

## Vivre à crédit, une menace pour la souveraineté ?

*Jean-Paul Pollin*

Le recours à l'endettement extérieur peut être un facteur de développement, c'est aussi une opportunité pour amortir les conséquences d'un choc conjoncturel. Mais il devient un danger lorsqu'il est utilisé abusivement au point de laisser penser que les dettes accumulées sont devenues insoutenables. Dans ce cas les marchés, et parfois les organisations internationales appelées en renfort, en viennent à renchérir et/ou rationner les financements, contraignant ainsi l'économie considérée à prendre des mesures d'ajustement. Dans les cas graves on sait que cela se traduit par un placement sous tutelle des politiques économiques, c'est-à-dire par une sorte de suspension de la souveraineté du pays.

### Préciser et évaluer la contrainte

Précisons que lorsque l'on évoque l'incidence possible de l'endettement sur la souveraineté nationale, c'est bien d'endettement extérieur dont il s'agit. Les dettes émises et détenues par des résidents résultent de choix internes qui par définition ne portent pas atteinte à la souveraineté du pays, y compris lorsqu'ils sont contestables et porteurs de déséquilibres futurs. La menace, en l'occurrence, ne peut donc provenir que des dettes portées par les non-résidents et ceci concerne aussi bien l'endettement contracté par le secteur privé que celui du secteur public, même si c'est principalement ce dernier qui a concentré l'attention dans le passé récent. De fait un endettement extérieur trop élevé des banques et/ou des entreprises peut déclencher des crises financières capables de déstabiliser l'économie et obliger à une révision contrainte des choix économiques et sociaux : de nombreuses expériences en témoignent. D'autant qu'il existe une interdépendance entre les déséquilibres des secteurs privés et publics ; en particulier la crise a montré que les difficultés des systèmes bancaires avaient eu des conséquences majeures sur les situations des finances publiques et réciproquement

Savoir jusqu'où il est possible de laisser dériver l'endettement est sans doute essentiel, mais d'autant plus complexe qu'il est bien difficile de préciser le niveau de sa soutenabilité. Théoriquement un agent est considéré comme solvable si la somme actualisée de ses flux d'épargne (nets des investissements) est au moins égale à la dette qu'il a contractée. Or, une telle définition est peu opérationnelle et l'on préfère généralement se limiter à analyser si les conditions de stabilisation de sa dette sont réunies. Mais même exprimée en ces termes la solvabilité (ou la soutenabilité d'un endettement) est difficile à appréhender, car l'appréciation que s'en donnent les marchés affecte les primes de risque requises, le service de la dette, et en conséquence la probabilité de faillite. Les anticipations sont donc autoréalisatrices et de multiples solutions sont possibles.

Cela dit, si l'ampleur de l'endettement extérieur, pris globalement, est un facteur de fragilité, son origine et sa structure conditionnent aussi sa soutenabilité. En particulier :

- La nature des agents qui ont contracté l'endettement (administrations, banques, entreprises) et les phénomènes qui en ont été la contrepartie (déficits budgétaires,

bulles de crédits, mouvements de capitaux...) affectent la probabilité d'insolvabilité et la façon dont se résolvent les crises. Par exemple, les Etats et les agents privés ne disposent pas des mêmes solutions pour faire face à des situations de surendettement ; on sait aussi que les entrées de capitaux de court terme sont potentiellement très déstabilisantes.

- La nature des détenteurs de ces dettes (banques, fonds, banques centrales...) peut également influencer le déclenchement et le déroulement des crises. Leur éventuelle concentration au sein de pays créateurs est susceptible d'être utilisée comme contrainte. Tandis que leur dispersion entre un grand nombre de porteurs peut générer une instabilité tout aussi dangereuse.
- La soutenabilité est également fonction des caractéristiques des dettes contractées (leur maturité et leurs devises d'émission). Une dette courte, en moyenne, réduit l'horizon d'ajustement pour faire face à une crise et aggrave donc la contrainte. De son côté une dette libellée en devise étrangère accroît l'impact des variations de parités sur la solvabilité, ce qui réduit les possibilités de maniement du taux de change à des fins d'ajustements. Ce point concerne particulièrement les pays émergents ou en développement.

### Prévenir et résoudre les excès de l'excès d'endettement extérieur

Des constats et propositions qui précèdent découlent un ensemble de questions qui pourront être débattues durant la session. Si l'on veut préserver, dans la mesure du possible, les souverainetés nationales, il faut en effet s'interroger sur les solutions capables de prévenir un endettement extérieur insoutenable et de contenir l'ampleur des crises qui peuvent en résulter. Ce qui conduit à réfléchir, en particulier aux points suivants :

- Peut-on construire des indicateurs, des instruments et des règles monétaires capables de réguler les déséquilibres de l'endettement extérieur responsables de ces crises ? Les fonctions de réaction des Banques Centrales peuvent-elles intégrer ces déséquilibres, sans remettre en cause la poursuite de leurs autres objectifs. Ou faut-il plutôt utiliser de nouveaux instruments macroprudentiels ? Et lesquels ?
- Concernant la politique budgétaire, quels sont les dispositifs institutionnels (éventuellement les règles) qui pourraient être mis en place pour rendre crédible la soutenabilité de l'endettement ? Dans quelle mesure ces dispositifs destinés à éviter l'emprise extérieure seraient-ils différents de ceux qui devraient être mis en place du seul point de vue intérieur afin d'optimiser la politique budgétaire ?
- Peut-on fixer les anticipations de marché pour les rendre moins erratiques ? Le développement de comportements mimétiques (de phénomènes de « runs ») a contribué à amplifier les épisodes de crises des dettes publiques en Europe. Ce qui a rendu plus longs et plus coûteux les sauvetages ultérieurs. Ces phénomènes auraient peut-être pu être bloqués ou limités par la diffusion d'informations crédibles sur les fondamentaux (les capacités de retour à l'équilibre) des économies en cause. Est-il possible et souhaitable de faire évoluer en ce sens les fonctions des agences de notation et des institutions financières internationales ?

- La crise des dettes publiques en zone euro a largement démontré que celle-ci ne disposait pas des mécanismes nécessaires pour maintenir son unité face à un choc macroéconomique de grande ampleur : l'Union Monétaire a produit de la divergence entre les économies partenaires alors que l'on en attendait une protection et de la solidarité. Ces dysfonctionnements ont ensuite été partiellement corrigés par l'introduction du MSE et surtout par les interventions de la BCE. Mais la mobilité des capitaux entre les pays partenaires n'a pas été rétablie et la BCE ne pourra pas compenser indéfiniment la désintégration de l'espace monétaire et financier de la zone. Dès lors, comment compléter les mécanismes de prévention et de gestion de crises pour les rendre à la fois garants de l'unité de la zone et protecteurs des souverainetés nationales ?