

Le lancinant problème de l'insolvabilité des États

Par **Norbert Gaillard**

Norbert Gaillard, diplômé de Sciences Po Paris et de l'université de Princeton, est économiste et consultant indépendant. Il a publié *A Century of Sovereign Ratings* (New York, Springer, 2011).

Historiquement, les États se sont endettés pour financer des campagnes militaires. Ils le font désormais pour d'autres motifs, comme le financement d'investissements productifs. L'État n'est pas un débiteur comme les autres : en cas de défaut de paiement, ses créanciers peuvent avoir le plus grand mal à récupérer leurs fonds. La mesure du risque souverain est donc un enjeu crucial qui requiert une expertise à la fois politique, économique et financière.

politique étrangère

Le risque souverain – c'est-à-dire le risque qu'un État cesse de respecter ses engagements financiers – est devenu une préoccupation majeure dans les milieux politiques et d'affaires à l'occasion de la crise de la dette grecque du printemps 2010. En dépit de plusieurs plans de soutien, la Grèce a été contrainte de restructurer sa dette en février 2012, ce qui s'est traduit par des pertes de plus de 200 milliards de dollars pour les investisseurs.

Le risque d'insolvabilité des États est pourtant très ancien. Au IV^e siècle avant Jésus-Christ, plusieurs cités grecques ne remboursent pas les prêts que Délos leur a octroyés¹. Pendant le Siècle d'or, l'Espagne, alors première puissance mondiale, viole régulièrement ses engagements financiers. Au cours du XX^e siècle, pas moins de 94 États se sont retrouvés en défaut de paiement². Depuis le début de la crise financière de 2007, sous le double effet du tassement ou de la baisse des recettes et de la hausse des dépenses budgétaires liées aux plans de renflouement de certains établissements de crédit et au maintien de divers programmes sociaux, les besoins de financement des États ont considérablement augmenté ; ils devraient dépasser

1. M. Winkler, *Foreign Bonds, An Autopsy*, Philadelphie, PA, Roland Swain Company, 1933, p. 22.

2. Calculs de l'auteur d'après Standard & Poor's, « Sovereign Defaults At 26-Year Low, to Show Little Change in 2007 », 18 septembre 2006.

les 5 200 milliards de dollars en 2014 pour les seuls pays du G7³. Ces montants faramineux font de plus en plus craindre qu'un nombre croissant d'États, émergents mais aussi industrialisés, s'avèrent incapables d'honorer leurs dettes à moyen terme.

On souhaite ici approfondir le concept de risque souverain et montrer les différentes formes qu'il est susceptible de prendre, avant d'analyser les indicateurs économiques, financiers et politiques permettant d'anticiper les crises de dette publique.

Pourquoi l'État n'est pas un débiteur comme les autres

Jusqu'au XIX^e siècle, les gouvernements empruntaient le plus souvent pour financer des expéditions militaires et non pour investir en vue de développer une activité, comme cela pouvait être le cas des emprunteurs privés (tels les commerçants et les armateurs). L'endettement public a donc été pendant longtemps un facteur défavorable à la prospérité et au commerce, puisqu'il a alimenté les guerres, absorbé des ressources financières qui auraient pu bénéficier au secteur privé (effet d'éviction) et fragilisé les grands banquiers⁴. C'est seulement avec l'instauration de la *Pax Britannica* à partir de 1815 que les États accroissent leurs investissements productifs (transports, infrastructures) : la dette publique est désormais susceptible d'entretenir la croissance économique, à condition de rester soutenable. Depuis 100 ans, l'endettement public des États industrialisés s'est globalement maintenu à un niveau élevé, sous le triple effet des deux guerres mondiales, de l'augmentation des dépenses sociales et enfin des plans de soutien à certaines banques et entreprises lors de la « Grande Récession » de 2007-2009.

Cependant, la singularité de la dette souveraine tient avant tout au pouvoir et au statut juridique de son émetteur, l'État. Lorsqu'un banquier ou un investisseur veut déterminer le risque de crédit d'un emprunteur privé, il mesure sa capacité à rembourser sa dette. Dans le cas où un État emprunte, il convient de s'interroger également sur sa volonté de respecter ses engagements financiers. Les exemples d'États ayant refusé de rembourser leur dette alors qu'ils en avaient la capacité sont en effet nombreux, de l'Espagne de Philippe II à l'Équateur de Rafael Correa. En pratique, toutefois, il n'est pas toujours aisé de distinguer les défauts de paiement dus à une réelle incapacité à payer de ceux liés à un refus de payer. Ainsi, durant

3. Calculs de l'auteur d'après Standard & Poor's, « Global Sovereign Debt Report 2014: Borrowing to Increase by 2.7% to \$7.1 Trillion », 27 février 2014.

4. Le déclin de la maison Fugger est indissociable de celui de l'Espagne à partir de la fin du XVI^e siècle.

les années 1930 et 1940, le Chili, la Colombie et le Pérou n'ont pas hésité à racheter à très bas prix une partie de leur dette obligataire en défaut au lieu de reprendre le paiement normal de leurs coupons⁵.

Quelle que soit l'origine véritable du défaut de paiement, le sort de l'État défaillant diffère radicalement de celui qui aurait attendu n'importe quel débiteur privé. D'une part, le caractère généralement inaliénable et imprescriptible de la plupart des biens de l'État empêche ou limite fortement toute saisie d'actifs par ses propres services administratifs ou judiciaires. D'autre part, l'État ne peut être mis en redressement ou en liquidation judiciaire. Ces caractéristiques expliquent pourquoi il est largement impropre de parler de « banqueroute » ou de « faillite » dans le cas d'un État.

Les créanciers ont donc été longtemps démunis face à des gouvernements mauvais payeurs et souvent belliqueux. Ce rapport de force évolue notablement à partir du XIX^e siècle. L'immunité des États demeure un obstacle majeur pour les investisseurs étrangers mais ceux-ci disposent de deux moyens opposés pour recouvrer leurs créances impayées : insérer des clauses d'arbitrage dans les contrats de dette souveraine afin de faciliter le processus de restructuration de la dette en cas d'interruption de paiement⁶ ou convaincre leur gouvernement de recourir à la force⁷. Bien que mise en œuvre à plusieurs reprises par les grandes puissances européennes entre 1880 et 1910, cette « diplomatie du canon » sera éphémère : en 1922 est créée la Cour permanente de Justice internationale (CPJI) dont le rôle consiste, entre autres, à régler les différends financiers impliquant des États débiteurs. Le triomphe du droit sur la force étant encore renforcé après la Seconde Guerre mondiale, la question centrale devient alors celle de l'immunité.

Des gouvernements mauvais payeurs et belliqueux

La loi américaine de 1976 sur l'immunité souveraine des États étrangers limite l'immunité des États à leurs activités revêtant un caractère public, excluant ainsi les activités commerciales. Le Royaume-Uni vote une loi similaire deux ans plus tard. En 1992, dans son arrêt *République d'Argentine contre Weltover*, la Cour suprême des États-Unis précise qu'elle considère l'émission de dette publique comme un acte commercial. Les

5. E. Jorgensen et J. Sachs, « Default and Renegotiation of Latin American Foreign Bonds in the Interwar Period », in B. Eichengreen et P. Lindert (dir.), *The International Debt Crisis in Historical Perspective*, Cambridge, MA, Londres, MIT Press, 1989, p. 66-68.

6. M. Waibel, *Sovereign Defaults before International Courts and Tribunals*, Cambridge, MA, Cambridge University Press, 2011.

7. K. Mitchener et M. Weidenmier, « Supersanctions and Sovereign Debt Repayment », *NBER Working Paper*, n° 11472, 2005.

contrats obligataires souverains étant le plus souvent régis par le droit américain ou britannique⁸, il ressort clairement de ces évolutions législatives et jurisprudentielles que les États qui violent leurs engagements financiers ne sont plus invulnérables. Le bras de fer opposant actuellement l'Argentine au « fonds vautour⁹ » Elliott en atteste¹⁰. L'État reste malgré tout un débiteur aux pouvoirs exorbitants. En cas de défaut de paiement, il peut compliquer le processus de restructuration de sa dette en cherchant à diviser ses créanciers, en laissant traîner les négociations ou au contraire en imposant une restructuration forcée. Sur la période 1980-2007, les États les plus récalcitrants à rembourser leur dette ont été le Pérou, l'Argentine, le Nigeria, la Bolivie, la Jordanie et la Russie¹¹.

Le risque souverain est donc une notion complexe qui requiert de la part des investisseurs une expertise tant économique que politique. Il ne doit pas être confondu avec le risque pays qui constitue « l'ensemble des risques d'ordre institutionnel, politique, économique, financier, social et environnemental d'un pays susceptibles d'affecter la compétitivité, d'affaiblir les performances financières ou de nuire aux intérêts de l'entreprise qui y est implantée ou qui y investit¹² ». Le risque pays mesure en effet le climat des affaires sur un territoire donné et ne s'attache pas seulement au risque d'insolvabilité de l'État.

Comment se manifeste le risque souverain ?

Un État a plusieurs options pour échapper à ses obligations financières. Il peut tout d'abord refuser ou être incapable de rembourser une ou plusieurs échéances de dette. Ce type de défaut de paiement est fréquent dans les pays en développement qui disposent de recettes fiscales souvent fluctuantes et insuffisantes. Une deuxième option est le moratoire. Il s'agit de la suspension ou de la cessation partielle ou totale du paiement du principal ou des intérêts. De nombreux moratoires ont été décrétés à l'occasion de graves crises de dette publique, comme lors de la Grande Dépression des années 1930 et de la crise financière des années 1980. Une autre forme de défaut est la restructuration de dette. Pouvant être décidée unilatéralement ou bien faire l'objet d'une négociation avec les créanciers,

8. S. Choi, M. Gulati et E. Posner, « The Evolution of Contractual Terms in Sovereign Bonds », *Journal of Legal Analysis*, vol. 4, n° 1, 2012.

9. Les « fonds vautours » sont des fonds d'investissement spécialisés dans l'achat à bas prix de dettes d'entreprises ou d'États en difficulté (NDLR).

10. Le « fonds vautour » Elliott est un créancier de l'Argentine qui a refusé la restructuration de 2005 et entend récupérer 100 % de ce qui lui est dû.

11. H. Enderlein, C. Trebesch et L. von Daniels, « Sovereign Debt Disputes: A Database on Government Coerciveness during Debt Crises », *Journal of International Money and Finance*, vol. 31, n° 2, 2012.

12. N. Gaillard, *Les Agences de notation*, Paris, La Découverte, 2010, p. 44.

elle consiste à réduire le taux d'intérêt ou le montant dû, à étendre la maturité de la dette¹³ ou à modifier le contrat de dette initial dans un sens défavorable aux créanciers. Le type de défaut souverain qui a la dimension politique la plus marquée est la répudiation de dette. Traditionnellement définie comme le refus d'admettre le caractère obligatoire d'un engagement financier, jugé illégitime ou illégal¹⁴, la répudiation est souvent la conséquence d'un changement de régime ou d'une révolution. Les exemples les plus emblématiques sont les répudiations par Benito Juárez et le jeune régime bolchevique des dettes contractées respectivement par l'empereur Maximilien en 1864 et les tsars de Russie avant 1917.

Le risque souverain ne saurait toutefois se réduire au seul risque de défaut de paiement de l'État. Ce dernier dispose d'autres moyens pour soulager le fardeau de sa dette. Par une politique inflationniste, il a l'opportunité de réduire la valeur de sa dette en monnaie nationale. Toutefois, une telle stratégie a des limites : un gouvernement incapable de juguler la hausse des prix doit le plus souvent emprunter dans une grande devise internationale (dollar américain, euro, livre sterling, franc suisse ou yen) susceptible de s'apprécier face à sa monnaie nationale, ce qui renchérit mécaniquement sa dette¹⁵. L'État peut également instaurer un contrôle des changes, suspendre, voire interdire la convertibilité de la monnaie nationale, ou encore empêcher le rapatriement de certains actifs par les investisseurs étrangers¹⁶.

La mesure du risque souverain

Il existe de nombreux indicateurs permettant d'appréhender le risque souverain. Le plus ancien et le plus significatif est le taux d'intérêt sur les marchés financiers. Résultat de l'offre et de la demande de capital, il est la compensation exigée d'un emprunteur par un prêteur pour le transfert de fonds. Le taux d'intérêt est fonction non seulement du risque de crédit de l'emprunteur (l'État en l'occurrence) mais aussi de la disponibilité de la liquidité sur le marché et de la politique monétaire conduite par les grandes puissances économiques.

Le risque de crédit d'un État dépend de facteurs économiques, financiers, politiques et institutionnels. La liquidité disponible est d'autant

13. On parle alors plus spécifiquement de rééchelonnement de dette.

14. E. Borchard, *State Insolvency and Foreign Bondholders, Volume I: General Principles*, New Haven, CT, Yale University Press, 1951, p. 129.

15. L'incapacité de certains États à emprunter à l'étranger dans leur propre monnaie est communément appelée « péché originel » ; voir B. Eichengreen, R. Hausmann et U. Panizza, « The Pain of Original Sin », in B. Eichengreen et R. Hausmann (dir.), *Other People's Money. Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*, Chicago, IL, Chicago University Press, 2005. p. 13-14.

16. On est ici aux confins du risque souverain et du risque pays.

plus forte que les investisseurs internationaux ont une faible aversion au risque et disposent de capitaux importants à placer. La forte croissance des réserves de change dans les grands pays émergents au cours des années 2000 a comprimé les taux d'intérêt et facilité le financement de la majeure partie des États du monde. Les choix de politique monétaire effectués par les grandes banques centrales sont cruciaux car ils signalent aux acteurs de marché le niveau de taux d'intérêt « sans risque ». En laissant entendre, en mai 2013, qu'elle s'apprêtait à ralentir son programme de rachat d'actifs – prélude à une remontée de ses taux directeurs –, la Federal Reserve (Fed) américaine a provoqué, dans plusieurs économies émergentes (le Brésil, l'Inde, l'Afrique du Sud et la Turquie), une hausse brutale des taux d'intérêt déconnectée du risque de crédit *stricto sensu*¹⁷.

Les taux d'intérêt et les écarts de taux (*spreads*) entre emprunteurs souverains sont des indicateurs indispensables : ils reflètent la perception du risque des investisseurs et mesurent quotidiennement les conditions de financement d'un État. Ils sont néanmoins volatils et d'autres mesures du risque souverain méritent donc d'être étudiées.

À cet égard, le suivi des notes souveraines est incontournable. Attribuées par des entreprises privées dont les trois principales (Standard & Poor's, Moody's et Fitch) détiennent près de 95 % du marché mondial, ces notes (ou *ratings*) ont acquis une influence croissante sur les marchés financiers.

Trois agences de notation détiennent 95 % du marché

Elles sont très utilisées par les investisseurs, les banquiers et les régulateurs qui les ont intégrées dans de nombreuses réglementations financières¹⁸. Les échelles de notation comprennent une vingtaine de catégories, qui vont de AAA pour les émetteurs de dette dont le risque d'insolvabilité est quasi nul à C ou D pour ceux qui sont en défaut de paiement. À la différence des taux de marché, les *ratings* souverains mesurent exclusivement le risque de crédit des États, ce qui explique en partie leur plus grande stabilité. Les notations indiquent le risque de crédit à un horizon de court-moyen terme mais elles sont révisées au moins une fois par an.

Les analystes des agences de notation examinent de nombreux ratios et indicateurs avant d'attribuer un *rating* à un État. Cependant, seul un

17. B. Eichengreen et P. Gupta, « Tapering Talk: The Impact of Expectations of Reduced Federal Reserve Security Purchases on Emerging Markets », *World Bank Working Paper Manuscript*, 12 décembre 2013.

18. La loi Dodd-Frank de juillet 2010 et le règlement (UE) n° 462/2013 du Parlement européen et du Conseil du 21 mai 2013 sur les agences de notation de crédit ont fait retirer les références aux notations respectivement dans les réglementations financières américaines et européennes. Les *ratings* continuent pourtant d'être très utilisés par les investisseurs.

petit nombre de variables expliquent concrètement les notations souveraines. Il s'agit du produit intérieur brut (PIB) par habitant, du ratio de dette publique sur recettes budgétaires (et dans une moindre mesure du ratio de dette publique sur PIB), du taux d'inflation, du respect par l'État de ses obligations financières au cours des années passées et de la stabilité politique et institutionnelle¹⁹. Ce dernier critère repose essentiellement sur les indicateurs de gouvernance de la Banque mondiale, tels que la qualité des institutions publiques, la préservation de l'état de droit, la stabilité politique et la faiblesse de la corruption²⁰.

Fitch, Moody's et Standard & Poor's ont été récemment critiquées pour avoir été incapables d'anticiper la crise de la dette en zone euro puis pour l'avoir aggravée. Elles ont effectivement maintenu à des niveaux élevés les notes de pays, comme la Grèce et Chypre, qui allaient ultérieurement tomber en défaut de paiement, avant de se décider à les dégrader à plusieurs reprises en l'espace de quelques mois, amplifiant la méfiance des investisseurs face au risque. Mais, paradoxalement, l'optimisme des agences de notation jusqu'en 2009 puis leur défiance vis-à-vis de la zone euro ont été bien plus mesurés que ceux des investisseurs eux-mêmes, comme l'attestent les fortes variations des taux d'intérêt et autres indicateurs de marché entre 2007 et 2013²¹.

À l'instar des notations souveraines, nées au moment où les grandes puissances européennes empruntaient massivement pour couvrir les dépenses de la Première Guerre mondiale, plusieurs classements consacrés à la solidité financière des États sont apparus en pleine explosion de la dette publique des pays en développement au tournant des années 1980. Les études en question, publiées par Institutional Investor, International Country Risk Guide (ICRG) et Euromoney Country Risk (ECR), ont en commun d'être fondées sur des méthodologies d'évaluation du risque souverain relativement simples et transparentes qui identifient trois grandes menaces, d'ordre politique, économique et financier²². Pour chacune d'elles est listée une série de variables ayant une pondération spécifique. La note finale obtenue par un État permet de le classer. ICRG dispose de ses propres experts, Institutional Investor fait appel à une centaine de banquiers internationaux pour établir ses notations tandis que ECR s'appuie

19. N. Gaillard, *A Century of Sovereign Ratings*, New York, NY, Springer, 2011.

20. Indicateurs disponibles sur : info.worldbank.org/governance/wgi/index.aspx#home.

21. N. Gaillard, « What Is the Value of Sovereign Ratings? », *German Economic Review*, vol. 15, n° 1, 2014 et N. Gaillard, « How and Why Credit Rating Agencies Missed the Eurozone Debt Crisis », *Capital Markets Law Journal*, vol. 9, n° 2, 2014.

22. Contrairement à ce que leur intitulé sous-entend, ces indicateurs sont bien plus des analyses du risque souverain que du risque pays.

sur les opinions de près de 400 économistes, analystes financiers et banquiers. Ces indicateurs constituent des alternatives crédibles aux notations souveraines pour de plus en plus d'investisseurs. La banque américaine Citi vient ainsi d'intégrer les scores d'Euromoney dans ses calculs de probabilité de défaut souverain²³.

Les principaux obstacles à la solvabilité d'un État

Six types de risque sont susceptibles de mettre en péril la solvabilité d'un État à moyen ou même à court terme : la catastrophe naturelle, la menace géopolitique, l'instabilité politique ou institutionnelle, la fragilité du système économique, le caractère insoutenable du régime de change et le poids excessif des dettes publique et privée.

Au cours des deux derniers siècles, les grandes catastrophes naturelles ont rarement provoqué des défauts de paiement des États. Les pays à revenu haut et intermédiaire ont les moyens financiers de surmonter de telles tragédies, comme l'ont démontré le Japon après les séismes de Kanto en 1923 et de Kobe en 1995 et la Thaïlande à la suite des inondations de 2011. Pour les pays les plus pauvres en revanche, c'est souvent la solvabilité de l'État lui-même qui est ébranlée. Le dernier exemple en date est celui d'Haïti qui a vu une partie de sa dette annulée par le Fonds monétaire international (FMI) quelques mois après le tremblement de terre de janvier 2010²⁴.

Le risque géopolitique est pluriel. Dans sa forme la plus extrême – la guerre –, il a parfois conduit des États belligérants à suspendre le remboursement de leur dette, en particulier lorsque les créanciers étaient des ressortissants d'un pays ennemi. Telle fut la stratégie de l'Italie et du Japon au début de la Seconde Guerre mondiale pour alléger le fardeau de leurs dettes contractées à Londres et à New York. Les annexions ou invasions ont également déclenché des défauts de paiement des gouvernements agressés (on peut citer les cas de la Tchécoslovaquie en 1938 et du Koweït en 1990). Même s'il ne se concrétise pas par des actes hostiles, le risque géopolitique pèse sur la solvabilité d'un État. La vulnérabilité actuelle du Liban explique le niveau élevé de ses taux d'intérêt et la faiblesse de sa note souveraine.

L'instabilité politique ou institutionnelle peut également, à elle seule, saper la qualité de crédit d'un État. La pire crainte de tout investisseur est sans nul doute le changement brutal de régime qui aboutirait à une remise en cause des engagements financiers passés (comme le montrent

23. Citi, « Sovereign Default Risk and Relative Value », *Citi Research, Multi-Asset*, 24 décembre 2013.

24. FMI, « IMF Executive Board Cancels Haiti's Debt and Approves New Three-Year Program to Support Reconstruction and Economic Growth », *Press Release*, n° 10/299, 21 juillet 2010.

les exemples de la Russie en 1918 et de l'Iran en 1979). Toutefois, le risque politique et institutionnel prend souvent des formes plus diffuses que la Banque mondiale a répertoriées en développant six indicateurs de gouvernance : ils mesurent la liberté d'expression et d'association ; la stabilité politique ; la crédibilité et l'indépendance de l'administration ; la qualité des réglementations ; la solidité de l'état de droit et le contrôle de la corruption²⁵. Des neuf États notés par l'agence Moody's et tombés en défaut de paiement sur leur dette obligataire entre 2000 et 2010, deux seulement (l'Argentine et l'Uruguay) étaient dans la première moitié du classement mondial de la gouvernance au moment de leur « banqueroute »²⁶.

Les récentes crises de dette traversées par la Grèce et Chypre démontrent toutefois que le risque souverain est conditionné par la performance économique d'un pays. Celle-ci est fonction de la capacité du gouvernement à attirer les capitaux étrangers et à aider ses entreprises à innover, à se spécialiser dans des segments de marché rémunérateurs, à exporter efficacement et à maîtriser son coût du travail. Elle est traditionnellement mesurée par la compétitivité du pays. Le World Economic Forum publie tous les ans son classement de la compétitivité des États. Il repose sur 12 facteurs : la solidité des institutions ; la qualité des infrastructures ; la stabilité macroéconomique ; le niveau d'éducation primaire et du système de santé ; la qualité de l'enseignement supérieur ; le respect des règles de libre concurrence ; l'efficacité du marché du travail ; le développement des marchés financiers ; la puissance technologique ; la taille de l'économie ; le degré de sophistication du monde de l'entreprise et la capacité à innover. Une chute significative et durable dans ce classement révèle une perte de compétitivité, qui se traduit souvent par un accroissement du risque souverain dont les investisseurs et les dirigeants du pays eux-mêmes ne sont pas forcément conscients. Le cas de la Grèce est à cet égard très instructif : avant que l'on ne découvre, en novembre 2009, que ses comptes publics étaient truqués – événement déclencheur de la crise des dettes souveraines en zone euro –, le pays avait glissé de la 37^e à la 71^e place du classement du World Economic Forum en l'espace de cinq ans²⁷.

La pire crainte des investisseurs : un changement brutal de régime

Les leçons à tirer de l'effondrement de l'économie grecque sont multiples. Tout d'abord, la politique fiscale doit encourager l'entrepreneuriat et la création de richesses au détriment des rentes. Ensuite, la politique

25. D. Kaufmann, A. Kraay et M. Mastruzzi, « The Worldwide Governance Indicators: A Summary of Methodology, Data and Analytical Issues », *World Bank Policy Research Working Paper*, n° 5430, 2010.

26. Calculs de l'auteur d'après la base de données de Kaufmann, Kraay et Mastruzzi, *op. cit.*

27. World Economic Forum, *The Global Competitiveness Report 2004-2005*, 2004 et World Economic Forum, *The Global Competitiveness Report 2009-2010*, 2009.

budgétaire doit être soutenable dans le temps. Des États incapables d'atteindre l'équilibre budgétaire en période de croissance économique, comme l'Argentine entre 1996 et 1998 et la Grèce au cours de la période 2003-2007, deviendront très vulnérables dès que l'activité ralentira. Enfin, les pays bénéficiant d'un système d'État-providence coûteux doivent le réformer pour tenir compte de l'évolution démographique et des nouvelles contraintes liées à la concurrence internationale²⁸.

Les défauts de paiement argentin et grec de 2001 et 2012 trouvent également leurs racines dans le régime de taux de change en vigueur durant la décennie qui a précédé. Le peso argentin, ancré au dollar, et l'euro se sont sensiblement appréciés face aux monnaies des pays voisins et concurrents – comme, respectivement, le Brésil et la Turquie –, ce qui a miné la compétitivité-prix de l'Argentine et de la Grèce, affaibli leur capacité exportatrice, comprimé leurs recettes budgétaires et accentué les déséquilibres de leurs finances publiques au point de les rendre insolubles.

Le dernier facteur clé du risque souverain réside dans la nécessaire maîtrise de l'endettement public et privé. La soutenabilité de la dette publique a trois composantes. La diversification des sources de financement afin d'écartier tout risque de liquidité à court terme est primordiale ; il est aussi utile d'accumuler des réserves de change. L'État doit en outre veiller à ce que la dette contractée serve à financer des investissements productifs et à ce que son rythme de croissance n'excède pas durablement celui du PIB. Mais la crise bancaire de 2008 a démontré que tout gouvernement devait également surveiller l'activité de ses établissements de crédit. Il s'agit en fait d'empêcher la constitution de bulles spéculatives qui, lorsqu'elles éclatent, sont susceptibles de plonger l'économie dans la récession et d'obliger le gouvernement à renflouer massivement les banques à l'origine de l'excès de crédit²⁹. Plusieurs indicateurs s'avèrent utiles pour anticiper le surendettement des agents privés, tels que le gonflement de la masse monétaire et le ratio du crédit accordé au secteur privé rapporté au PIB. De même, une croissance de la valeur des patrimoines structurellement supérieure à celle des revenus est le symptôme d'une société qui décourage l'activité économique tout en creusant les inégalités³⁰.

28. De ce point de vue, les pays scandinaves ont montré la voie en réformant leur modèle social dès les années 1990 (voir A. Hemerijck, *Changing Welfare States*, Oxford, Oxford University Press, 2013. p. 152-220).

29. La lutte contre l'aléa moral passe par diverses mesures de supervision bancaire ; voir J. Barth, G. Caprio Jr et R. Levine, « Bank Regulation and Supervision in 180 Countries from 1999 to 2011 », *Journal of Financial Economic Policy*, vol. 5, n° 2, 2013.

30. T. Piketty et G. Zucman, « Capital Is Back: Wealth-Income Ratios in Rich Countries 1700-2010 », document de travail, École d'économie de Paris, juillet 2013.

Avec la « reglobalisation financière » des années 1990, le risque souverain est devenu de plus en plus difficile à appréhender. Un État politiquement stable aux fondamentaux macroéconomiques relativement sains peut être confronté à une grave crise de dette si l'un de ses partenaires économiques et commerciaux tombe en défaut de paiement, si l'un de ses principaux établissements de crédit se retrouve au bord de la banqueroute ou si sa monnaie s'apprécie trop fortement. L'interdépendance des économies et l'influence de certaines banques (dites systémiques) et firmes multinationales doivent convaincre les États que la préservation de leur solvabilité exige des réformes structurelles favorisant la compétitivité, l'activité économique, la libre entreprise, l'enseignement et la recherche.

À plus long terme, de telles réformes garantissent la prospérité et l'indépendance nationale. Les États qui cherchent à s'en exonérer sont condamnés au déclin. Soit, comme en Europe du Sud, ils « restent dans la mondialisation » mais doivent s'engager dans des politiques déflationnistes qui paupérisent la société et poussent la jeunesse à émigrer. Soit, pis encore, comme dans certains pays latino-américains, ils accentuent leur interventionnisme économique mais glissent dans un sous-développement et un populisme que Benjamin Constant décrivait ainsi il y a deux siècles : « Il est à craindre [...] que l'autorité, lorsqu'elle s'est une fois arrogé le droit d'intervenir dans ce qui concerne l'industrie, ne fût-ce que par des encouragements, ne soit poussée bientôt, si ces encouragements ne suffisent pas, à recourir à des mesures de contrainte et de rigueur. L'autorité se résigne rarement à ne pas se venger du peu de succès de ses tentatives ; elle court après son argent comme les joueurs. Mais au lieu que ceux-ci en appellent au hasard, l'autorité souvent en appelle à la force³¹. »



Mots clés

Risque souverain
Risque pays
Dette souveraine
Agences de notation

31. Analyse sur la liberté d'industrie présentée dans la réédition des *Réflexions sur les constitutions* de 1818 ; voir B. Constant, *Écrits politiques*, Paris, Gallimard, 1997, p. 552.

