérieurs au taux de croissance nominal ;

la dette publique a fait « boule de neige ». Ce fort niveau des taux d'intérêt a aussi pesé sur la demande, contraignant l'État à maintenir un certain déficit. Ainsi, la dette publique est entrée dans une spirale à la hausse.

Dans la période d'avant-crise, plusieurs facteurs ont concouru à la déficience de la demande mondiale :

- de nombreux pays se sont lancés dans des stratégies néo-mercantilistes en accumulant des excédents extérieurs (Chine, Japon, Allemagne,...), auxquels s'ajoutent ceux des pays producteurs de pétrole ;
- la mondialisation commerciale permet au capital de mettre tous les travailleurs du monde en compétition ; chaque pays est amené à se lancer dans des stratégies de compétitivité. La pression sur ses salaires diminue leur part dans la valeur ajoutée, ce qui induit une baisse de la part de la consommation ;
- les pays anglo-saxons ont choisi une croissance caractérisée par la stagnation des revenus de la masse des ménages et le creusement des inégalités, compensés par la hausse de l'endettement des ménages et le développement de bulles financières et immobilières ;
- le vieillissement de la population et la mise en cause des régimes de retraite publics financés par répartition aboutissent à la montée en puissance des fonds de pension, donc au gonflement des capitaux cherchant des placements relativement peu risqués, donc de la dette publique ;
- la globalisation financière fait que tous les placements sont mis en concurrence par les marchés financiers. Les placements productifs sont comparés sans précaution à des placements financiers dont la rentabilité illusoire s'appuie sur le développement de bulles financières. Il en

résulte une hausse de la rentabilité requise par les investisseurs en même temps que l'investissement productif stagne dans les pays développés en raison du ralentissement de la croissance, du déplacement des projets industriels dans les pays émergents, de la baisse du prix relatif de l'investissement.

Un déséquilibre structurel s'est ainsi creusé entre épargne et investissement, déséquilibre qui devait être comblé par la hausse de l'endettement privé ou public et par des bulles financières. La crise financière de 2007, due à l'implosion des bulles spéculatives caractéristiques du capitalisme financier débridé, a encore creusé le déficit public (*via* le soutien aux banques, les mesures de relance, mais surtout les pertes de recettes fiscales dues à la chute du PIB). Le ratio dette/PIB a explosé car la dette augmentait tandis que le PIB subissait les effets de la récession. Après la crise, les solutions de type endettement privé et bulles financières sont bloquées, de sorte que c'est l'endettement public qui est privilégié.

L'Europe a aussi sa part de responsabilité dans la montée des dettes des pays de la zone Euro (Mathieu et Sterdyniak, 2011). Au nom de la liberté de circulation des personnes et des capitaux, les institutions européennes ont interdit aux pays de protéger leur capacité de taxer. Les États européens se sont livrés à la concurrence fiscale. Les réductions d'impôt se sont multipliées (sur les bénéfices des sociétés, sur le revenu et le patrimoine des particuliers les plus aisés, sur les cotisations patronales), sans impact favorable sur la croissance. Au contraire, elles ont aggravé les inégalités sociales et les déficits publics, et ont obligé les administrations à s'endetter auprès des ménages aisés pour financer les déficits ainsi créés. Avec l'argent économisé sur leurs impôts, les riches ont pu acquérir les titres de la dette publique émise pour financer les déficits publics provoqués par ces mêmes réductions d'impôts.

En même temps, ce désarmement fiscal a été choisi par les institutions européennes, les gouvernements libéraux et les classes dominantes de façon à réduire les recettes publiques puis à tirer prétexte du déficit ainsi créé pour proclamer comme inéluctable la baisse des dépenses publiques.

La perte de leurs instruments monétaires (taux d'intérêt ou taux de change) oblige les pays membres à utiliser la politique budgétaire pour soutenir l'activité. La politique de faible inflation empêche d'utiliser la hausse des prix pour faire fondre la dette publique. Les politiques restrictives maintiennent les pays dans la dépression et font surgir la menace de déflation. Dans le même temps, les pays du Nord refusent que la BCE garantisse les dettes publiques des pays de la zone Euro afin que les marchés financiers contrôlent la discipline budgétaire des États membres et maintiennent une épée de Damoclès sur leurs politiques économiques. Ceci a permis aux marchés financiers de spéculer sur la faillite des États. Les marchés financiers sont schizophrènes : d'un côté, ils veulent détenir des masses énormes de dettes publiques ; de l'autre, ils reprochent aux États d'être endettés. L'abondance de l'épargne et l'attrait pour la dette publique (la plus sûre) font que les taux d'intérêt sont actuellement bas. Mais, laissés dans les mains des marchés, ils peuvent dangereusement grimper.

La baisse de la dépense publique creuse la dette

Les libéraux citent souvent le cas de certains pays (le Canada, la Suède dans les années 1990 par exemple) qui auraient réduit leurs dépenses publiques et leur dette sans que cela ne nuise à leur croissance. Mais il s'agit de petits pays qui ont réussi cet « exploit » dans la mesure où ils ont

bénéficié de la croissance des autres, en dévaluant de surcroît leur monnaie. Il s'agit parfois de pays qui ont profité d'une période de forte croissance induite par l'entrée dans l'Europe, la libéralisation financière, la sortie d'une crise financière, etc.

Ce que des petits pays peuvent faire isolément ne peut pas marcher au-delà – ces quatre dernières années le prouvent tragiquement. Dès 2010, au nom de la réduction de la dette, l'Europe a opté pour des cures d'austérité généralisées. Elles ont été particulièrement brutales en Grèce, mais aussi au Portugal et en Espagne et le résultat est accablant. La croissance a été fortement affectée ; en 2015, le PIB par tête reste 2 points en dessous de son niveau de 2008 pour la zone Euro, 4 points pour le Portugal et l'Espagne, 24 points pour la Grèce contre un niveau plus élevé de 3,5 points aux États-Unis. De fin 2010 à fin 2014, la dette publique, loin de se réduire, a continué à augmenter de 10 points dans la zone euro. Début 2013, le FMI a reconnu cette leçon keynésienne élémentaire : en période basse du cycle, le « multiplicateur budgétaire » est élevé – beaucoup plus qu'il ne le prétendait (FMI, 2013). Un euro de baisse des dépenses publiques en situation de forte dépression et de taux d'intérêt à leur plancher diminue l'activité de nettement plus qu'un euro, et ce d'autant plus que la politique d'austérité est généralisée. En définitive, les recettes fiscales sont réduites, l'effet sur le déficit est très faible et le ratio de dette augmente. Si le multiplicateur vaut 1,6, une baisse des dépenses publiques de 1 % du PIB diminue le PIB de 1,6 %, le solde public ne s'améliore que de 0,2 %, le ratio dette/PIB augmente de 0,4 %.

Comment réduire la dette ?

Face à la stratégie des classes dirigeantes – utiliser la dette pour s'attaquer au modèle social –, il importe

de mettre en évidence les causes de l'explosion des dettes publiques : charges d'intérêt excessives, financiarisation, crise financière, évasion et concurrence fiscale, dépenses publiques inutiles (ne profitant pas à la population), et enfin – dans beaucoup de pays du Tiers-Monde – pillage par les classes dirigeantes et la caste à la tête du pays. C'est le but des audits citoyens de la dette publique (voir aussi, Attac, 2013). Pour la France, le Collectif pour un audit citoyen de la dette publique (2014) a estimé que le niveau de la dette publique (94 points fin 2013) s'expliquait pour 29 points par les taux d'intérêt excessif, 24 points par les cadeaux fiscaux aux entreprises et aux ménages les plus riches, 22 points par la crise financière, soit 75 points directement liés aux pratiques du capitalisme financier. Par ailleurs, une lutte résolue contre l'évasion fiscale aurait pu réduire l'endettement de 20 points.

Dans les pays du Tiers-Monde, il apparaît ainsi qu'une partie de la dette est *odieuse* dans la mesure où elle a été octroyée à des régimes dictatoriaux pour financer des dépenses militaires ou des sorties de capitaux ; une partie est *illégitime* dans la mesure où elle n'a pas servi à financer des dépenses d'intérêt général ; une partie est *illégal*e dans la mesure où elle a été contractée sans respecter les lois. Enfin, la dette peut être *insoutenable* si le pays ne peut la rembourser ou assurer son service sans mettre en cause gravement le niveau de vie de sa population. Dans ces quatre cas, le pays est fondé à réclamer l'annulation de la partie de la dette mise en cause. Si elle est parfois légitime ou nécessaire, l'annulation ou la restructuration de la dette publique doit toutefois être maniée avec prudence. Nous l'avons vu, la dette publique est utile. L'émettre dans de bonnes conditions, suppose que l'État respecte sa parole, tant que faire se peut.

L'État doit pouvoir se financer au taux le plus bas possible. Il doit être protégé de la spéculation et des appréciations des

marchés financiers. En Europe, la puissance publique doit reprendre la maîtrise des circuits financiers : la BCE doit garantir les dettes publiques, maintenir des taux d'intérêt de long terme inférieurs aux taux de croissance, tant en veillant par la régulation bancaire et financière que ces bas taux ne nourrissent pas de nouvelles bulles. La dette publique doit être détenue pour la plus grande part possible par les résidents en dehors des marchés financiers.

Les concepts de dette odieuse ou illégitime ne peuvent s'appliquer à des pays démocratiques s'étant endettés à des taux sans risque. Même si les dépenses ou les réductions d'impôts que ce pays a effectuées sont contestables, ce n'est pas aux créanciers de les payer. De même, le concept de dette insoutenable ne peut s'appliquer qu'aux pays qui se sont endettés avec une prime de risque dans une monnaie qu'ils ne créent pas et qui ont effectivement été frappés par un choc économique. Par contre, le concept de dette illégale s'applique à la part de la dette publique résultant de l'évasion fiscale comme à celle résultant de la prise en charge par l'État d'une dette contractée par les banques privées. Si de riches déposants ont bénéficié de taux d'intérêt exorbitants et ont permis à certaines banques de contribuer aux bulles financières ou immobilières (comme en Islande, Irlande, Espagne, Grèce), il n'est pas légitime que leurs avoirs deviennent de la dette publique. Il est légitime que les actionnaires des banques et les créanciers supportent les pertes (c'est l'exemple qu'a donné l'Islande).

Les dettes publiques – l'histoire de ces deux derniers siècles le prouve – ne peuvent pas être réduites par l'austérité. Celle-ci engendre finalement la stagnation et la déflation, ce qui fait augmenter l'écart entre le taux d'intérêt et le taux de croissance. La dette publique, très élevée à l'issue de la Seconde guerre mondiale (entre 120 % et 300 % selon les pays), s'était réduite comme peau de chagrin ensuite (passant

entre 20 % et 30 % en 1973). Il faut renouer avec les cercles vertueux que le néolibéralisme a brisés.

Pour que la dette publique ne soit plus un poids pour l'économie, quatre axes sont à privilégier :

- un *choc de répartition* permettrait d'augmenter le contenu du PIB en demande : moins de dividendes, de revenus financiers et de salaires exorbitants, plus de revenus salariaux et sociaux, une fiscalité plus progressive, la réaffirmation du modèle social européen (la retraite publique plutôt que la capitalisation). Ainsi, la croissance et la hausse des prix permettraient de faire fondre les dettes ;
- la fin des cadeaux fiscaux aux plus riches, la réduction de l'évasion et de l'optimisation fiscale des grandes entreprises fourniraient des ressources aux États sans impact sur la croissance ;
- un impôt progressif européen sur le patrimoine des 1 % les plus riches permettrait de réduire la dette publique en étant plus juste socialement et moins nocif économiquement que la baisse des prestations sociales que pratiquent beaucoup de pays européens ;
- des circuits publics collectant l'épargne des ménages permettraient de financer à des taux faibles la dette de l'État, celle des collectivités locales comme celles des entreprises engagées dans la transition écologique.

Bibliographie

ATTAC (2013), *Leur dette, notre démocratie*, Paris, Les liens qui libèrent.

BLANCHARD O., LEIGH D. (2013), *Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers*, FMI, Working paper n°2013/1.

COLLECTIF POUR UN AUDIT CITOYEN DE LA DETTE PUBLIQUE (2014), *Que faire de la dette ? Un audit de la dette publique de la France*, Paris, Attac.

LEROY-BEAULIEU P. (1891), *Traité de la science des finances*, Paris, Guillaumin et Cie.

MATHIEU C., STERDYNIAK H. (2011), *Les finances publiques dans la crise*, Revue de l'OFCE, n°116.

PEBEREAU M. (2006), *Rompre avec la facilité de la dette publique*, Paris, La Documentation Française.

La discrète mue idéologique du Fonds monétaire international

JULIEN BOUVET (RCE)

Créé 1944, le Fonds monétaire international (FMI) a été conçu pour établir un cadre de coopération économique afin d'éviter que ne se reproduisent les dévaluations compétitives qui avaient contribué à la grande crise des années 1930. Il s'agit d'abord de veiller à la stabilité du système monétaire international, c'est-à-dire le système international de paiements et de change qui permet aux pays de procéder à des échanges entre eux.

En 2008, lors de la parution du troisième numéro de *Regards croisés sur l'économie*, nous avons consacré au Fonds monétaire international (FMI) de nombreux articles qui constataient l'importance croissante de cet acteur dans les rapports entre pays endettés et créanciers. Sept ans plus tard, comment a évolué son cadre théorique à l'épreuve de la crise de la dette dans l'Union Européenne ? De la fin des années 1980 à la crise économique des années 2010, l'action du FMI est guidée par le « consensus de Washington ». Il a depuis fait évoluer sa base théorique.

Le « consensus de Washington », avènement et remise en cause

Le « consensus de Washington », selon l'expression de John Williamson (1990), désigne un ensemble de mesures formulées par le FMI et la Banque mondiale et

à destination des pays en développement en difficulté face à leur dette. Il prône la discipline budgétaire, la suppression des subventions, l'orthodoxie monétaire, la libéralisation des échanges commerciaux et des mouvements de capitaux, les privatisations, la dérèglementation, les réformes fiscales, le renforcement du droit de propriétés dans le cadre des « plans d'ajustement structurels ». Cette politique accorde une importance cruciale à la rigueur budgétaire et – le cas échéant – aux mesures d'austérité. Elle a trouvé sa réalisation au cours des années 1980 dans une Amérique latine alors touchée par une grave crise économique. Ce « consensus » est fondé sur un cadre théorique d'inspiration néolibéral selon lequel l'intervention de l'État doit être limitée pour atteindre la prospérité.

Toutefois, dès la fin des années 1990, le « consensus de Washington » fait l'objet de vives critiques jusque dans les plus hautes instances des institutions qui en étaient à l'origine. Joseph Stiglitz, économiste en chef à la Banque mondiale au début des années 2000, l'attaque vivement dans *La grande désillusion*. Il y dénonce notamment le FMI et souligne la responsabilité de ses « plans d'ajustement structurels » dans les difficultés économiques des pays du Sud, et en définitive dans la pauvreté dans le monde.

À partir de 2010, le FMI fait évoluer son cadre théorique

Au sein de la recherche économique, avec l'expérience de la crise, l'austérité apparaît de moins en moins pertinente. Ses opposants, à l'image de Paul Krugman, sont davantage audibles à mesure que la situation économique des États européens se dégrade.

Sans l'assumer fermement, le FMI engage alors une évolution de son cadre théorique. En 2010, un premier rapport

admet que pour « limiter l'appréciation du taux de change et limiter la vulnérabilité financière due à des emprunts étrangers excessifs », le contrôle des capitaux a ses vertus. En 2013, Olivier Blanchard, économiste en chef au FMI, publie une étude économétrique pour quantifier le multiplicateur budgétaire. Il démontre que le multiplicateur est plus élevé que ce qu'il avait précédemment estimé, si bien que réduire les dépenses publiques a un effet négatif sur la croissance plus élevé que prévu. Sans jamais renoncer à promouvoir la rigueur, le FMI concède qu'un excès d'austérité est néfaste à l'économie d'un pays.

Enfin, en juillet 2015, le FMI reconnaît que la dette grecque atteint un niveau insoutenable et qu'elle n'échappera pas à une restructuration – c'est-à-dire à un étalement des paiements dans le temps –, voire à un défaut partiel.

En définitive, si le FMI a fait évoluer son cadre théorique, il ne revient pas sur la rigueur budgétaire et n'admet des politiques jusque-là jugées inacceptables que lorsque la situation économique d'un État devient clairement insoutenable.

Bibliographie

ABRAHAM-FROIS G. et DESAIGUES B. (2003), « Du "consensus de Washington" au "consensus Stiglitzien" », *Revue d'économie politique*, 113, 1, p. 1-13.

BLANCHARD O. et LEIGH D. (2013), « Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers », FMI, Working Paper, Janvier.

FMI (2010), « Capital Inflows : The Role of Controls », IMF Staff Position Note, 19 Février, p. 11.

FMI (2015), « Greece, an update of IMF staff's preliminary public debt sustainability analysis », Country report, 186, 15, 14 juillet.

REGARDS CROISÉS SUR L'ÉCONOMIE (2008), *Comprendre la finance contemporaine*, 3.

STIGLITZ J. (2002), *La grande désillusion*, Paris, Fayard.

WILLIAMSON J. (1990), « What Washington Means by Policy Reform », *Latin American Adjustment: How Much Has Happened?*, Institute for International Economics.

Qui va supporter le coût de la réduction des taux d'endettement publics ?

PATRICK ARTUS
chef économiste, Natixis

ISABELLE GRAVET
professeure agrégée en sciences économiques et
sociales, chargée de cours à l'Université Lyon 2
et à l'Université Catholique de Lyon

Résumé

Selon les techniques envisagées, le coût de la réduction des taux d'endettement publics n'est pas supporté par les mêmes agents, et les choix qui devront être opérés par les différents gouvernements des pays de la zone euro méritent d'être étudiés en tenant compte du groupe d'agents économiques qui supportera la charge de la diminution des taux d'endettement. Le défaut sur une partie de la dette semble impossible dans la mesure où les systèmes de retraite publics et privés détiennent massivement des dettes publiques. Si on veut éviter que ce soit les générations futures ou les ménages à revenu faible qui supportent le poids de la réduction de la dette publique, il faut privilégier soit la monétisation, soit la vente d'actifs à leur valeur actualisée réelle, soit la hausse des impôts directs des ménages.

Abstract

Depending on the methods used, different types of actors can bear the reduction cost of public debt. Government choices of

the euro-zone will have to take into account the main actors' groups who will bear the cost of a public debt decrease. A default on a part of the debt appears to be unthinkable because public and private pension systems hold massive amounts of public debts. In order to avoid future generations and low-income household to take a burden of public debt decrease, monetisation has to be favoured, either through a sale of assets at their present value, or through an increase of direct tax on households.

Les pays de l'OCDE dont les taux d'endettement publics sont très élevés devront non seulement définir les modalités de réduction de leurs taux d'endettement, mais aussi décider sur qui faire porter le coût de cette réduction.

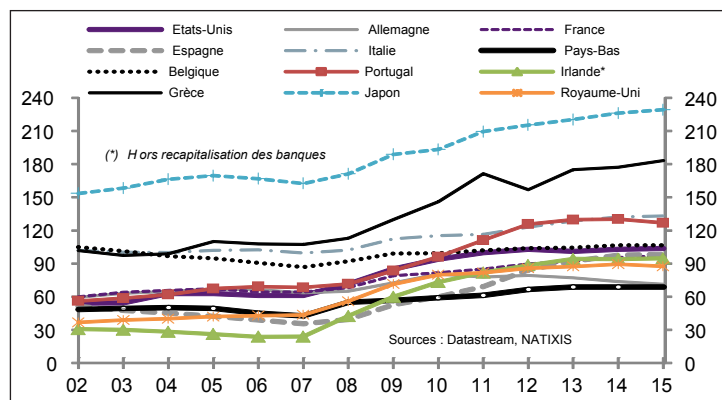
Différentes techniques peuvent être utilisées pour réduire le taux d'endettement public, comme la réduction des déficits publics, la monétisation de la dette, le défaut sur une partie de la dette, l'allongement de la maturité de la dette ou la diminution de la dette grâce au produit de la vente d'actifs. Cependant, selon les techniques retenues, le coût de la réduction des taux d'endettement publics n'est pas supporté par les mêmes agents, et les choix qui devront être opérés par les différents gouvernements des pays de la zone euro méritent d'être étudiés en tenant compte du groupe d'agents économiques qui supportera la charge de la diminution des taux d'endettement.

Sur qui fait-on porter le coût de la réduction des taux d'endettement publics ?

Dans la plupart des pays de l'OCDE, les taux d'endettement publics sont désormais très élevés : 95.6 % du PIB en France, 132 % en Italie, 230 % au Japon (graphique 1).

La nécessaire diminution des taux d'endettement suppose de choisir une technique de réduction.

Graphique 1 Dette publique en % du PIB valeur



Source : NATIXIS

Or, selon les techniques de réduction du taux d'endettement public mises en œuvre, le poids de la réduction de la dette sera porté par les ménages jeunes ou les ménages âgés, les ménages à revenus élevés ou les ménages à revenus faibles, ou par les générations futures.

Monétisation de la dette publique

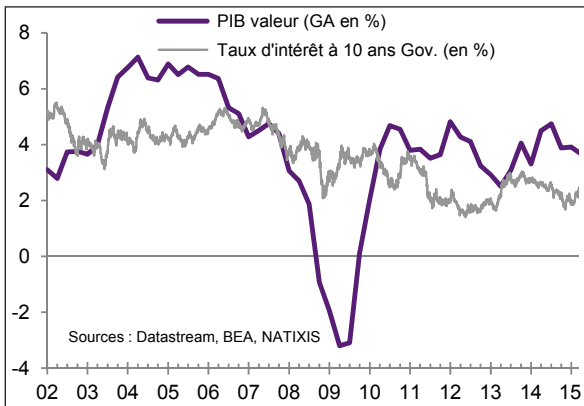
La monétisation de la dette publique, que l'on appelle aussi répression financière, est, dans les économies contemporaines, un achat de dette publique par la Banque Centrale qui conduit, non pas directement à l'inflation comme dans le modèle habituel, mais à des taux d'intérêt nominaux à long terme¹ inférieurs à la croissance nominale (graphique 2).

1 Les taux d'intérêt nominaux à long terme sont les taux d'intérêt des Bons du Trésor à 10 ans.

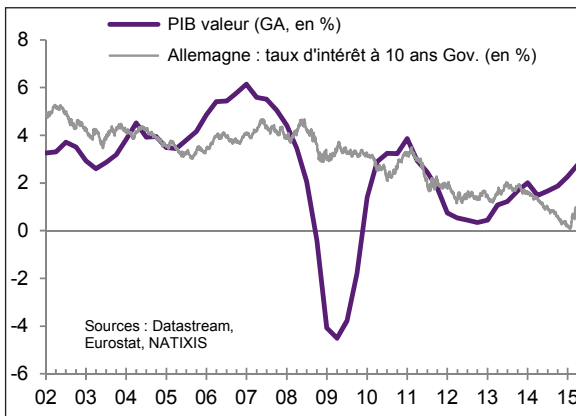
Aux États-Unis, les taux d'intérêt à long terme (2,2 %) sont inférieurs à la croissance nominale (3,6 %) ; dans la Zone euro, au Royaume-Uni et au Japon, les taux d'intérêt à 10 ans sont aussi nettement inférieurs à la croissance nominale.

Graphique 2 PIB valeur et taux d'intérêt sur les emprunts de l'État, États-Unis et Zone Euro

Graphique 2a
Etats Unis : PIB valeur et taux d'intérêt sur les emprunts de l'Etat



Graphique 2b
Zone euro : PIB valeur et taux d'intérêt sur les emprunts d'Etat



Source : Natixis

À très long terme, la croissance rapide de l'offre de monnaie peut peut-être ramener l'inflation et écarter encore la croissance nominale et les taux d'intérêt.

Le fait que les taux d'intérêt soient inférieurs à la croissance réduit les taux d'endettement et est défavorable aux prêteurs, qui sont *in fine* des ménages assez âgés et de revenu élevé (les tableaux 1a/b montrent l'exemple des États-Unis, le tableau 2 celui de la France).

Tableau 1a *Détention d'actifs financiers par foyer en fonction du revenu aux États-Unis (2013, valeur médiane, milliers de \$ de 2013)*

Percentiles de revenu	Ensemble des actifs financiers
Inférieur à 20	1
De 20 à 39,9	4
De 40 à 59,9	16
De 60 à 79,9	51
De 80 à 89,9	132
De 90 à 100	567

Source: Survey of Consumer Finances Federal Reserve 2013, NATIXIS

Tableau 1b *Détention d'actifs financiers par âge aux États-Unis (2013, valeur médiane, milliers de \$ de 2013)*

Tranche d'âge	Ensemble des actifs financiers
Moins de 35 ans	6
35 à 44 ans	20
45 à 54 ans	32
55 à 64 ans	52
65 à 74 ans	72
75 ou plus	28

Source : Survey of Consumer Finances Federal Reserve 2013, NATIXIS

Tableau 2 *Composition du revenu disponible des ménages en 2011 selon le niveau de vie en France (en %)*

Composantes du revenu disponible	Tranches de niveau de vie									
	Inférieur à D1	D1 à D2	D2 à D3	D3 à D4	D4 à D5	D5 à D6	D6 à D7	D7 à D8	D8 à D9	Supérieur à D9
Revenus d'activité	40,8	51	59,1	65,3	70,6	76,6	79,8	79	79,9	77,3
Pensions et retraites	18,1	28,9	31,9	32,3	30,6	27	25,5	27,1	26,4	19,1
Revenus du patrimoine	2,5	3,1	3,9	4,3	5	5,4	6	7,8	10,7	29,9
Prestations sociales*	43,1	22,7	12,8	8	5,4	4	3	2	1,3	0,6
Impôts directs	-4,6	-5,7	-7,7	-9,9	-11,7	-13	-14,3	-15,9	-18,1	-26,9
Ensemble	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

*prestations familiales, prestations logement, minima sociaux et prime pour l'emploi

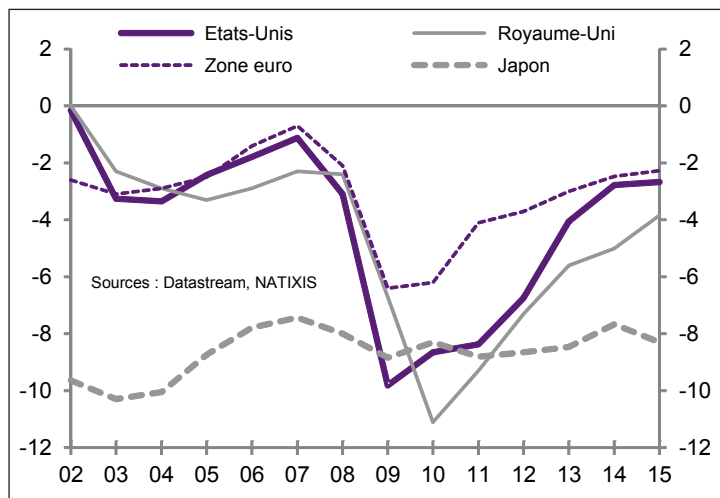
Source: INSEE

Réduction des déficits publics

La réduction des déficits publics, mise en œuvre dans les pays de la zone euro, au Royaume-Uni et aux États-Unis (graphique 3), fait porter le poids de la réduction des dettes publiques sur des agents économiques qui ne sont pas les mêmes selon la technique utilisée.

S'il y a hausse des impôts directs des ménages comme dans la Zone euro, où les impôts directs des ménages ont augmenté de 0,8 point de PIB entre 2009 et 2014, les perdants sont les ménages à revenu élevé puisqu'ils payent des impôts directs (tableau 2). De la même manière, une hausse des impôts des entreprises est supportée par les ménages à revenu élevé qui détiennent les entreprises. Aux États-Unis et au Japon, les impôts directs des entreprises ont augmenté de 1.3 points de PIB entre 2009 et 2014.

Graphique 3 *Déficit public en % du PIB valeur (États-Unis, Royaume-Uni, Zone euro et Japon)*



S'il y a hausse des impôts indirects, telle qu'elle a été observée dans la zone euro, aux États-Unis, au Royaume-Uni et au Japon, avec les hausses de TVA, les ménages à revenus moyens ou faibles sont particulièrement négativement affectés en raison de leur propension à consommer élevée. S'il y a hausse des cotisations sociales, les perdants sont les ménages à revenus moyens ou faibles puisqu'ils occupent des emplois moyennement ou peu qualifiés, qui sont les emplois détruits par la hausse des cotisations sociales. Les cotisations sociales ont progressé dans la zone euro de 0,7 point de PIB et au Japon de 1,4 point de PIB de 2008 à 2014. De la même manière, les ménages dont les revenus sont faibles ou moyens sont aussi perdants en cas de baisse des dépenses publiques de transfert comme cela a été le cas aux États-Unis et au Royaume-Uni, car ils sont les principaux bénéficiaires des transferts sociaux. En France, par exemple, les prestations sociales représentent 43,1 % du revenu disponible des 10 % des ménages dont le niveau de vie est le plus bas (tableau 2).

Si la réduction des déficits publics est obtenue par une baisse des investissements publics, la croissance potentielle est réduite, et ce sont les générations futures qui sont touchées. Depuis 2009, les investissements publics ont été réduits d'un point de PIB aux États-Unis et dans la zone euro, de 0.6 point de PIB au Royaume-Uni. Si la réduction des déficits publics se fait au prix d'une diminution des dépenses d'éducation, alors la croissance potentielle à venir est négativement impactée, et le coût de la réduction des déficits publics pèse sur les générations futures.

Réduction de la dette publique

La réduction de la dette publique peut aussi être obtenue par la vente d'une partie des actifs détenus par l'État. Si l'État vend à la *fair value*, c'est-à-dire la valeur actualisée réelle de ses actifs, la vente des actifs est neutre du point de vue des ménages ou des générations futures. Si l'État a un problème de liquidité, le risque est qu'il vende à un prix plus faible que la valeur actualisée réelle de ses actifs, ce qui fabrique une perte pour l'État par rapport aux acheteurs des actifs, c'est-à-dire les entreprises, et leurs propriétaires, les ménages riches. Dans ce cas, les gagnants sont les ménages aisés et âgés. Pour éviter cela, il faut s'assurer que, suite à la vente des actifs, l'État ne perde pas des dividendes supérieurs à la réduction des intérêts.

Défaut sur une partie de la dette

La réduction de la dette publique peut se faire aussi par défaut (restructuration) sur une partie de la dette. Le défaut sur une partie de la dette affecterait non seulement les ménages à revenu élevé qui détiennent directement de la

Tableau 3 *Actifs des fonds de pension dans quelques pays de l'OCDE en 2011 (en % du PIB)*

Pays	Fonds de pension (en % du PIB)
Australie	93,2
Autriche	4,9
Canada	63,7
République Tchèque	6,5
Danemark	49,7
Estonie	5,3
Finlande	75,0
France	0,3
Allemagne	5,5
Hongrie	3,8
Irlande	46,2
Italie	4,9
Japon	25,1
Luxembourg	1,9
Pays-Bas	135,5
Pologne	15,0
Portugal	7,7
Slovaquie	8,4
Slovénie	2,9
Espagne	7,8
Suède	9,2
Royaume-Uni	95,8

Source : OCDE

dette publique mais surtout les systèmes de retraite publics et privés européens (tableau 3). La Belgique, la France, l'Espagne, l'Irlande, la Pologne, le Portugal et la Suède ont constitué des fonds de réserve publics composés pour

l'essentiel de Bons du Trésor afin de financer les systèmes publics de retraite. Ces fonds ont un poids tel (25 % du PIB en Suède en 2011) que tout défaut sur une partie de la dette est impossible. Il en va de même pour les fonds de pension présents dans la plupart des pays de la zone euro (Autriche, Belgique, Espagne, Estonie, Finlande, France, Allemagne, Irlande, Italie, Luxembourg, Pays-Bas, Portugal, République Slovaque, Slovénie). Si ces fonds de pension ne détiennent pas exclusivement des Bons du Trésor, leur caractère obligataire (en République Slovaque, mais aussi en Pologne), l'importance des actifs gérés (135 % du PIB aux Pays-Bas), leur rôle pour le financement des retraites rendent impossible un défaut, même partiel sur la dette publique.

Allongement de la maturité de la dette

Pour profiter des taux d'intérêt très bas présents (0,35 % au Japon, 0,7 % en Allemagne, 1,8 % au Royaume-Uni) les gouvernements peuvent décider d'allonger la maturité de la dette. La maturité² moyenne de la dette publique est passée au Japon de 5 ans en 2002 à 8,4 années en 2014 (tableau 4). Sur la même période, au Royaume-Uni, la maturité moyenne de la dette publique est passée de 11,4 à 15,8 ans. Ceci reporte le remboursement de la dette à une période éloignée dans le temps, donc la réduction du taux d'endettement public renvoie la charge du remboursement aux générations futures.

2 La maturité d'un titre financier est l'espace de temps qui sépare aujourd'hui de la date d'échéance finale de ce titre, date à laquelle il disparaîtra définitivement.

Tableau 4 *Maturité moyenne des dettes publiques dans les pays développés*

	États-Unis	Royaume-Uni	Allemagne	France	Espagne	Italie	Japon
1998	5,6	10,3	6,0	6,3	5,0	5,2	5,8
1999	5,7	10,5	5,7	6,3	5,3	5,6	5,3
2000	5,8	11,1	6,1	6,2	5,7	5,7	5,1
2001	5,7	11,3	5,9	6,0	5,9	5,9	5,0
2002	5,2	11,4	6,0	5,7	5,9	5,6	5,0
2003	4,8	11,8	6,2	5,6	6,0	6,1	5,8
2004	4,6	11,2	6,3	6,1	6,2	6,4	6,3
2005	4,5	11,9	6,3	6,6	6,6	6,6	6,7
2006	4,6	12,9	6,3	7,0	6,7	6,8	7,0
2007	4,7	13,7	6,4	7,1	6,8	6,9	7,0
2008	4,3	14,0	6,6	6,8	6,6	6,8	7,3
2009	4,4	13,4	6,2	6,6	6,4	7,1	7,3
2010	4,9	13,4	6,2	7,1	6,6	7,2	7,6
2011	5,2	13,8	6,3	7,2	6,5	7,0	7,8
2012	5,4	14,6	6,5	7,1	6,4	6,6	7,8
2013	5,6	14,7	6,5	7,0	6,2	6,4	7,9
2014	5,7	15,8	6,5	7,0	6,3	6,5	8,4

Sources : OCDE, Trésors publics nationaux, BRI

Conclusion

Si un gouvernement veut réduire son taux d'endettement public, il a le choix entre la monétisation de la dette publique, la réduction rapide des déficits publics, la vente d'actifs. Le gouvernement peut aussi profiter des taux d'intérêt très bas pour allonger fortement la maturité de sa dette. On choisit souvent entre ces différentes options en fonction de leurs effets macroéconomiques : effets sur la demande, l'inflation, les taux d'intérêt. Mais nous montrons ici qu'il faut prendre en compte le groupe d'agents économiques qui subit la charge de la baisse du taux d'endettement.

S'il y a monétisation de la dette, on a des taux d'intérêt faibles par rapport au taux de croissance, on génère un risque d'inflation dans le futur : les perdants sont alors les prêteurs, c'est-à-dire des ménages en majorité âgés et à revenu élevé. S'il y a effort d'épargne, effort de réduction rapide des déficits publics, les perdants sont ceux qui sont touchés par la méthode utilisée de réduction des déficits publics. L'augmentation des impôts directs sur les ménages ou les entreprises fait supporter le poids de la réduction des déficits publics aux ménages à revenus élevés. L'augmentation des impôts indirects, des cotisations sociales, la diminution des dépenses de transfert font peser le poids de la réduction de l'endettement public sur les ménages à revenus bas. La diminution des investissements publics affecte les générations futures avec le recul de la croissance potentielle. La vente d'actifs par les gouvernements peut être neutre pour l'ensemble des ménages ou profiter aux ménages les plus aisés. Le défaut sur une partie de la dette semble impossible dans la mesure où les systèmes de retraite publics et privés détiennent massivement des dettes publiques. S'il y a transformation de la dette publique en une dette publique de maturité beaucoup plus longue, même si cette transformation est réalisée avec des taux d'intérêt très bas, le coût de la réduction de l'endettement est reporté vers les générations futures qui devront rembourser ces nouvelles dettes de maturité très longue.

Si on veut éviter que ce soit les générations futures ou les ménages à revenu faible qui supportent le poids de la réduction de la dette publique, pour réduire le taux d'endettement public il faut privilégier soit la monétisation : soit la vente d'actifs à la valeur actualisée réelle des actifs, soit la hausse des impôts directs des ménages.

Quelle voie suivre pour renforcer les processus de restructuration de dette souveraine ?

PIERRE BARDIN

adjoint au Bureau Endettement et Financement
international de la Direction générale du Trésor

Les opinions exprimées dans cet article n'engagent que son auteur et ne représentent pas nécessairement la position de la Direction générale du Trésor.

Résumé

Des événements comme le défaut argentin de 2001 ou le litige judiciaire qui a opposé plus récemment l'Argentine à ses créanciers procéduriers ont conduit la communauté financière internationale à s'interroger à nouveau sur le besoin d'établir un cadre réglementaire international pour faciliter les restructurations de dette souveraine. Si ces événements plaident effectivement pour un renforcement de la coordination, l'approche « statutaire », reposant sur la création d'une instance supranationale, n'a guère de chance d'aboutir aujourd'hui en l'absence du consensus nécessaire à son efficacité. Une autre voie permet néanmoins de répondre efficacement aux insuffisances du cadre actuel, via le renforcement des clauses contractuelles des émissions obligataires et une coordination plus étroite entre débiteurs et créanciers, privés et souverains. Le Club de Paris, acteur pivot des restructurations de dette souveraine, y joue un rôle déterminant.

Abstract

Events such as Argentina's 2001 default or its recent judiciary dispute with its litigating creditors have revived the debate over the need to establish an international legal framework to facilitate sovereign debt restructurings. If these events have highlighted the need for stronger coordination, the "statutory approach", based on the creation of a supranational authority, is currently very unlikely to succeed without consensus. Other more promising avenues exist to strengthen the current contractual features of sovereign bonds and to promote closer coordination between debtors and creditors, private or sovereign. The Paris Club, as a pivotal player in sovereign debt restructurings, plays a key role in this regard.

Introduction

Le débat sur l'utilité d'un cadre réglementaire international pour les restructurations de dette souveraine a resurgi ces dernières années sous l'effet conjugué du retour des crises de dette souveraine et plus particulièrement suite aux démêlés de l'Argentine face à ses créanciers procéduriers, ou « fonds vautours ». Cette « odysée » judiciaire argentine, qui s'est conclue pour partie en juin 2014, a en effet conduit les agences de notation à placer le pays en situation de « défaut sélectif » vis-à-vis de ses créanciers privés avec lesquels il avait pourtant conclu des accords de renégociation en 2005 et 2010, suite à son défaut de 2001. Le 9 septembre 2014, l'Assemblée générale des Nations Unies (AGNU) adoptait dans la foulée une résolution proposée par l'Argentine et les pays du G77 visant à cibler les pratiques procédurières des fonds vautours et à demander à ce que des discussions s'engagent au sein de l'AGNU en vue d'établir une convention internationale.

Quels seraient les avantages et inconvénients d'une telle approche ? Dans le contexte actuel, la mise en œuvre d'une telle convention internationale constitue-t-elle un moyen réaliste pour répondre aux insuffisances du cadre actuel de restructuration des dettes souveraines, et existe-t-il des voies alternatives ?

Du mécanisme international à l'approche « contractuelle »

Une proposition du Fonds monétaire international (FMI) visant à créer un mécanisme international pour les restructurations de dette souveraines avait déjà été vivement débattue entre 2001 et 2003. Anne Krueger, alors première directrice générale adjointe du FMI, avait, dans le contexte du défaut argentin de 2001, proposé de mettre en place un mécanisme de restructuration des dettes souveraines (SDRM). L'Argentine était alors sur le point d'annoncer un moratoire sur sa dette, occasionnant le défaut souverain le plus important à cette date, aussi bien en montant (94 milliards de dollars) qu'en nombre de créanciers (plus de 700 000), mais aussi le plus complexe, en raison du nombre de juridictions applicables (8) et de la distribution géographique des créanciers (60 % de la dette extérieure répartie entre au moins 9 pays). Ce défaut illustre la complexité croissante des processus de restructuration, liée à l'évolution de la composition des dettes souveraines et à la diversification des créanciers.

Les obligations et prêts souverains sont régis par des contrats qui définissent les modalités de l'emprunt, le droit applicable et les compétences juridictionnelles retenues. Les obligations souveraines en devises des pays émergents et en développement sont généralement émises sous droit étranger.

La dette d'un État peut donc être détenue par des créanciers de nature très diverse et sa composition a évolué. La dette émise par des pays émergents et en développement sous la forme d'obligations internationales est devenue significative à partir de 1990. Cette évolution résulte de l'arrivée massive de flux de capitaux privés ainsi que de la diversification des investisseurs.

Environ 186 accords de restructurations souveraines auraient eu lieu avec des créanciers privés entre 1950 et 2010 et 433 restructurations avec le Club de Paris de 1950 à ce jour. Le nombre prédominant de ces dernières s'explique par le peu d'investisseurs privés créanciers des États avant les années 1970.

La proposition du FMI, qui reposait sur la reconnaissance d'un pouvoir juridique supranational, visait donc à régler les problèmes croissants de coordination pour faciliter des processus ordonnés de restructuration. Elle cherchait à inciter le débiteur et ses créanciers à trouver rapidement une solution négociée, à l'instar de ce que prévoient généralement les régimes de faillite d'entreprises. Dans ce cadre, un juge est chargé de coordonner et de préserver au mieux les intérêts et le patrimoine de l'ensemble des parties prenantes. Il peut dès lors, le cas échéant, soit liquider les actifs et les partager équitablement entre les créanciers selon la séniorité de leurs créances, soit veiller à assainir l'entreprise en allégeant sa dette. Il peut instaurer un moratoire et limiter les saisies afin d'éviter que des créanciers n'adoptent, au détriment du débiteur et des autres créanciers, des comportements non-coopératifs. Ainsi, le SDRM permettait également d'instaurer des moratoires, de bloquer les saisies abusives, et d'imposer à tous les accords de restructuration sous réserve d'approbation par les créanciers représentant 75 % des créances considérées.

Les critères qui régissent les faillites des entreprises sont difficilement transposables à un État sans l'instauration d'un mécanisme supranational. Un État, même insolvable, ne peut être mis en faillite, liquidé et ses biens répartis entre ses créanciers. Les moyens de recouvrement des créanciers sont limités car la plupart des actifs des États sont situés au sein de leur juridiction et ne peuvent dès lors pas être saisis en vertu du principe d'immunité des biens souverains, et ce même lorsque des décisions de justice donnent raison aux créanciers. En outre, les actifs à l'étranger bénéficient de cette protection et les biens à vocation commerciale, qui en sont généralement exclus et pour lesquels l'emprunteur lève son immunité dans les contrats obligataires, sont rares.

Le bon déroulement des restructurations repose donc traditionnellement sur des règles informelles visant à assurer des négociations de bonne foi. Le Club de Paris a démontré l'efficacité d'une approche flexible, au cas par cas, dans le respect de la souveraineté des créanciers comme de celle des débiteurs. Les principes de conditionnalité et de partage d'informations permettent, via une collaboration étroite avec le FMI, de s'assurer que les restructurations préservent les intérêts des créanciers tout en veillant à garantir la soutenabilité de l'endettement du débiteur. Les principes de solidarité et de consensus permettent d'éviter des comportements de passager clandestin, alors que le principe de comparabilité de traitement veille au partage de l'effort financier entre tous les créanciers, publics ou privés. Les créanciers privés, via l'*Institute of International Finance* (IIF), se sont aussi dotés en 2004 de principes mettant en avant la transparence, le dialogue, les négociations de bonne foi et le traitement équitable entre créanciers. Le respect de ces principes doit en théorie permettre de limiter des restructurations désordonnées et les comportements non-coopératifs.

La tentative du FMI visant à formaliser une pratique jusqu'ici flexible, construite sur des principes informels, n'a pu aboutir *in fine*, du fait de « *l'impossibilité de réunir la majorité nécessaire pour amender les Statuts du FMI, liée à la réticence de ses membres à céder le degré de souveraineté nécessaire à l'établissement d'un tel mécanisme* ». Certains auteurs mettent en avant l'opposition des États-Unis, de certains pays émergents, ainsi que des acteurs financiers inquiétés par les risques liés à l'impartialité de l'instance chargée des moratoires et de l'arbitrage, des risques liés à l'aléa moral incitant à des défauts « opportunistes », et par l'hypothèse d'un renchérissement des coûts de financement sur les marchés. *In fine*, le Comité monétaire et financier international a pris acte de l'échec de ces discussions dans son communiqué du 12 avril 2003.

Le développement d'une approche alternative « contractuelle » avait alors été préféré pour résoudre les problèmes de coordination entre créanciers. Elle repose sur la diffusion dans les contrats d'obligations souveraines de clauses d'actions collective (CACs) censées prévenir l'apparition de créanciers récalcitrants (« *holdout* ») et faciliter les restructurations pour les créanciers privés des États. Ces CACs permettent à une majorité qualifiée de détenteurs de modifier les paramètres mêmes de l'obligation. La modification s'applique ainsi à une ligne obligataire donnée et, légalement, à l'ensemble des détenteurs de l'obligation, même si une minorité de détenteurs ne le souhaite pas.

Les insuffisances de la voie contractuelle à la lumière des cas récents

Les CACs ne sauraient constituer à elles seules un remède aux procédures abusives de certains créanciers,

dans la mesure où elles n'offrent qu'une protection partielle, qui permet encore aux créanciers *holdout* déterminés et disposant de moyens importants de s'assurer une minorité de blocage, comme l'a illustré la restructuration grecque de 2012 où des créanciers *holdout* avaient pu s'assurer des minorités de blocage dans certaines lignes obligataires sous droit étranger.

L'augmentation des actions menées par les fonds vautours a également suscité des inquiétudes quant à leur capacité à faire échec aux processus de restructuration. La part des crises de dette accompagnées de poursuites judiciaires, qui s'élevait à 5 % dans les années 1980, s'est fortement accrue dans les années 2000 pour atteindre 40 %. Ces poursuites sont engagées par des fonds vautours dans près de 75 % sur cette période. Ainsi, le Club de Paris en 2007 et les Nations Unies en 2008 s'en sont inquiétés et ont appelé la communauté financière à ne pas revendre ses créances à cette catégorie d'acteurs qui s'attaquent en priorité aux pays les plus vulnérables.

Les décisions de justice dans le cas de l'Argentine ont en outre donné aux fonds vautours un pouvoir de nuisance sans précédent. L'interprétation de la clause dite de *pari passu* présente dans les contrats d'émissions est au cœur du litige. Alors que son interprétation usuelle vise les rapports de séniorité des créanciers dans la loi, les décisions du tribunal de district de New York, du 7 décembre 2011, et de la Cour d'appel du *Second circuit*, du 26 octobre 2012, ont confirmé l'interprétation des plaignants qui exige de l'Argentine un paiement proportionnel à leur égard à chaque fois qu'elle remboursera ses créanciers ayant accepté les offres avec décote de 2005 et 2010. Cette interprétation, si elle fait jurisprudence, est susceptible d'encourager, lors de futures restructurations, tout créancier privé à demeurer *holdout* pour récupérer 100 % de sa créance plutôt que d'accepter une décote. La France est

intervenue en tant qu'*Amicus Curiae*, aux côtés du Brésil, du Mexique, et des États-Unis à des stades antérieurs de la procédure, afin de signaler l'impact potentiellement systémique d'un tel jugement.

Un changement de perception des crises de dettes souveraines est aussi à l'œuvre et a contribué à relancer le débat sur une approche plus structurée. De nombreux auteurs considèrent désormais que les restructurations peuvent constituer une étape devant être facilitée en aval plutôt qu'évitée à tout prix. Le FMI a également insisté sur les coûts induits, pour les créanciers et les débiteurs, de restructurations trop tardives et sous-dimensionnées (« *Too little, too late* »).

Vers la mise en place d'un cadre juridique international contractuel ?

Les travaux engagés par l'AGNU pour établir un « *cadre juridique multilatéral applicable aux opérations de restructuration de la dette souveraine* » n'ont pas permis de forger un consensus. La mise en œuvre d'un tel outil, en l'absence de son acceptation par les principales juridictions d'émission des titres de dette obligataire, rendrait cette tentative dénuée d'efficacité. Après une année de travail, l'AGNU a adopté, le 10 septembre 2015, la Résolution *Principes fondamentaux des opérations de restructuration de la dette souveraine* qui se contente d'établir 9 principes généraux dont l'ambiguïté n'a d'ailleurs pas permis de lever les réticences et doutes exprimés par certains États. Dans son document de 2013, le FMI avait également décidé d'écarter de lui-même la piste déjà explorée d'un mécanisme supranational, constatant une nouvelle fois l'absence de consensus parmi ses membres. Dès lors, la voie visant à renforcer l'approche contractuelle et à approfondir la coordination entre créanciers et débiteurs apparaît plus prometteuse.

Le renforcement des clauses contractuelles a d'ores et déjà été engagé. En septembre 2014, le FMI a donc proposé de renforcer des CACs via des mécanismes d'agrégation plus contraignants. L'agrégation consiste à ajouter au vote classique, au niveau de chaque série, un vote agrégé de tous les détenteurs de titres concernés par l'opération de restructuration, ce qui permet de minimiser la constitution de minorités de blocage. L'inclusion dès janvier 2013 par les pays de la zone euro de telles clauses avait déjà constitué une avancée en ce sens. Le FMI a également suggéré une reformulation de la clause de *pari passu* permettant de clarifier son interprétation et d'éviter qu'elle bénéficie à l'avenir à des fonds vautours. Le FMI veille à ce que ces clauses soient insérées rapidement dans les nouvelles obligations et demeure vigilant à ce que les pays vulnérables bénéficient d'une assistance technique pour accélérer leur utilisation, y compris leur insertion dans le stock de dette en circulation.

Une coordination renforcée demeure un facteur incontournable de la stabilité et de l'efficacité des restructurations. Ainsi, tirant les leçons des échecs précédents, de nombreux analystes plaident désormais pour la création d'espaces de discussions, non statutaires, dont l'objet serait d'identifier les leçons des crises de dette, de veiller à l'échange d'information, et d'organiser des échanges confidentiels entre acteurs concernés. Ils s'inspirent d'initiatives précédentes qui ont démontré l'efficacité, tout au long de l'histoire des restructurations de dettes, des mécanismes informels qui tout en s'appuyant sur des règles et des principes permettent une approche flexible.

Le Club de Paris et les présidences successives du G20 ont déjà engagé conjointement des travaux substantiels sur cette voie. L'initiative du *Forum de Paris*, organisé conjointement par le Club de Paris et la présidence du G20 depuis 2013, réunit

Le Club de Paris

Le Club de Paris, dont la Direction générale du Trésor assure le Secrétariat, le Directeur général du Trésor en assurant la Présidence, est un groupement informel de créanciers qui fêtera en 2016 ses 60 ans d'existence et qui a mené à bien 433 négociations avec 90 pays, et traité ainsi plus de 583 Mds USD de créances. Le Club de Paris a pour objectif de rendre plus efficace, inclusive et transparente la pratique des restructurations de dette.

Il constitue ainsi un forum qui permet aux créanciers de bénéficier d'un levier pour recouvrer des créances, d'échanger des informations entre eux mais aussi avec les institutions financières internationales, et enfin de contribuer à une réflexion collective sur la mécanique de restructuration des dettes souveraines. Grâce aux accords conclus en son sein, il permet également aux débiteurs d'éviter des périodes prolongées de défaut et d'arriérés, et permet aux pays ayant fait l'objet d'une restructuration d'accéder à de nouvelles sources de financement privées et publiques.

Le Club de Paris représente un point focal de la concertation inter-crédanciers, qu'il s'agisse d'investisseurs privés ou publics. Ce rôle central se manifeste notamment à travers l'organisation d'événements annuels, comme la réunion organisée conjointement avec l'*International Institut of Finance* (dont la 15^e édition s'est tenue le 23 juin 2015 à Paris), ou le *Forum de Paris* des créanciers et débiteurs souverains, dont la 3^e édition a été organisée le 20 novembre 2015.

tous les ans de façon informelle créanciers souverains et pays débiteurs afin de discuter des différents aspects touchant à la prévention et à la résolution des crises de dette souveraine. Ce format nouveau et unique, qui offre la souplesse, la liberté de ton et « l'intimité » d'une enceinte informelle telle que le Club de Paris tout en étant plus inclusif et ouvert vis-à-vis des pays débiteurs, a été salué par les Nations Unies à Addis Abeba

en juillet 2015 et par le G20 à Ankara en septembre 2015. En outre, depuis 2001, le Club de Paris organise, en lien avec l'*International Institut of Finance*, une rencontre annuelle entre créanciers souverains et privés pour renforcer la coordination entre créanciers. Alors qu'il s'apprête à fêter ses 60 ans, le Club de Paris s'attache enfin à s'ouvrir à de nouveaux membres. Cette démarche, qui bénéficie du soutien du FMI pour lequel il demeure un interlocuteur de référence, a porté ses premiers fruits puisque la Chine participe depuis décembre 2013 à ses réunions mensuelles sur une base *ad hoc* et que l'État d'Israël, qui était avec le Brésil et la Corée du Sud l'un des participants *ad hoc*, est devenu son 20^e membre en juin 2014.

Bibliographie :

Brief for the Republic of France as Amicus Curiae in Support of The Republic of Argentina's Petition for Writ of Certiorari, *Republic of Argentina vs NML Capital, Ltd., et al.*, 26 juillet 2013

BUCHHEIT L., GELPERN A., GULATI M. *et alii* (2013), « Revisiting Sovereign Bankruptcy », *Committee on International Economic Policy and Reform*, Washington D.C., Brookings., octobre 2013.

CAILLOUX G. (2014), « L'Argentine, les vautours et la dette », *Lettre Trésor-Eco*, 136, septembre 2014. Accessible à l'adresse : <http://www.tresor.economie.gouv.fr/File/405148>

DAS U., PAPAIOANNOU, M.G., TREBESCH C., (2012), « Sovereign Debt Restructurings 1950-2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts », *IMF Working Paper*, août 2012.

DESTAIS C. (2014), « Restructuration des dettes souveraines : le manque de réalisme de l'ONU », *La Tribune*, 24 août 2015.

FMI (2003), *Proposed Features of a Sovereign Debt Restructuring Mechanism*, 12 février 2003.

- FMI (2013), *Sovereign debt restructuring – Recent developments and implications for the Fund's legal and policy framework*, 26 avril 2013.
- FMI (2014a), *The Fund's lending framework and sovereign debt – Preliminary considerations*, 22 mai 2014.
- FMI (2014b), *Strengthening the contractual framework to address collective action problems in sovereign debt restructuring*, 2 septembre 2014.
- FMI (2015), *Progress report on inclusion of enhanced contractual provisions in international sovereign bond contracts*, 17 septembre 2015.
- GITLIN R., HOUSE, B. (2013), « The Sovereign Debt Forum: Expanding our tool kit for handling sovereign crises », *Policy brief*, 28, Center for International Governance Innovation (CIGI), août 2013.
- INSTITUTE OF INTERNATIONAL FINANCE (IIF)'S PRINCIPLES CONSULTATIVE GROUP (2014), *Principles for Stable Capital Flows and Fair Debt Restructuring – Report on implementation*, octobre 2014.
- RIEFFEL L. (2003), *Restructuring Sovereign Debt. The case for Ad Hoc Machinery*, Washington, D.C., Brookings Institutions Press, 325 p.
- SCHUMACHER J. C., TREBESCH C., ENDERLEIN H., (2014), « Sovereign Defaults in Court », 6 mai 2014.
- UNITED NATIONS FINANCING FOR DEVELOPMENT OFFICE, THE CENTRE FOR INTERNATIONAL GOVERNANCE INNOVATION (CIGI), COMMONWEALTH SECRETARIAT (2012), *Report of Experts' Group Meeting on Sovereign Debt Restructuring*, Marlborough House, Pall Mall, Londres, 19 septembre 2012.

*De l'explosion de la dette publique
au défaut. Anatomie de la crise
russe de 1998*

JACQUES SAPIR

directeur d'étude à l'EHESS, chercheur au Centre
d'études des modes d'industrialisation (CEMI-EHESS)

Résumé

La crise financière de 1998 en Russie est à la fois le produit de dysfonctionnements spécifiques à un pays émergent mais aussi de causes spécifiquement russes, des phénomènes de collusion et de collision avec la politique des États-Unis. Cette crise fut causée par l'incapacité du gouvernement russe à collecter les impôts mais aussi par une politique macroéconomique erronée. La cause immédiate en fut la crise asiatique de 1997 et un problème aigu de déficit budgétaire. La sortie de crise ne fut quant à elle possible que grâce à une dévaluation du rouble et à un défaut sur la dette publique russe.

Abstract

The 1998 financial crash in Russia is a product of the specific dysfunctions of an emerging economy but also of a specific Russian curse, of collusion and collision with the American policy. The crash was caused by the Russian government inability to collect taxes but also by a deeply flawed macroeconomic policy. It was triggered by the Asian crisis of 1997 and a sharp problem of budget deficit. A devaluation of the ruble and a default on Russian public debt were necessary to make the way out of the crisis possible.

Quos vult Jupiter perdere, dementat prius.
Ceux que Jupiter veut perdre, il commence
par leur ôter la raison.

La crise financière russe d'août 1998 a été un choc financier considérable qui continue de marquer la politique actuelle du gouvernement russe. Cette crise a aussi eu des répercussions internationales nombreuses ; en particulier, la combinaison d'un défaut sur la dette publique et d'une forte dévaluation a eu des conséquences importantes sur la finance internationale. La crise russe constitue un mélange entre une crise type de pays émergent en économie financière libéralisée et une crise spécifique d'un pays post-soviétique en transition (Sapir, 1999). On y retrouve donc à la fois des éléments directement liés à la libéralisation financière des années 1985-1995 et des éléments structurels, propres aux séquelles de la transition.

Une crise type de pays émergent ?

Les mécanismes et logiques de cette crise sont proches de ceux observés en Amérique Latine et en Asie du Sud-Est. Il est incontestable qu'une gestion imprudente de la dette interne, un comportement aventureux des banques et enfin le choix insoutenable d'un ancrage nominal de la devise sur le dollar, sont des caractéristiques que l'on retrouve, peu ou prou, dans de nombreuses économies à cette époque.

Cette crise prend donc naissance sur le marché des titres publics russes (GKO), une création récente de la transition. En effet, le démantèlement de l'économie soviétique a fait apparaître un problème d'équilibre des finances

publiques, en particulier parce que le système fiscal n'a pas été adapté aux nouvelles règles économiques issues de la transition. Ce problème est aggravé par la politique des gouvernements qui se succèdent à partir de 1992 et qui ne peuvent ni ne veulent rétablir la nécessaire discipline fiscale : la collusion entre les propriétaires des entreprises nouvellement privatisées et certains des membres de ces gouvernements est source de fraudes multiples. Dans ces conditions, et pour respecter les recommandations des organisations internationales, le recours à l'emprunt est inévitable et logique.

En accord avec le FMI, le gouvernement russe émet donc à partir de 1993, et de manière significative après 1995, des titres internes libellés en roubles et sur des échéances courtes (de 1 à 3 mois). Ce marché des titres publics, organisé avec l'assistance technique d'une grande banque américaine, devient rapidement le marché de référence pour les agents financiers comme non financiers. À la suite de la crise asiatique et d'inquiétudes quant à la montée du non recouvrement des impôts, les taux sont régulièrement remontés fin 1997. Après un pic à 39,5 % début décembre, ils se stabilisent à 20 % en termes réels.

Une crise gouvernementale au printemps 1998 conduit à un regain des tensions. La hausse des taux sur les GKO reprend, pour atteindre 53 % (en taux nominaux) et 43 % (en taux réels, c'est-à-dire compte tenu de l'inflation) le 19 mai 1998 et s'accélère à la fin du mois. Fin 1997 en effet, pour assurer le refinancement de la dette existante et financer le déficit, le gouvernement russe devait émettre des titres pour un montant hebdomadaire de 16 milliards de roubles, soit environ 2,6 milliards de dollars. La dette accumulée représente alors les deux tiers des besoins de financement de l'État.

Une crise inévitable ?

Des difficultés considérables à placer ces titres apparaissent depuis le début de l'année 1998. Le gain en trésorerie, soit la différence entre les montants placés et les montants arrivant à échéance, est au mieux marginal et le plus souvent négatif. Dès la fin du mois de mars 1998, il devient clair que le marché financier russe n'est plus en mesure de porter la dette publique, et ce alors que le déficit budgétaire ne donne nul signe de devoir diminuer. D'autres éléments permettent de conclure à l'insoutenabilité de la dette publique russe en ce début de 1998. La dette fédérale accumulée est supérieure aux recettes totales du budget fédéral, et bien entendu très supérieure (de 40 % environ) aux ressources fiscales réelles. Le montant total des GKO en circulation au 1^{er} mars 1998 est d'environ 67 milliards de dollars, soit l'équivalent de l'agrégat monétaire M2 – qui regroupe toutes les pièces et billets en circulation, les dépôts sur comptes courants et les crédits à court terme. L'accroissement des volumes de transaction sur le marché secondaire, qui se traduit par la forte décote des titres, indique une nervosité croissante des opérateurs à la fin du printemps 1998. Enfin, au printemps 1998, environ le tiers du stock des GKO – soit un montant estimé entre 20 et 22 milliards de dollars – est directement détenu par des non-résidents. Ceci ne peut, à terme, qu'entraîner une hausse de la prime de risque et donc des taux, exposant ainsi le gouvernement à un risque de change.

La stabilité du taux de change est en effet une condition pour des investissements de portefeuille de la part de non-résidents à des taux raisonnables. Or, un taux de change donné peut être remis en cause pour deux raisons. La première, dite d'objective, renvoie à une détérioration de la balance courante et signifie qu'une perte de compétitivité

Tableau 1 Réserves de change de la Banque centrale de Russie (milliards de dollars)

Date	01.01.97	01.07.97	01.10.97	01.01.98	01.04.98	01.06.98
Total des réserves,	15,3	24,5	23,1	17,8	16,9	14,9
dont :						
– devises	11,3	20,4	18,7	12,9	11,9	9
– or (*)	4,0	4,2	4,4	4,9	4,9	4,9

Lecture : Le 1er janvier 1997, les réserves totales de la Banque centrale de Russie s'élevaient à 15,3 milliards de dollars, dont 11,3 détenus sous forme de devises et 4,0 sous forme d'or. Source : Communication privée des responsables de la Banque centrale de Russie.

(*) Réserves calculées à la valeur moyenne de 1998, soit 300 \$ l'once d'or.

rendrait une dévaluation nécessaire pour le maintien de l'activité économique. La seconde réside dans le problème des réserves de change de la Banque Centrale (Tableau 1), réserves qui étaient bien inférieures aux engagements des non-résidents sur le marché financier russe.

La fragilité des banques, effet de la transition (*cf. infra*), les conduit à des prises de risque relativement importantes afin d'engendrer un flux de profits suffisant pour compenser leur faiblesse en capital. À cet égard, les positions de change ouvertes (non compensées par des contrats à terme) prises par les 9 principales banques russes, pour des montants dépassant les 50 milliards de dollars alors que la somme des fonds propres de ces banques n'excède pas 3,8 milliards, constituent au printemps 1998 un facteur supplémentaire d'inquiétude légitime. Ces positions traduisent une spéculation sur une réévaluation du taux de change réel du rouble extrêmement dangereuse. La Banque Centrale le tolère dans la mesure où elle a déjà fortement ponctionné la liquidité bancaire depuis le début de 1998, mais aussi en raison des liens bien connus existants entre les dirigeants de l'époque de la BCR et certains des propriétaires des grandes banques russes.

Dans le courant de 1996, il a été décidé d'ouvrir le marché des GKO aux non-résidents. La stabilité du taux de change nominal était en effet devenue problématique : des impératifs directement liés au marché financier empêchaient le gouvernement russe de procéder à la correction de la parité du rouble, pourtant nécessaire en raison de la forte inflation. Le problème est ouvertement posé en septembre 1997 puisque la détérioration rapide de la balance commerciale, consécutive aux premiers effets de la crise asiatique, souligne encore davantage la surévaluation du rouble. Mais la spéculation à laquelle les banques russes se livrent alors repose sur leur possibilité de placer en roubles de l'argent emprunté en dollars, et la direction de la BCR de l'époque n'a rien à refuser aux grandes banques.

Les désordres de la transition

Les éléments que l'on vient de présenter montrent bien ce qui rend inévitable, à un moment donné, et la dévaluation et le défaut sur la dette interne, ainsi les conséquences de ces opérations sur le système bancaire. Il est essentiel de comprendre l'origine des comportements et des mécanismes qui ont conduit à cette situation. Les marchés ne sont jamais efficaces par eux-mêmes dès que l'on accepte l'idée que l'information est imparfaite et inégalement répartie. L'efficacité des marchés n'est que celle des institutions qui les encadrent (Grossman et Stiglitz, 1976 ; Grossman et Stiglitz, 1980). Or, la transition signifie fondamentalement que les institutions de l'économie sont incomplètes (Sapir, 2012). Ce constat est particulièrement important pour comprendre les effets de politiques macroéconomiques qui supposaient, au moins implicitement, que les institutions d'une économie de marché développée existaient déjà en Russie (Sapir et Ivanter,

1995). Il n'est pas surprenant que le système bancaire russe d'alors soit particulièrement fragile (Pitiot et Scialom, 1993). Les banques naissantes ne peuvent compter sur l'épargne interne comme source de liquidités. L'épargne des ménages a été largement détruite lors de la forte inflation de 1992 et la dépression empêche la formation d'une épargne d'entreprise. La politique monétaire fortement restrictive à partir de 1993 a aggravé les choses. Le durcissement de la contrainte de budget par l'arme des taux est loin d'être une mesure efficace ; elle provoque une sélection inverse des clients potentiels des banques (Stiglitz et Weiss, 1981), c'est-à-dire que ne sont attirés que les clients les moins à même de rembourser, les autres ayant quitté le marché du crédit. Par ailleurs, les institutions bancaires ayant été progressivement privées d'un refinancement par la Banque Centrale, elles n'ont d'autre choix que de se tourner vers les activités financières les plus susceptibles de leur fournir les liquidités nécessaires, mais qui sont aussi les plus risquées. Une autre forme de sélection inverse se manifeste alors, les acteurs financiers sélectionnant les stratégies les plus dangereuses en proportion d'un durcissement de la politique monétaire censée les conduire à la prudence. Car en se désengageant du refinancement des banques, la Banque Centrale se prive également des mécanismes d'incitation pour faire appliquer les principes pruden-tiels les plus évidents. Le jeu mortel consistant à emprunter massivement en dollars pour acheter des GKO, peut alors mieux se comprendre. Il s'inscrit dans une logique de joueur de casino inéluctable pour les raisons expliquées ci-dessus. Une forte baisse de l'indice boursier début octobre 1997, liée au désengagement des banques coréennes et japonaises à la suite de la crise asiatique, accélère le processus en dévalorisant une partie du portefeuille des banques.

Les responsabilités occidentales

Les experts occidentaux et les organisations internationales ne tirent pas le signal d'alarme quand il en est encore temps (Pagé, 2000). Les accusations précises qui existent, visant des collusions et des convergences d'intérêt entre conseillers et responsable russes, n'ont jamais été démenties (comme les liens entre les experts américains et le « clan Tchoubaïs » décrits dans Wedel, 1998). Certaines de ces graves accusations sont publiquement portées par d'anciens hauts responsables américains (Sapir, 2000 ; Sapir, 2002). Le problème de collusion entre les responsables russes et des responsables occidentaux est majeur.

Le processus de création des cadres et institutions se produit dans une situation macroéconomique particulière. Rappelons que la Russie connaît, de 1992 à 1997, une forte dépression, avec une chute de la production d'environ 50 % qui se combine à une poussée inflationniste importante. La contraction de l'activité économique, et au premier chef de la demande, rend les activités productrices peu rentables et faiblement rémunératrices, à l'exception de l'exportation de matières premières. Les agents économiques se tournent alors vers le négoce et la finance (Sapir, 2012). L'explosion d'une sphère financière totalement spéculative sur une économie réelle en profonde dépression constitue une des spécificités de la situation russe.

Ce jeu n'est cependant pas intelligible sans une analyse de certains acteurs. Les « oligarques » sont en mesure de peser sur les règles du jeu. Or, fortement imbriqués dans le système politique eltsinien qu'ils financent, ces établissements vivent dans un sentiment de complète impunité, se croyant durablement protégés des effets de leurs imprudences. Cet aléa moral n'est pas seulement induit par le comportement des

Occidentaux, même si ces derniers y contribuent ; il est le produit de la collusion et de la corruption instituées en système (Sapir, 1998 ; Sapir, 2000). Le soutien que reçoivent les principaux organisateurs d'un tel système de la part du FMI et des gouvernements occidentaux, et en premier lieu du gouvernement américain pose directement la question des responsabilités occidentales.

Cette responsabilité est directement le produit de ce que l'on peut appeler « l'économie politique internationale » de la Transition. L'investissement de la transition par la politique internationale, essentiellement celle des États-Unis, conduit les responsables de ce pays non seulement à fermer les yeux sur la réalité de ce qui se produit en Russie mais aussi à provoquer des phénomènes de collusion et d'enrichissement personnel. C'est pourquoi, quand la crise russe se dénoue en août 1998, elle s'accompagne en Russie d'une prise de conscience massive du jeu trouble joué par les puissances occidentales.

Le rôle du défaut

Dans ce contexte, le défaut sur les emprunts d'État joue un rôle au moins aussi important que la forte dévaluation du rouble, qui entraîne une substitution de la production interne aux importations, dans le rétablissement de l'économie. Ce défaut aboutit, dans les années suivantes, à une restructuration de la dette aux conditions de la Russie puisqu'il se solde par un effacement d'environ 80 % de l'endettement public. Une restructuration sans défaut n'aurait pas abouti à un tel résultat. En effet, le défaut a pour effet de déplacer le rapport de forces des créanciers vers le pays endetté. Un autre avantage est que ce défaut détruit le marché spéculatif et contraint les agents économiques russes à utiliser

les profits qu'engendre la forte dépréciation du rouble dans l'investissement productif. On voit l'investissement repartir à la hausse de manière spectaculaire environ 18 mois après la crise et la dévaluation. L'État russe voit donc sa charge allégée, et de fait il peut dégager un fort excédent fiscal dans le début des années 2000, et obtient une redirection des profits vers l'investissement entraînant des importantes hausses de productivité qui permettent d'accroître les salaires réels. Ces hausses expliquent la progression de la consommation qui continue d'alimenter la croissance. Portée symétriquement par l'investissement et la consommation, la croissance est très forte en Russie de 2000 à 2008.

La dette publique tombe rapidement sous les 11 % du PIB sous l'effet combiné du défaut, des réformes fiscales frappant les oligarques qui font remonter spectaculairement le taux de prélèvement, de la forte croissance et du maintien d'une inflation forte (entre 8 % et 10 %) mais stabilisée.

Conclusion

Dans ses mécanismes comme dans sa temporalité, la crise russe s'inscrit dans le contexte de la crise asiatique de 1997. Elle semble donc n'être qu'un avatar parmi d'autres de la crise de marchés émergents, elle-même engendrée par des politiques de libéralisation très probablement excessives et qui ont entraîné un affaiblissement des institutions des marchés (Rodrik, 1997 ; Stiglitz, 1998). On retrouve incontestablement en Russie des attitudes comme des mécanismes proches de ceux de l'Asie du Sud-Est ou de l'Amérique latine. Mais il y a aussi une spécificité de la crise russe, qui renvoie tant aux processus de transition qu'à l'implication particulière des organisations internationales et des États-Unis dans cette crise.

Bibliographie

- GROSSMAN S. J. et STIGLITZ J. (1976), "Information and competitive price systems", *American Economic Review*, Vol. 40, n° 4, June, Papers and Proceedings of the Annual Meeting of the American Economic Association.
- GROSSMAN S. J. et STIGLITZ J. (1980), "On the impossibility of informationally efficient markets", *American Economic Review*, Vol. 44, n° 2, pp. 451-463.
- PAGÉ, J-P. (2000), *Peut-on aider la Russie – Une économie entre déconstruction et renouveau*, Paris, CERI-FNSP, Études n°64.
- PITTIOT H. et SCIALOM L. (1993), « Système bancaire et dérapage monétaire », *Économie Internationale*, n° 54, 2e trimestre, p. 137-156.
- RODRIG D. (1997), "Globalization, Social Conflict and Economic Growth", *Prebisch Lecture 1997*, UNCTAD/CNUCED, Genève.
- SAPIR J. (1998), *Le krach russe*, Paris, La Découverte.
- SAPIR J. (1999), "La crise financière russe – La finance émergente en transition", in GRAVEREAU J. et TRAUMAN J. (dir.), *Crises Financières*, Economica, Paris, p. 253-270.
- SAPIR J. (2000), "The Global Context of Russia's August 1998 Crisis", in KRUIDERINK A. (ed.), *Beyond Transition – Ten Years after the fall of the Berlin Wall*, UNDP/PNUD and ISS, New-York – La Haye, 2000, pp. 25-31.
- SAPIR J. (2002), *Les économistes contre la démocratie – Les économistes et la politique économique entre pouvoir, mondialisation et démocratie*, Paris, Albin Michel.
- SAPIR J. (2001), « La crise financière russe comme révélateur des carences de la transition libérale », *Diogenès*, n°194, avril-juin 2001, p. 119-132.
- SAPIR J. (dir.) (2012), *La Transition Russe, Vingt Ans Après* (avec IVANTER V., KUVALIN D. et NEKIPELOV A.), Paris-Genève, Éditions des Syrtes.
- SAPIR J. et IVANTER V. (dir.) (1995), *Monnaie et finances dans la transition en Russie. Un dialogue franco-russe*,

Paris, Éditions de la Maison des Sciences de l'Homme-L'Harmattan.

STIGLITZ J. E. et WEISS A. (1981), "Credit rationing in markets with imperfect information", *American Economic Review*, Vol. 71, n° 3, pp. 393-410.

STIGLITZ J. E. (1998), "More instruments and Broader Goals: Moving toward the Post-Washington Consensus", *Wider Annual Lectures 2*, The United Nations University.

WEDEL J. R. (1998), *Collision and Collusion – The strange case of Western Aid to eastern Europe, 1989-1998*, New York, St Martin's Press.

La crise de la dette grecque

JULIEN BOUVET (RCE)

La crise de la dette grecque commence par un mensonge. Le 13 février 2010, le New York Times révèle que la banque Goldman Sachs a aidé la Grèce entre 2001 et 2009 à maquiller l'état de ses comptes publics pour emprunter discrètement plusieurs milliards d'euros. En 2009 le gouvernement fraîchement élu de Giórgos Papandréou révèle le véritable état des finances grecques et relève le déficit à 12,7 % du PIB (les critères de Maastricht limite ce chiffre à 3 %. En 2014 le déficit français s'élevait à 4 % du PIB). Alors les principales agences de notations dégradent la note financière de la Grèce ce qui lui impose des taux d'intérêt majorés quand elle souhaite emprunter sur les marchés financiers.

Dès lors la Grèce, sous la pression de ses créanciers, engage un plan d'austérité sans précédent. En 2010 la *Troïka* ensemble composé du Fonds monétaire international, de la Commission Européenne et de la Banque centrale européenne s'institue pour accorder des plans d'aide à la Grèce sous réserve de profondes réformes structurelles. Tous les aspects du service public et de l'État providence sont touchés, hausse des impôts, gel des retraites, jusqu'à la disparition symbolique de la télévision nationale ERT.

En 2012 les créanciers sont contraints d'accepter la restructuration de la dette grecque (une manière élégante de désigner un défaut partiel). En échange de quoi un nouveau plan d'aide de cent trente milliards d'euros est accordé à la Grèce sous réserve de nouvelles réformes structurelles.

La Grèce devient bientôt la pomme de discorde de l'Union Européenne. Elle cristallise l'opposition entre les tenants de la rigueur et ceux de la relance budgétaire. Les premiers refusent catégoriquement un nouveau défaut de crainte d'envoyer un signal très regrettable aux marchés financiers et aux autres États de la zone euro. Si on autorise la Grèce à faire défaut, pourquoi les autres pays européens continueraient-ils à respecter la discipline budgétaire ? On pointe alors la légèreté budgétaire dont a fait preuve la Grèce avec sa dépense publique pléthorique, et la difficulté de l'État à collecter l'impôt. Christine Lagarde choque en affirmant que les grecques pourraient commencer par s'aider eux-mêmes en payant leurs impôts, elle ne fait pourtant que dresser le constat objectif d'une fraude fiscale généralisée dans le pays.

La crise prend une nouvelle figure avec l'élection début 2015 d'Aléxis Tsípras à la tête du gouvernement grecque. Porté au pouvoir sur un programme de rupture avec les plans d'austérité il entend rendre à la Grèce son État providence au service des plus touchés par la crise de la dette. À l'appui d'une rhétorique fondée sur le respect de la démocratie et du choix du peuple grecque il entend obtenir de l'Europe de nouveau plan d'aide sans renoncer à sa politique sociale après des années d'efforts du peuple grec.

En Allemagne son attitude est perçue comme présomptueuse. Tsípras veut qu'on respecte le choix du peuple grec, oui mais l'Allemagne aussi a des électeurs, et c'est bien l'Allemagne qui participe le plus aux plans d'aides accordés à la Grèce. L'opinion s'impatiente de la suffisance avec laquelle Tsípras et son ministre des finances Yanis Varoufakis se prévalent du choix démocratique de la Grèce. C'est dans ce contexte où les négociations deviennent de plus en plus difficiles entre l'Europe et la Grèce que se dessine de plus en plus clairement la possibilité d'une sortie de la Grèce de la zone-euro.

Cependant s'il est un point d'accord entre les Grecs et les dirigeants de la zone euro c'est bien le maintien du pays dans la monnaie unique. La raison en est moins économique que politique. Les élites dirigeantes européennes partagent largement le sentiment européen et sont nombreuses à envisager à long terme une fédération des État-nations. Accepter que la Grèce quitte la zone-Euro ce serait renoncer à ce rêve européen. Les dirigeants de la zone-euro sont donc déterminés à payer le prix du maintien de la Grèce dans la zone-euro même si économiquement l'opportunité en apparaît de moins en moins évidente.

Bibliographie

Wall St. Helped to Mask Debt Fueling Europe's Crisis,
By Louise STORY, LONDON Thomas Jr. and Nelson D.
SCHWARTZ, Published: February 13, 2010 New York
Times

L'endettement des pays à faible revenu et l'architecture financière internationale

MARC RAFFINOT

Université Paris Dauphine, laboratoire LEDa DIAL

Résumé

Les relations entre les institutions de Bretton Woods (IBW) et les pays à faible revenu (PFR) sont inscrites dans le long terme. Leur financement est concessionnel, formé de prêts à conditions douces et de dons. Malgré cela, malgré les conseils et les conditionnalités, les PFR ont connu un surendettement chronique. Après une vingtaine d'années d'ajustement structurel, des annulations de dette ont dû être accordées. Les IBW n'ont guère pâti de cet échec. Elles cherchent maintenant à faire face au réendettement parfois rapide des PFR.

Abstract

The relationship between Bretton Woods Institutions (BWI) and Low Income Countries (LICS) is long term. Their financing is concessional, made of soft debt and grants. Even so, and even with advice and conditionalities, LICs experienced overindebtedness. After some twenty years of structural adjustment, LICs have been granted debt cancellation. BWI did not face sanctions for their failure. They now try to cope with the new borrowing of the LICs, which results in an increase, sometimes fast, of the debt ratios.

Sur le plan financier, les pays en développement (PED) se divisent en deux groupes très différents, les pays à faible revenu (PFR) et les pays à revenu intermédiaire (PRI). Les PFR sont exclus des marchés des capitaux. Depuis le début des années 1980, ils ne pouvaient se financer qu'auprès d'organismes publics, comme les institutions de Bretton Woods (IBW, qui comprennent la Banque mondiale et le FMI), ou les banques de développement, comme la Banque Africaine de Développement. À partir de la fin des années 1990, leur situation a encore changé car certains pays émergents – la Chine, l'Inde ou le Brésil – se sont mis à les financer. Certains PFR ont même réussi à franchir la barrière du « double péché originel¹ » en empruntant directement sur les marchés financiers internationaux, comme l'a fait le Ghana en 2007. Le rôle joué par les IBW dans les deux types de pays est aussi très différent, ce qui nous incite à étudier la question de l'adéquation spécifique de l'architecture financière internationale aux PFR.

Les PFR et l'architecture financière internationale

Les PFR entretiennent des relations très particulières avec les IBW. Au lieu d'une intervention ponctuelle en cas de crise, le FMI est présent dans ces pays de manière continue depuis le début des années 1980. Chaque année, le FMI donne son avis sur le budget des États et sur les mesures macro-économiques à prendre. Certains se sont émus du risque de stigmatisation lorsque le FMI a été impliqué dans le

1 Le « péché originel » désigne la situation des PRI qui ne peuvent emprunter sur les marchés qu'en devises. Le « double péché originel » désigne alors la situation des PFR qui ne peuvent emprunter sur les marchés ni dans leur propre monnaie ni en devises.

traitement de la dette grecque. Que dire alors de pays qui ont des accords avec le FMI chaque année, depuis plus de trente ans ?

En ce qui concerne la Banque mondiale, les PFR disposent depuis 1960 d'une filiale spéciale de l'Association internationale pour le développement (AID) qui intervient régulièrement pour financer des projets ou des programmes par des prêts et des dons. En plus de ce « partenariat » de long terme, quelles sont les particularités de l'architecture financière internationale pour les PFR ?

Des financements peu coûteux

La première particularité est que les IBW accordent aux PFR des prêts concessionnels (le FMI depuis 1986 seulement), c'est-à-dire aux conditions bonifiées, de très longue durée (entre 10 et 40 ans, selon l'organisme prêteur) et à taux d'intérêt très faibles (entre 0 et 0,75 %). Ces systèmes de financement ne sont donc pas pérennes. Les montants prêtés sont plafonnés par le montant des subventions disponibles – et donc de la situation des budgets des États donateurs. Par ailleurs, dans le cas du FMI (via la Banque centrale) et de l'AID (pour les financements de programme), les financements sont de l'aide budgétaire : ils bénéficient au Trésor public et permettent de financer l'ensemble des dépenses publiques, sans affectation particulière mais sous conditions. Dans les années 1980, ces conditions étaient nombreuses et portaient sur de nombreux aspects de la gestion économique. En raison des critiques qui leur ont été adressées, leur nombre a été réduit et elles ont été recentrées sur les aspects macroéconomiques fondamentaux.

Dans ces conditions, il est malaisé de comprendre comment ces financements bon marché ont pu conduire au surendettement.

Des conditionnalités inefficaces

Il est fréquemment avancé que la montée du surendettement est liée aux politiques désastreuses imposées par les IBW. Aujourd'hui, ces dernières reconnaissant que ces politiques ont échoué en termes de réduction de la pauvreté et de croissance. Elles ont également échoué à restaurer la soutenabilité de la dette. Toutefois, il serait réducteur d'en attribuer la responsabilité aux seules IBW. Une autre leçon de cette histoire douloureuse est que la conditionnalité ne marche pas pour les pays pauvres. Les groupes au pouvoir ont très tôt compris comment instrumentaliser les politiques imposées par les IBW, en jouant par exemple sur les tensions entre les pays industrialisés qui défendent leurs intérêts économiques ou géostratégiques en cherchant à aider un pays plutôt qu'un autre. En outre, il est de plus bien difficile de sanctionner des pays pauvres en leur coupant les financements en raison du risque de protestations de la société civile et des agences spécialisées des Nations Unies.

Le peu de résultats obtenus (faible croissance de la pression fiscale, faibles gains en termes d'ouverture commerciale, etc.) s'explique en grande partie par ces considérations d'économie politique. Finalement, ce sont les politiques préconisées par les IBW qui ont changé, au moins dans leur formulation. La lutte contre la pauvreté est mise en avant officiellement depuis la fin des années 1990, mais elle a commencé en réalité bien plus tôt, par petites touches dès la fin des années 1980. De plus, quand il traite avec des PFR, le FMI s'arrange pour que les conditionnalités soient remplies ou accorde des dérogations. Contrairement à ce qui se passait antérieurement, les programmes avec le FMI ne s'arrêtent désormais que très rarement.

Des prêts qui continuent malgré les réductions de dette

La seconde particularité notable est que le G7 a décidé à partir de 1996 de réduire la dette multilatérale – celle contractée auprès des IBW et des autres banques de développement – d'un certain nombre de PFR (initiative Pays pauvres très endettés (PPTE)), puis de l'annuler complètement à partir de 2005 (Initiative d'allègement de la dette multilatérale (IADM)).

Des réductions de dette avaient déjà eu lieu sur la base de décisions ponctuelles puis d'une décision collective des créanciers réunis au sein du Club de Paris (1988). L'initiative PPTE est toutefois sans précédent car elle concerne un ensemble de pays sur la base de critères d'éligibilité standardisés (pauvreté, ratio d'endettement par rapport aux exportations, etc.). En 2015, 36 pays ont bénéficié de cette initiative alors que, jusque-là, les créanciers avaient toujours fait prévaloir le traitement au cas par cas.

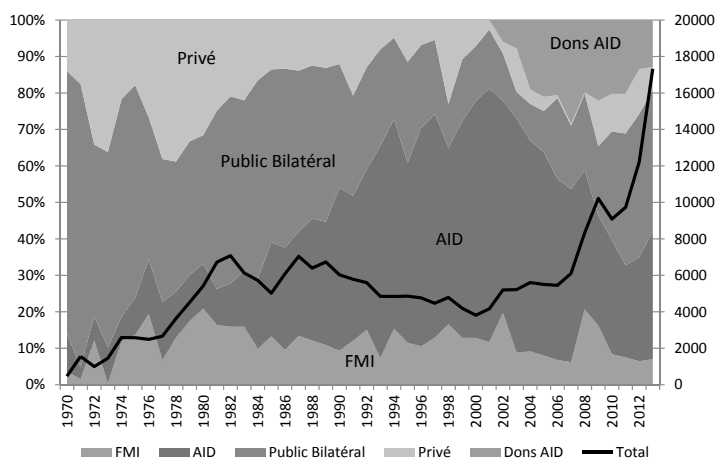
Contrairement à ce qui se serait passé avec des créanciers privés, les IBW ont continué à prêter aux pays qui venaient de bénéficier d'une annulation de dette. L'AID a seulement modifié ses modalités pour augmenter la part des dons aux pays dont la dette est considérée comme peu soutenable.

Les IBW jouent un rôle majeur dans le financement des PFR

La troisième particularité est que les IBW ne sont pas des partenaires marginaux des PFR comme ils le sont pour les autres pays. Ceci est valable pour les financements directs accordés par les IBW, mais aussi indirectement, puisque le FMI a aussi pour rôle de lancer des signaux aux prêteurs et donateurs potentiels.

Le Graphique 1 montre qu'en 2002 la part des IBW dans les nouveaux emprunts des PFR était de 78 %, ce qui s'explique par la quasi-disparition du financement privé et par le fait que les agences bilatérales publiques avaient pratiquement abandonné les prêts pour financer surtout par dons. Cela ne signifie pas cependant que les financements des IBW puissent être utilisés pour financer une baisse des autres financements car leur montant est limité – dans le cas du FMI, par la « quote-part » du pays, c'est-à-dire l'argent qu'il a mis dans l'institution en fonction de sa richesse et de son commerce extérieur.

Graphique 1 Répartition des sources de financement des PFR (axe de gauche) et montant total des financements (axe de droite, en millions d'USD)



Source : World Development Indicators, téléchargé le 15/09/2015.

Ces particularités soulèvent des problèmes différents de ceux que l'on peut identifier lorsqu'on étudie l'effet de l'architecture financière internationale sur les PRI ou les pays du sud de l'Europe.

Pourquoi deux institutions ?

En premier lieu, la différence entre le FMI et l'AID est devenue difficile à percevoir. Les accords de Bretton Woods de 1944 avaient tracé une claire distinction entre le FMI, chargé de la stabilité financière internationale, et la Banque mondiale, chargée du financement des projets. Les deux institutions se sont progressivement rapprochées, le FMI agissant de plus en plus comme une agence de développement, alors que la Banque mondiale s'impliquait dans les questions macroéconomiques. Les conditionnalités différentes voire contradictoires des deux ont rendu parfois incohérente l'action des IBW. Leur *modus vivendi* consiste à travailler conjointement sur les PFR, le FMI sur les aspects macro-économiques et l'AID sur les aspects sectoriels, aussi bien dans le cadre des programmes que du suivi de la dette. Toutefois, ces interventions conjointes posent un problème : dans quelle mesure ces deux institutions sont-elles nécessaires si elles font la même chose ? On réduirait sans doute les coûts de transactions – et les coûts en général – en confiant le financement des PFR à une seule agence.

Un financement différent pour les PFR ?

Le système mis en place en 1960 est construit sur une distinction entre PRI et PFR. Les premiers sont financés au taux du marché, les seconds bénéficient de prêts concessionnels. L'idée suivant laquelle les pays « pauvres » ne pourraient pas rembourser des prêts au taux du marché est contradictoire avec les approches économiques qui soutiennent que le capital est sans doute plus rentable dans les pays pauvres que dans les pays riches. Elle est aussi diamétralement opposée au fondement de la microfinance suivant lequel il est pertinent de prêter à des pauvres à des taux élevés. Quoi qu'il en soit,

l'idée de mélanger prêt et don au sein d'un même instrument n'est pas forcément une idée heureuse. En guise de clarification, sans arrêter les prêts, l'AID a commencé à faire des dons (voir le Graphique 1).

Un autre problème engendré par cette architecture est celui du « *missing middle* ». Quand un pays change de catégorie, il perd brutalement l'accès aux financements concessionnels sans que d'autres sources de financement ne viennent combler le manque ainsi créé. Les pays qui sortent de la catégorie PFR traversent donc un « trou d'air » en termes de financement alors qu'ils sont au milieu du gué et que le coût du financement extérieur augmente également. Ce problème est venu sur le devant de la scène du fait de la croissance rapide de certains pays en développement comme l'Angola, l'Arménie, la Bosnie Herzégovine et l'Inde, qui ont passé le seuil en 2014 pour devenir des PRI et ont été exclus des financements concessionnels de l'AID.

Endettement, surendettement et réductions de dette

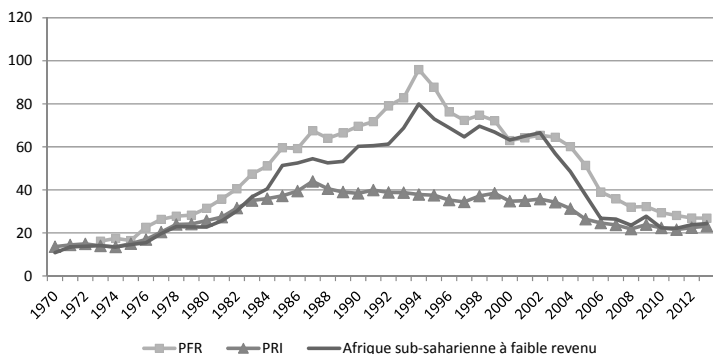
Les IBW ont joué un rôle dans la montée de l'endettement des PFR, mais les ont aidés, grâce aux réductions de dette, à sortir de la situation qu'ils avaient contribué à créer. Néanmoins, le problème demeure.

Flux et reflux de la dette multilatérale

Les années 1960 et 1970 ont été des années de croissance rapide pour les pays en développement et, pour beaucoup, des années d'euphorie après les indépendances. Comme on le voit sur le Graphique 2, l'euphorie avait aussi gagné les créanciers, publics comme privés, qui ont prêté

largement malgré la croissance rapide des ratios d'endettement. La crise d'endettement de 1982 marqua une coupure entre PFR et PRI. Alors que le ratio d'endettement se stabilise et régresse progressivement à partir de 1982 pour les PRI (en grande partie parce que ces pays n'obtiennent plus de prêts), les PFR continuent à s'endetter, de plus en plus auprès des organismes publics, le financement privé s'étant tari. En 2002, leur endettement extérieur auprès des sources multilatérales dépasse 50 % du total.

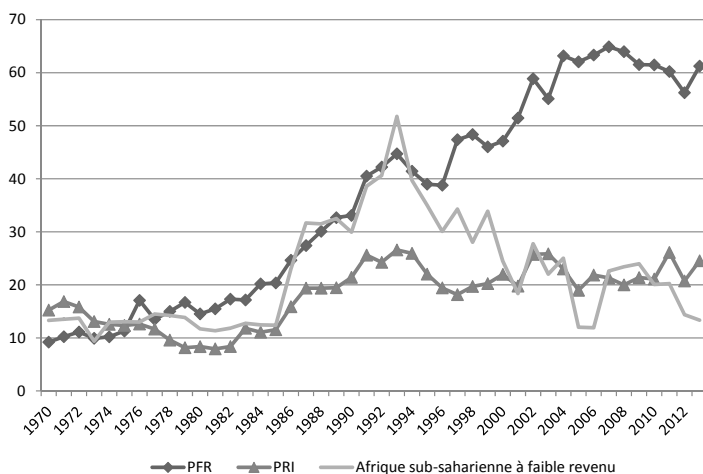
Graphique 2 *Ratio de l'encours de la dette extérieure sur le RNB (en %)*



Source : *World Development Indicators*, téléchargé le 15/09/2015.

En conséquence, le service de la dette multilatérale a progressé plus rapidement que le reste du service de la dette, même si les taux d'intérêt pratiqués sont beaucoup plus faibles que ceux des financements privés. Comme on le voit sur le Graphique 3, pour les PFR, le service de la dette multilatérale progresse jusqu'à dépasser les 60 % du RNB. Par contre, pour les PFR africains, la part du service de la dette multilatérale se réduit fortement, probablement en raison des annulations de dette.

Graphique 3 *Service de la dette multilatérale en % du service total de la dette extérieure publique*



Source : World Development Indicators, téléchargé le 15/09/2015.

Encadrer le réendettement

À partir de 2005, les PFR qui ont bénéficié de l'initiative PPTE puis de l'IADM sont désendettés en presque totalité. Deux questions majeures se posent alors : quels sont les effets du désendettement ? Comment conjurer le risque de réendettement de ces pays ? Les deux questions sont liées car les réductions de dette engendrent un risque d'aléa moral. On peut craindre en effet que, libérés de la pression de la dette, les PFR relâchent leurs efforts, notamment en termes de taxation, ce qui pourrait rendre à nouveau leur dette insoutenable. Pour éviter cela, le FMI et l'AID ont mis au point en 2005 un Cadre de viabilité de la dette (CVD) pour être en mesure d'évaluer de manière systématique les risques de défaut de paiement des PFR et d'avertir les prêteurs potentiels si un risque d'insoutenabilité de la dette se fait jour. La

principale innovation est que cette évaluation tient compte de la qualité de la gouvernance ; plus la gouvernance est mauvaise, plus bas sont les ratios que l'on considère comme des seuils d'endettement à ne pas franchir. Toutefois ce cadre est excessivement conservateur en ce sens qu'il produit des alertes qui ne sont pas nécessairement suivies de problème particulier. Ceci est dangereux puisque les prêteurs peuvent alors renoncer à financer des investissements utiles pour le développement et qui pourraient contribuer à réduire les ratios d'endettement. Techniquement, le problème vient du fait que les projections du taux de croissance ne sont pas liées aux financements reçus. Pour tenir compte de ces critiques, le cadre a été aménagé, mais la décision se fait au cas par cas. De plus, le CVD pâtit encore de l'ambiguïté de l'approche du FMI, traditionnellement focalisée sur la dette extérieure alors que les problèmes des PFR concernent souvent en réalité la dette publique, et notamment la dette publique intérieure.

Les effets des réductions de dette sont très difficiles à évaluer dans la mesure où il existe peu de pays qui pourraient servir de référence pour la comparaison, mais aussi parce que le recul est encore limité. Les travaux récents ne semblent pas montrer d'effet positif sur la croissance comme cela était espéré mais semblent en revanche montrer que les pays désendettés n'ont pas relâché leurs efforts en termes de pression fiscale.

Responsabilité et système d'incitation

En second lieu, le « partenariat » de long terme laisse penser que les IBW portent une certaine responsabilité dans les échecs, et en particulier dans l'insoutenabilité de la dette des PFR. Les politiques que les IBW ont imposées étaient fondées sur l'idée que la dette allait être remboursée en totalité, ce qui a conduit à demander des efforts considérables en

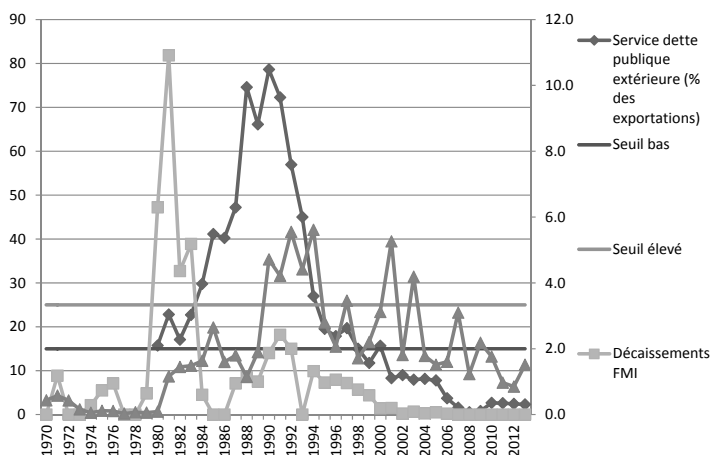
termes de réduction des dépenses publiques même lorsqu'il est devenu clair que la plupart des PFR étaient insolvables. Ce comportement est d'autant plus surprenant que les IBW étaient devenus les principaux prêteurs et créanciers de ces pays (Graphique 1). Pendant longtemps, les IBW ont donc prêté à des pays qui auraient cessé de rembourser sans cela, une situation dite de « *defensive lending* », considérée comme un délit pour des banques ordinaires.

Cependant, une distinction s'impose. Le FMI ne peut créer de monnaie qu'avec beaucoup de difficulté (les droits de tirage spéciaux ou DTS) et n'a pas de fonction de supervision bancaire. Originellement, il n'avait même pas le droit de prêter à des pays en arriérés de paiement vis-à-vis de leurs créanciers. Malgré tout, on peut de fait décrire le FMI comme une sorte de prêteur en dernier ressort, puisqu'il s'agit d'une institution qui prête à des pays qui n'ont plus d'autres sources de financement. Si la banque mondiale est une banque, le FMI présente certaines caractéristiques d'une banque centrale. D'après la doctrine traditionnelle, la tâche d'un tel organisme est bien de prêter en cas de crise, mais seulement à des entités illiquides, qui pourront rembourser plus tard, et non aux entités insolvable qui ne le pourront probablement jamais.

Ce n'est pas ce qui a été fait puisque le FMI et l'AID ont prêté à des pays dont les indicateurs d'endettement dépassaient les ratios caractéristiques du surendettement. Les données disponibles ne permettent pas de le montrer pour l'ensemble des PFR, mais il est possible de l'illustrer dans le cas de pays particuliers. Considérons le cas de l'Ouganda, un « bon élève » des IBW fortement soutenu dans les années 1980-2000 par les États-Unis. Le Graphique 4 présente un ratio typique d'endettement, le rapport entre le service de la dette extérieure et les exportations de biens et services.

D'après les normes des initiatives PPTE, la situation de surendettement est caractérisée par une valeur supérieure à 25 % (première initiative PPTE), ramenée ultérieurement à 15-20 % (initiative PPTE renforcée). Comme on le voit, dès 1980, l'Ouganda dépasse le seuil le plus bas. Les prêts massifs du FMI et de la Banque mondiale déclenchent une augmentation considérable du ratio d'endettement. À cette époque en effet, les prêts du FMI n'étaient pas concessionnels, ce qui provoquait un phénomène baptisé « malédiction du vainqueur » : les pays considérés comme les « meilleurs ajusteurs » recevaient des prêts élevés et se retrouvaient ainsi avec un endettement considérable. De 1986 à 1991, les prêts du FMI reprennent alors que le surendettement ougandais est chronique. Pourtant, les réductions de dette multilatérales attendront 1997.

Graphique 4 *Ouganda, ratio d'endettement (échelle de gauche) et décaissements des institutions de Bretton Woods (échelle de droite, en % du RNB)*



Source : *World Economic Indicators*, téléchargé le 5/10/2015.

Cette responsabilité dans le surendettement des PFR ne s'est pas traduite par une sanction appropriée. La Banque mondiale et le FMI ont contribué pour une petite part au financement des réductions de dette au titre de l'initiative PPTE, mais pas au financement de l'IADM. Formellement, la décision a été prise par le G7 (et non par les instances décisionnelles des IBW), qui s'est engagé à financer la réduction de dette (une aubaine pour des créances en grande partie irrécouvrables).

Conclusion

Les relations entre les IBW et les PFR se sont beaucoup modifiées. Après avoir contribué à la montée de l'endettement, les IBW ont bénéficié des réductions de dette pour se remettre en selle en tant qu'évaluateurs de la soutenabilité de la dette des PFR. C'est une tâche difficile à remplir, et pas seulement sur le plan technique. Le financement des PFR est de plus en plus diversifié, et les pays émergents, à commencer par la Chine, n'entendent visiblement pas se laisser dicter leur conduite, comme le montre aussi la création par la Chine d'une banque de financement des infrastructures (*Asian Infrastructure Investment Bank*). Toutefois, la montée en puissance de ces pays au sein des IBW, dans le cadre de leur nécessaire démocratisation, pourrait conduire à une meilleure orientation des financements vers le développement, compris à nouveau comme un processus de changement structurel.

Bibliographie

EASTERLY W. (2009), *Le fardeau de l'homme blanc. L'échec des politiques occidentales d'aide aux pays pauvres*, Markus Haller.

FERRY M. et RAFFINOT M. (2013), « Les impacts des annulations de dette », *DIALOGUE*, n°37. Téléchargeable sur www.dial.ird.fr

JACQUELAIN V. (2013), « Dettes souveraines africaines, de la crise au cadre de viabilité », *Au Sud du Sahara, Lettre du département Afrique de l'AFD*, n°2. <http://www.afd.fr/webdav/site/afd/shared/PUBLICATIONS/THEMATIQUES/au-sud-du-sahara/au-sud-du-sahara-02.pdf>

RAFFINOT M. (2008), *La dette des tiers-mondes*, La Découverte, Coll. Repères.

STIGLITZ J. (2002), *La grande désillusion*, Fayard.

REGARDS CROISÉS SUR L'ÉCONOMIE

Faut-il rembourser la dette publique ?

De quoi la dette est-elle le nom ? La dette est souvent perçue de manière ambivalente. À la fois comme un pari optimiste sur l'avenir et comme une entrave issue du passé. Moteur de l'économie mondiale mais aussi responsable de ses plus grandes perturbations. Dans une synthèse inédite, ce numéro de *Regards croisés sur l'économie* se propose de disséquer les mécanismes, souvent complexes, régissant la dette publique. Qu'est-ce que la dette ? Pourquoi s'endetter ? Les États doivent-ils s'endetter ? Faut-il se désendetter ?

C'est à toutes ces questions que ce numéro de *Regards croisés sur l'économie* répond, dans un langage à la fois rigoureux et pédagogique, afin de mieux comprendre les enjeux de la dette publique et sa place dans l'économie du XXI^e siècle.

Guntram Wolff
Laure Lacan
Christophe Darmangeat
Juan Flores
Julien Duval
Raphaël Espinoza
Atish Ghosh
Jonathan Ostry
Jean-Pierre Allégret
Agnès Labye
Boris Vallée
Pierre-Yves Cusset
Xavier Debrun
Henri Sterdyniak
Patrick Artus
Isabelle Gravet
Pierre Bardin
Jacques Sapir
Marc Raffinot

 **regards croisés** sur l'économie vise à combler le fossé entre la recherche académique et le débat public. Clairs et didactiques, ses articles rendent compte des dernières avancées des sciences sociales, en faisant appel à des spécialistes scientifiquement reconnus.

www.rce-revue.com



La Découverte

www.editionsladecouverte.fr
9 bis, rue Abel-Hovelacque
75013 Paris

?? € ISBN 978-2-7071-8806-9
??-2016