

Restructurer la dette, l'arme fatale des Etats

LE MONDE 28.06 .10

Antoine Reverchon et Anne Rodier

Victime de ses divergences internes, le G20, réuni à Toronto du 25 au 27 juin, semble avoir perdu le crédit de l'opinion quant à sa capacité à gérer la crise. En revanche, les inquiétudes des marchés et des gouvernements quant à la capacité des Etats de la périphérie de la zone euro – Grèce et Espagne en premier lieu – à honorer leurs dettes à terme échu, et surtout l'exposition du système financier au risque de défaut souverain de ces Etats, ont mobilisé l'attention.

"Nombre d'investisseurs cherchent à se débarrasser au plus vite des titres qu'ils détiennent sur les Etats fragiles, mais aussi sur l'ensemble de l'eurozone";

observe un économiste de banque sous couvert d'anonymat. Paradoxalement, le mécanisme de stabilisation européen doté de 500 milliards d'euros et annoncé le 9 mai, censé ramener la confiance dans la valeur des titres d'Etat, a plutôt incité à s'en débarrasser.

Aussi, certains investisseurs, sceptiques sur la capacité des Etats fragiles à retrouver la confiance des marchés, mais aussi des économistes qui doutent que leurs croissance et leurs populations puissent supporter une austérité prolongée, jugent inévitable, voire souhaitable, une restructuration de la dette, c'est-à-dire la négociation de nouvelles conditions de remboursement (délais, intérêts, montant) au détriment des créanciers.

Mais cette solution est aujourd'hui jugée impensable par les gouvernements, qui craignent ses effets sur l'état déjà déplorable des banques créancières, et une contagion de la défiance des marchés envers la zone euro tout entière.

Le hasard du calendrier veut que l'Argentine – responsable du plus grand défaut souverain de l'histoire, en 2001 – ait conclu le 22 juin avec ses derniers créanciers (à quelques-uns près) une telle négociation, ouverte en 2005.

Au final, les créanciers auront perdu en moyenne 50 % de la valeur faciale de leurs engagements. Mais cela n'a pas empêché l'Argentine de retrouver les crédits

nécessaires sur les marchés internationaux grâce au retour de la croissance à partir de 2003. *"Ce n'est donc pas la fin du monde, observe Nicolas Véron, de l'Institut Bruegel, un think tank bruxellois. Rétrospectivement, on peut s'apercevoir que c'était la bonne décision."*

Une décision d'ailleurs prise maintes fois par le passé, suivant des modalités variées. *"Le défaut russe a marqué un tournant dans le règlement des crises financières internationales, concernant le partage du coût des créances entre créanciers publics et privés"*, analyse Nicolas Meunier, économiste et spécialiste en risque-pays. Lors du défaut russe de 1998, l'encours de la dette était constitué d'une part de la dette obligataire externe, héritée de l'Union soviétique, dissoute fin 1991, d'autre part de l'endettement cumulé en capitaux étrangers. Certains emprunts étaient libellés en roubles, d'autres en devises.

Créées en 1993, les GKO (obligations d'Etat à court terme) avaient connu un franc succès. Leurs taux s'étaient envolés à près de 200 % en termes réels en 1996 et avaient attiré d'importants capitaux étrangers. A partir de fin 1996, le gouvernement russe avait commencé à recourir à des émissions en devises internationales et autorisé les banques étrangères à détenir des titres en roubles. Cette course effrénée a mené au krach.

Si les titres de la dette interne libellés en roubles relevaient de la juridiction russe, la dette extérieure, en partie émise en euro-obligations, était soumise à la surveillance des autorités financières internationales. *"Le gouvernement Eltsine a donc décidé de ne pas rembourser les créanciers de titres émis en roubles, une partie de la dette soviétique a été annulée, et la dette contractée auprès du Club de Paris a été remboursée par anticipation"*, indique John Chambers, président des comités de notation des Etats chez Standard & Poor's. Le traitement de la dette a donc été défavorable aux créanciers privés : les détenteurs d'obligations d'Etat à court terme - réglementés par les lois locales - ont subi jusqu'à 90 % de décote.

INTÉRÊTS DIVERGENTS

Face à une telle restructuration, les intérêts des acteurs sont bien sûr divergents.

Les investisseurs institutionnels peuvent préférer la certitude d'un remboursement, même échelonné et moins bien rémunéré, à une succession de crises ; certains fonds spéculatifs pourront exiger leur dû en justice, tandis que

d'autres préféreront racheter de la dette titrisée à bas prix dans l'espoir qu'un retour de l'Etat débiteur à meilleure fortune leur permette de la revendre plus tard à bon prix.

La population peut se diviser entre épargnants, victimes immédiates de la restructuration, et salariés, soulagés de l'abandon de l'austérité. Les entreprises se partagent entre celles qui peineront à se financer sur les marchés, et celles qui, parce qu'elles exportent, bénéficieront de la dévaluation qui accompagne un défaut souverain. Le choix de la restructuration est généralement la résultante de ces intérêts divergents. *"C'est avant tout un choix politique, estime Nicolas Meunier. C'est au gouvernement de décider, soit de continuer à ponctionner l'économie pour pouvoir rembourser, soit de changer le cadre de ce remboursement en ouvrant une négociation avec ses créanciers."*

Dans le cas des Etats de la zone euro, l'équation est encore plus compliquée. Les conséquences d'un tel acte sur les autres pays de la zone les contraignent à trouver un accord politique au niveau de l'Union. Ce qui peut être passablement difficile, gagnants et perdants de l'opération n'ayant pas forcément le même poids d'un pays à l'autre.

C'est pourquoi certains économistes, comme le Centre for [Economic Policy Research](#), à Londres, ou encore le gouvernement,

allemand, préconisent la mise en place d'un mécanisme européen de défaut de l'un des Etats membres. La transparence et la détermination des créances prioritaires et des règles de remboursement permettraient des arbitrages politiques clairs.

Certes, *"la dette obligataire ne cesse de changer de mains sur le marché, y compris pendant un processus de défaut lui-même"*, observe [Romain Rancière](#), professeur associé à l'Ecole d'économie de Paris. *"En cas de titrisation, les porteurs eux-mêmes peuvent ignorer qu'ils détiennent de la dette souveraine"*, ajoute [Nicolas Meunier](#).

[Mais Nicolas Véron](#) espère que les tests de résistance des banques ("stress tests"), qui devraient être publiés en juillet, donneront une idée du niveau d'exposition des banques aux risques souverains – ce qui permettrait, selon lui, d'envisager plus sereinement des restructurations de dette.

Une hypothèse que rejette [Patrick Artus](#), économiste chez Natixis, pour qui l'éventualité d'un défaut provoquerait une crise comparable à celle des subprimes. *"L'argument selon lequel les banques devraient payer, plutôt que les populations, les conséquences de l'endettement hasardeux des Etats ne tient pas. C'est à la demande des Etats et de la BCE [Banque centrale européenne] que les banques ont acheté massivement des bons du Trésor, considérés alors comme "sûrs" à l'inverse des subprimes."*

Natixis estime l'encours des dettes publiques grecques et espagnoles à 36,6 milliards d'euros dans les comptes des banques françaises, et à 62,2 milliards dans ceux des assureurs et fonds français (63,5 et 25,7 milliards pour les institutions allemandes). *"Un défaut, même partiel, contraindrait Paris et Berlin à renflouer les banques. Ce qui reviendrait à transférer la dette publique d'un Etat à un autre."* *"La volonté actuelle est d'éviter un rééchelonnement de la dette pour ne pas envoyer un signe négatif de la zone euro au reste du monde"*, note [Etienne Pourny](#), président de [Stelphia Asset Management](#).

Certes, mais ces déficits publics qui affolent tant les marchés sont en grande partie dus à la transformation en dette publique d'une dette privée devenue insupportable aux établissements financiers. Est-il si absurde de leur demander de participer à la résorption des déficits, quitte à abandonner une partie de leurs créances ?

[Antoine Reverchon](#) et [Anne Rodier](#)