

Quelles solutions face à la crise de la dette ?

Christophe Goethals

La crise de la dette frappe aujourd'hui l'Europe de plein fouet. La Grèce, l'Irlande et le Portugal en ont déjà grandement fait les frais. La menace pèse désormais sur l'Italie, l'Espagne et la Belgique. Les institutions internationales et les marchés financiers exercent de fortes pressions sur les gouvernements et exhortent les pays « malades » à mettre tout en œuvre pour redresser leurs finances publiques. La seule solution qui semble visiblement s'imposer consiste pour les gouvernements à appliquer de manière quasi généralisée des mesures d'austérité budgétaire. Mais est-elle véritablement efficace ? Et est-ce là réellement la seule solution qui existe pour faire face à la crise ?

Après avoir présenté les solutions les plus classiques qui s'offrent à un État en situation de défaut de paiement, nous nous pencherons sur le cas très spécifique de l'actuelle crise de la dette en Europe. Nombre de solutions nouvelles ont en effet été proposées ces dernières années mais aucune d'elles n'a fait l'unanimité jusqu'ici, plongeant de la sorte toute l'Europe dans un blocage politique sans précédent. L'examen de ce blocage montre que les logiques économiques qui apparaissent en filigrane des discussions permettent d'expliquer en grande partie les positions adoptées par les acteurs en présence.

Que se passe-t-il lorsqu'un État fait défaut sur sa dette ?

La restructuration

Si d'aucuns voient dans l'endettement un moyen de pression sur les pays endettés et de subordination de ceux-ci, il n'en demeure pas moins que c'est l'intervention armée qui fut autrefois une solution courante pour obtenir le remboursement d'une dette. En guise de représailles, il n'était pas rare de voir au XIX^e siècle des pays créanciers attaquer, voire occuper, les États qui ne payaient pas leurs dettes. La Grande-Bretagne a par exemple envahi Constantinople en 1876 suite à un défaut de paiement de l'Empire Ottoman, puis l'Égypte en 1882. De même, l'occupation américaine d'Haïti à partir de 1915 a été expliquée par la nécessité de recouvrer une créance¹. À l'inverse, lors des épisodes de défaut souverain, les rois de France avaient pris l'habitude de faire condamner les grands créanciers nationaux pour éviter de devoir les rembourser. Le peuple avait fini par appeler ces épisodes des « saignées ». Dans un autre ordre d'idées, certaines puissances se sont approprié les richesses de minorités ou de groupes sociaux

¹ C. REINHART, K. ROGOFF, *Cette fois, c'est différent. Huit siècles de folie financière*, Pearson Education France, Paris, 2010, p. 74.

pour rembourser leurs dettes. C'est le cas de Philippe le Bel avec les Templiers au XIV^e siècle ou encore de l'État français avec les biens du clergé en 1789.

Ces épisodes constituent à l'évidence une forme ancienne et radicale de restructuration de la dette. De nos jours, on ne tue plus les créanciers et on n'envahit plus les États mauvais payeurs. Les créanciers essaient simplement de rendre plus « contributifs » les États en défaut de paiement. En ce sens, l'analyse coûts/bénéfices des repréailles suffit à dissuader les États de supporter les risques et les dépenses qui sont liés à une telle pratique, d'autant que les emprunts sont en général contractés auprès d'une diversité d'acteurs (banques ou pays), ce qui réduit la tentation et la possibilité d'utiliser la force armée.

En cas de défaut de paiement, les dettes d'un État font aujourd'hui la plupart du temps l'objet d'une restructuration. Au prix parfois de longues négociations et d'éventuels passages en force, un État peut en effet modifier ses conditions de remboursement (rééchelonner les échéances, s'accorder sur une réduction de taux d'intérêt, etc.), ne rembourser qu'une partie de sa dette, voire de ne pas rembourser du tout. En définitive, l'élément crucial qui différencie le défaut de paiement d'un État et la faillite d'une entreprise tient au fait que dans le premier cas, en l'absence de système juridique imposant aux États de coopérer, les prêteurs dépendent de la volonté des États de rembourser leurs dettes, et non de leur capacité à payer.

Si la capacité d'exécution des créanciers est très limitée sur papier, en pratique néanmoins, ils récupèrent généralement un montant substantiel de leurs investissements. Ainsi, quand la Russie a voulu revenir sur les marchés de la dette, soixante-neuf ans après le défaut de paiement du gouvernement bolchévique survenu en 1918, elle a dû négocier avec ses créanciers un remboursement symbolique. Sa réputation et sa loyauté entrent bien évidemment en ligne de compte pour le pays débiteur qui désire continuer à emprunter sur les marchés des capitaux internationaux². De même, un pays qui envisage de faire défaut sur des crédits internationaux doit réfléchir aux perturbations qui en résulteraient pour ses échanges extérieurs³. On peut en effet imaginer que le pays créancier élève des barrières à l'entrée (ou à la sortie) pour certains biens en provenance (ou à destination) du pays débiteur, que ce soit sous une forme légale ou autre.

L'intervention des institutions financières internationales

En cas de défaillance d'un pays débiteur, les grandes institutions financières internationales telles le Fonds monétaire international (FMI) interviennent souvent afin de rétablir la solvabilité de cet État. Elles agissent en tant que dernier recours en fournissant à ce pays les liquidités dont il a besoin pour assurer ses dépenses immédiates (paiement des fonctionnaires, remboursement des dettes arrivant à échéance, etc.). En échange de ces prêts colossaux, le FMI exige que le pays mette en place des programmes d'ajustement structurel. Ces programmes se composent d'une série de mesures censées relancer la croissance économique : réduction des dépenses publiques, privatisation des entreprises publiques, libéralisation des prix et des

² J. EATON, M. GERSOVITZ, « Debt with potential repudiation: Theory and estimation », *Review of Economics Studies*, n° 48 (2), 1981, p. 289-309.

³ J. BULOW, K. ROGOFF, « Sovereign debt: Is to forgive to forget? », *American Economic Review*, n° 79, mars 1989, p. 155-178.

marchés, lutte contre la corruption, création de mécanismes fiscaux incitatifs pour l'investissement, etc. L'efficacité de telles mesures est cependant remise en question. De nombreux économistes, de Stiglitz⁴ à Friedman⁵, critiquent ainsi l'impact que ces plans peuvent avoir sur l'économie. Selon eux, appliquées de manière indifférenciée dans chaque pays, ces mesures aggravent la pauvreté et les dettes tout en réduisant la capacité d'intervention des États.

Les formes de répudiation de la dette publique

Il arrive parfois que le pays débiteur réduise d'autorité le montant de sa dette. Il existe à cet égard plusieurs manières de procéder.

La première consiste à refuser purement et simplement de payer la (partie de la) dette qui n'est pas considérée comme légitime. Ce fut par exemple le cas, comme nous le venons d'y faire référence, du gouvernement bolchévique russe qui a refusé d'assumer les dettes du régime tsariste en 1918. D'autres pays, comme le Mexique ou Cuba, ont également refusé de payer une partie de leur dette, en invoquant, pour leur part, le principe de la « dette odieuse ». La « dette odieuse » est une doctrine de droit théorisée par Alexander Sack, ancien ministre du tsar Nicolas II et devenu plus tard professeur de droit à Paris. Il écrivait en 1927 : « Si un pouvoir despotique contracte une dette non pas selon les besoins et les intérêts de l'État, mais pour fortifier son régime despotique, pour réprimer la population qui le combat, cette dette est odieuse pour la population de l'État entier. Cette dette n'est pas obligatoire pour la nation : c'est une dette de régime, dette personnelle du pouvoir qui l'a contractée ; par conséquent, elle tombe avec la chute de ce pouvoir. »⁶

Depuis, la notion de « dette illégitime » a évolué : de nombreux auteurs ont travaillé sur le sujet et le champ de la doctrine a progressivement fait l'objet d'un élargissement. Ainsi, en 2003, le Centre for International Sustainable Development Law (CISDL) a défini trois critères qui fondent le caractère « odieux » d'une dette :

- l'absence de consentement : la dette a été contractée contre la volonté du peuple ;
- l'absence de bénéfice : les fonds ont été dépensés de façon contraire aux intérêts de la population ;
- la connaissance des intentions de l'emprunteur par les créanciers.

Par cette définition, le CISDL va jusqu'à viser les dettes multilatérales contractées par des régimes, qu'ils soient dictatoriaux ou non, auprès d'institutions telles que le FMI dans le cadre de politiques d'ajustement structurel, pour autant qu'elles aient été préjudiciables aux populations. Ainsi, la notion d'illégitimité de la dette constitue d'abord une appréciation morale⁷.

Même en Belgique, la doctrine parvient à s'imposer officiellement. Le 18 juillet 2011, le Sénat a présenté une résolution visant à l'annulation de la « dette odieuse » de la

⁴ Joseph Stiglitz a été conseiller économique du président Bill Clinton entre 1992 et 1997, puis économiste en chef de la Banque mondiale de 1997 à 1999. Il a reçu le prix Nobel d'économie en 2001. Il est connu pour ses violentes critiques envers le FMI et la Banque mondiale.

⁵ Milton Friedman a été conseiller des présidents Nixon et Reagan et a reçu le prix Nobel d'économie en 1976. Il est connu pour sa pensée économique d'inspiration libérale.

⁶ A. SACK, *Les effets des transformations des États sur leurs dettes publiques et autres obligations financières*, Recueil Sirey, Paris, 1927.

⁷ CADTM, « L'Équateur à la croisée des chemins, pour un audit intégral de la dette », 2007, www.cadtm.org.

Tunisie, contractée sous le régime dictatorial du président déchu Ben Ali⁸. Par cette proposition, le Sénat demande un moratoire sur le remboursement de la dette bilatérale de la Tunisie à l'égard de la Belgique, y compris ses intérêts, ainsi qu'un audit permettant d'examiner plus en détail les aspects qui relèveraient de la définition de « dette odieuse ». Il demande par ailleurs d'annuler la proportion de cette dette qui serait reconnue comme « odieuse ».

Une deuxième manière de réduire d'autorité le montant de la dette est, pour le pays débiteur, de procéder à une dévaluation de sa monnaie. En effet, si la dette est contractée dans la monnaie du pays débiteur et que les autorités monétaires possèdent la pleine maîtrise du cours de change, dévaluer la monnaie peut contribuer à faciliter le règlement de la dette, du moins en apparence. Pour les détenteurs étrangers, une chute des taux de change représente par contre une perte de valeur des obligations qu'ils possèdent. L'avantage supplémentaire de la dévaluation est qu'elle stimule les exportations, qui deviennent alors relativement moins chères aux yeux de l'étranger, avec pour conséquence une relance potentielle de l'activité économique. Les conséquences politiques d'une telle opération sont néanmoins néfastes, car elle peut provoquer une baisse de confiance dans l'économie du pays et faire fuir les investisseurs étrangers. De plus, la dévaluation est en pratique difficile à maîtriser pour le pays concerné étant donné le rôle déterminant des marchés dans l'appréciation et l'ajustement *a posteriori* du taux de change.

Vers un encadrement juridique de la faillite des États

Face à l'absence d'un cadre clair entourant les situations de surendettement et de défaut de paiement des États, l'idée a germé de créer un système d'encadrement des faillites d'État au niveau international. En 2001, suite à la situation en Argentine, Anne Krueger, directrice générale adjointe du FMI (2001-2006), proposa un projet de règlement judiciaire au niveau des États, s'inspirant du chapitre 11 du code des faillites des États-Unis. L'idée était d'amoindrir le rôle du FMI dans les crises que rencontrent les États, en faisant peser sur les prêteurs une partie du risque de défaut de paiement. Face à un défaut de paiement, les banques prêteuses sont en effet presque toujours assurées de retrouver leur mise, puisque la communauté internationale, le FMI en tête, finit généralement par renflouer le pays en défaut. Par ailleurs, la proposition prévoyait de protéger le pays en difficulté contre les tentatives de saisie de ses créanciers et ainsi lui laisser le temps de renégocier ses charges. La proposition d'Anne Krueger s'est finalement heurtée à l'opposition du Trésor américain et à celle des grandes banques de Wall Street, qui y voyaient une menace contre la garantie de remboursement de leurs prêts. En réponse à la proposition d'Anne Krueger, les États-Unis suggéraient un autre système, de nature contractuelle, reposant sur les mécanismes du marché, sans modification institutionnelle majeure. L'idée maîtresse était de favoriser la coordination entre créanciers, dont le nombre et la nature rendent l'environnement très complexes, par le biais de « contrats d'action collective » qui permettraient à une majorité d'entre eux d'imposer leurs décisions aux autres. Aujourd'hui, le débat sur ce sujet est toujours ouvert.

⁸ Sénat, *Proposition de résolution relative à l'annulation de la dette odieuse de la Tunisie* (déposée par O. Zrihen et consorts), document législatif 5-917/1, 30 mars 2011.

Quelles solutions face à la crise en Europe ?

Les semaines passent, et malgré les réunions successives au sommet, l'Europe s'enlise dans une crise dont on ne sait comment y mettre un terme. Depuis quelques mois, l'aggravation des finances publiques se répercute sur les banques européennes. Comme en 2008, ces dernières voient leur capital fondre comme neige au soleil et éprouvent les pires difficultés à se refinancer sur le marché interbancaire à des taux abordables. Leur bilan s'affaiblit du fait de la dépréciation des obligations souveraines qu'elles détiennent encore. Face à la difficulté de renforcer leurs fonds propres, les banques diminuent la taille de leurs bilans par des suppressions d'emplois, par des réductions de leur portefeuille d'actifs et par une raréfaction de l'offre de crédit. Ce resserrement du crédit freine l'investissement des entreprises, avec pour conséquence un ralentissement de l'activité économique. Après les États puis les banques, c'est désormais l'économie réelle qui est menacée, rendant les perspectives de sortie de crise encore un peu plus sombres.

Pourtant, on n'aura jamais autant parlé de solutions face à la crise. Les mesures les plus classiques ont été mises en œuvre, à commencer par les interventions à répétition des quelques institutions financières internationales et la restructuration organisée de la dette grecque. Mais, face à l'ampleur de la catastrophe, ces remèdes ne suffisent pas et l'on voit mal comment des solutions, même locales, pourraient venir des gouvernements nationaux. Dépassés par l'enjeu et ayant délégué au pouvoir supranational une partie des outils de politique économique, ceux-ci n'ont pratiquement aucune prise sur les événements. À vrai dire, ils sont pris en tenaille entre la politique du pire et celle du moindre mal : soit ils subissent en spectateur les conséquences d'une récession, soit, pour soutenir le crédit, ils se portent une nouvelle fois au secours des banques. Dans les deux cas, l'état des finances publiques se détériorerait, s'attirant au passage les foudres des autorités européennes, dont les yeux sont rivés sur le strict respect de la rigueur budgétaire.

Désarmés, les gouvernements nationaux exhortent l'Union européenne à trouver des solutions salutaires. Celle-ci ne manque d'ailleurs pas d'imagination, mais elle éprouve les pires difficultés à faire adopter des mesures qui se heurtent le plus souvent à l'intérêt personnel de quelques pays.

À cet égard, l'idée d'une taxe sur les transactions financières, défendue depuis longtemps par les mouvements altermondialistes pour financer le développement, et reprise récemment par le couple Merkel-Sarkozy pour contribuer au désendettement des pays, fait long feu. D'aucuns ont qualifié cette mesure de fausse bonne idée, avançant que, pour être véritablement efficace, cette taxe devait être universelle. La finance étant aujourd'hui dématérialisée et totalement mondialisée, il serait de fait assez simple de délocaliser les activités boursières pour échapper à la célèbre taxe Tobin. Mais appliquée à l'échelle de l'Europe, on pourrait espérer qu'une part notable des flux financiers continue à transiter par les 27 pays de l'Union. Cependant, une série de puissances économiques y sont farouchement opposées, au premier rang desquelles le Royaume-Uni. En refusant de participer, les Britanniques brident toutes les chances de succès d'un tel projet. Il n'en faudrait pas plus pour que les places de Paris ou de Francfort voient leurs volumes d'affaires réduire de manière drastique. La position britannique, hostile à la politique régulatrice de l'Union européenne, s'explique aisément lorsqu'on connaît l'importance économique du centre financier de Londres. La City est l'une des premières places boursières au monde ; elle génère

8 % du PIB national et elle abrite 70 % des *hedge funds* européens⁹. Une taxe européenne sur les transactions financières ferait du Royaume-Uni le plus grand contributeur, avec 80 % du total des recettes, d'un impôt dont les bénéfices ne lui seraient pas directement destinés.

Par ailleurs, l'émission d'euro-obligations a souvent été présentée comme une solution incontournable au dénouement de la crise de la dette. Proposée par la Commission européenne dans un livre vert le 23 novembre 2011, celle-ci consiste en l'émission d'obligations européennes pour lesquelles les États seraient tenus d'apporter des garanties. Les montants empruntés permettraient de couvrir les besoins de financement des pays en difficulté, mais cette proposition fait pour l'instant l'objet d'un refus catégorique de la chancelière allemande Angela Merkel. Le gouvernement allemand veut en effet obtenir au préalable des garanties formelles des autres pays, sous forme d'une révision des traités, afin qu'ils respectent des règles budgétaires strictes assorties de contraintes renforcées, et ce pour encourager les pays les moins vertueux à redresser leurs finances publiques. C'est là le prix à payer pour que l'Allemagne accepte d'accroître son engagement financier. Car cette mesure n'est évidemment pas sans coût pour les pays qui bénéficient encore d'une bonne réputation sur les marchés financiers. Une mutualisation de la dette augmenterait le coût d'emprunt d'un pays comme l'Allemagne, puisqu'il intégrerait le risque de défaut de paiement des pays de la zone euro en difficulté.

À l'instar de l'Argentine en 2003, certains pays pourraient être tentés de répudier une partie de la dette. Mais procéder à une réduction de la dette, pour peu qu'elle soit ordonnée, impliquerait de recapitaliser sur fonds publics le système bancaire : il survivrait difficilement à une décote significative de ses actifs qui accroîtrait les déficits publics au lieu de les résorber, et créant ainsi un cercle vicieux. Dans le contexte européen dans lequel évoluent les banques et les États, les crises de la dette, publique et privée, se contaminent réciproquement¹⁰. Par ailleurs, depuis le sommet européen du 9 décembre 2011 et l'accord conclu entre 26 des 27 États membres, les chances sont maigres de voir les banques et assurances remettre la main à la poche pour sauver un pays européen, comme ce fut le cas pour la Grèce. Il a en effet été acté « sans ambiguïté » que le secteur privé ne se verra plus imposer de contribuer financièrement en cas de restructuration de la dette d'un État, décision destinée à protéger les intérêts des banques tout en les incitant à continuer de prêter aux États en difficulté.

Finalement, à la lecture des événements, la cause du malaise semble porter sur la recherche d'un équilibre adéquat entre les principes de solidarité et de responsabilité au sein de l'Union européenne. Mais les responsables politiques du « nord » et du « sud » de l'Europe ont des opinions très différentes sur les objectifs de solidarité financière, de discipline budgétaire et de compétitivité économique.

Au-delà des solutions avortées, il faut néanmoins saluer le pas en avant réalisé par la création, en mai 2010, du Fonds européen de stabilité financière (FESF). Ce système original prévoit que les États de la zone euro contribuent collectivement et financièrement, sous forme de garanties, au sauvetage des États membres en difficulté, comme ce fut le cas de la Grèce. Mais à l'heure où les dettes de l'Espagne et de l'Italie nécessitent un refinancement à court terme, on sait les moyens du FESF insuffisants, d'autant que sa mise sous surveillance négative par les agences de notation accroît l'incertitude quant à sa capacité de lever des fonds sur le marché à des conditions

⁹ *Le Point*, 13 décembre 2011.

¹⁰ F. LECLERC, « La deuxième phase de la crise de la dette », 8 décembre 2011, www.pauljorion.com.

acceptables. L'avancement à l'année prochaine du lancement du Mécanisme européen de stabilité (MES) appelé à lui succéder, décision prise au sommet de Bruxelles du 9 décembre 2011, n'y changera rien. L'alternative serait d'accorder au MES le statut de banque, ce qui lui permettrait d'emprunter auprès de la BCE, mais les Allemands, fidèles à l'orthodoxie monétaire de la Bundesbank, n'infléchiront pas leur refus de toute intervention de la BCE dans le rachat de dettes souveraines, de peur de voir resurgir les risques d'une montée inflationniste. À défaut de pouvoir racheter la dette des États, la BCE s'est néanmoins engagée à aider les établissements bancaires en leur fournissant à moindre coût les liquidités dont ils ont besoin.

*

L'avenir du projet européen est aujourd'hui menacé et le lent processus en cours va probablement se poursuivre, associant austérité et détérioration de la situation sociale. Tout se passe comme si les forces conservatrices voyaient dans la situation actuelle l'opportunité d'imposer leurs vues selon une formule bien connue : « *There is no alternative* »¹¹. Comme le faisait récemment remarquer Nadj Popi, la discipline ou la coordination budgétaire semble exiger que les États se transforment en entités sans réelle substance démocratique par la dépolitisation des choix économiques, ni réelle substance économique par la conduite de politiques de rigueur budgétaire¹².

Les pays européens se heurtent à l'impossibilité de concevoir une nouvelle architecture institutionnelle en l'espace de quelques mois. Le manque de réactivité face aux impératifs reflète la difficulté pour les États membres à réviser de fond en comble la gouvernance économique européenne. En attendant de trouver des solutions s'attaquant aux mécanismes fondamentaux de notre économie, la BCE sera sans doute encore, dans les prochains mois, appelée à intervenir. Elle reste en effet le seul acteur capable de calmer les marchés. Mais pour combien de temps le pourra-t-elle encore ?

Pour citer cet article : Christophe GOETHALS, « Quelles solutions face à la crise de la dette ? », *Les analyses du CRISP en ligne*, 21 décembre 2011, www.crisp.be.

¹¹ « *There is no alternative* » est un slogan attribué à Margaret Thatcher lorsqu'elle était Premier ministre du Royaume-Uni dans les années 1980.

¹² N. POPI, « La prolétarisation des États, condition *sine qua non* de la coordination des politiques budgétaires au sein de la zone euro », 7 décembre 2011, www.pauljorion.com.