

A propos des dettes souveraines

De Gabriel FRANCOIS – Conseiller Economique du groupe UFG-LFP

Le cas particulier de la zone euro

Dans l'analyse des dettes souveraines, le préalable essentiel est la **distinction entre dettes en devises ou en monnaie nationale** or, bien souvent, cet élément-clé n'est pas assez mis en lumière dans les médias. Et cependant, les difficultés pour l'Etat emprunteur d'honorer sa dette se traduisent dans les deux cas de façon tout à fait différente. Si la dette est libellée en monnaie étrangère et que les réserves de devises et les facultés d'emprunt ne permettent pas de faire face à une échéance, on se trouve dans un cas de défaut de paiement qui amène à procéder à une restructuration de la dette après accord avec les créanciers. Dans le cas contraire d'une dette en monnaie nationale, l'Etat trouve plus facilement à se refinancer en faisant appel à l'épargne domestique, mais il peut aussi alourdir sa fiscalité et, surtout, il peut en ultime recours user de la création monétaire en contraignant sa banque centrale à souscrire à ses emprunts. **C'est pourquoi un défaut de paiement en monnaie nationale est chose très rare.** Ce qui correspond d'ailleurs non à une nécessité absolue mais à la volonté, par exemple, d'aligner sur des tranches en devises le sort de ces emprunts ou

encore lorsque ces derniers ont été largement hedgés en devises comme pour le G.K.O en 1998. Ces exceptions mises à part, la spoliation opérée par un Etat en situation de faillite s'opère alors non plus par un défaut aux dépens des porteurs de l'emprunt mais par l'inflation, au détriment de la catégorie beaucoup plus large des créanciers ou détenteurs de liquidités.

Un soutien à mesurer

Dans ce cadre général, les dettes des pays de la zone euro occupent une place à part si elles ont été contractées en euros. En effet, il s'agit bien de dettes en monnaie nationale mais dont la particularité est que l'Etat débiteur n'a aucune prise sur la banque centrale émettrice. D'où l'impossibilité de disposer de la création monétaire comme dernier rempart contre un défaut. C'est dire que **la sécurité offerte par les titres souverains d'un Etat membre n'est pas absolue** par construction ; doit être appréciée dans chaque cas en fonction de la situation de l'émetteur et de l'aide à attendre de ses partenaires. Cette

aide peut être plus ou moins généreuse mais il n'est guère concevable qu'elle consiste en une garantie absolue, ce qui reviendrait à donner un chèque en blanc à tout Etat abusant de son indépendance budgétaire. C'est d'ailleurs pourquoi l'aide qu'apporterait un Fonds Monétaire Européen resterait elle aussi limitée.

En définitive, un pays de la zone euro est, concernant sa dette en euro, dans la même situation que s'il avait contracté une dette en devises étrangères : s'il est en difficulté, le risque couru dans l'absolu est un défaut de paiement, ce qui justifie l'existence de C.D.S (assurance contre un défaut) sur les dettes souveraines en euros alors que l'on se perd en conjectures pour expliquer la logique de C.D.S sur la dette des Etats-Unis en dollars ou du Royaume-Uni en livres par exemple.

Les exigences du marché

De cette particularité de la zone euro découlent des conséquences sur la gestion collective des marchés de dettes en Europe et sur l'euro lui-même.

Dans des circonstances difficiles, **l'euro aura certes eu le mérite d'éviter un bouleversement des parités de change** (en protégeant d'ailleurs de façon excessive des pays à problèmes), mais il aura montré des signes de fragilité qui étaient peu apparus jusque-là : c'est lorsque, à la faveur d'une crise systémique, a surgi pour la première fois un problème des dettes souveraines dans certains pays développés que ses

principes constitutifs se sont révélés être une cause de faiblesse structurelle.

On ne saurait se dissimuler qu'à l'avenir, les exigences du marché feront peser sur les autorités politiques et monétaires européennes une bien lourde responsabilité. Une solvabilité qui n'est pas assurée par définition devra être prouvée en permanence par la certitude d'une défense coordonnée et prompte,

ce qui implique notamment d'éviter la répétition des hésitations et tâtonnements qui ont marqué la crise grecque. Or, l'exercice consistant à chaque motif d'inquiétude à bâtir dans l'urgence un réseau crédible de garanties est délicat car l'exemple récent a bien montré qu'en dernière analyse, il suppose de concilier des opinions publiques contradictoires entre les pays défaillants et ceux qui sont appelés à l'aide.

Les informations contenues dans ce document ne sauraient constituer un conseil en investissement, une proposition d'investissement ou une incitation quelconque à opérer sur les marchés financiers. Les appréciations formulées reflètent l'opinion de leur auteur à la date de publication et sont susceptibles d'évoluer ultérieurement. UFG-LFP ne saurait être tenu responsable, de quelque façon que ce soit, de tout dommage direct ou indirect résultant de l'usage de la présente publication ou des informations qu'elle contient. La présente publication ne peut être reproduite, totalement ou partiellement, diffusée ou distribuée à des tiers, sans l'autorisation écrite préalable de UFG-LFP.

XX01004 - Avril 2010