



LA DETTE DES ÉTATS – AVIS DE TURBULENCE

Guide de navigation
Septembre 2020

Abstract

Avec la pandémie de COVID-19, les dettes publiques vont atteindre des niveaux sans précédent dans le monde, et de nombreux pays éprouvent des difficultés à payer leurs échéances. La manière dont les gouvernements apprendront à vivre avec de tels niveaux de dette, ou trouveront les moyens – dans l'ordre ou le chaos – de les réduire, aura une incidence importante sur l'avenir de nos sociétés.

La pandémie de COVID-19 a déclenché une crise de la dette souveraine à l'échelle mondiale. Le montant de la dette publique était déjà élevé dans de nombreux pays avant que la crise n'éclate, mais la pandémie a provoqué une poussée d'endettement supplémentaire réellement sans précédent, même en période de guerre. La manière dont les gouvernements apprendront à vivre avec de tels niveaux d'endettement ou bien trouveront des moyens, dans l'ordre ou le chaos, de les réduire, aura une incidence majeure sur l'avenir de nos sociétés.

L'équipe de conseil souverain au sein de l'activité de conseil financier de Lazard accompagne les gouvernements depuis un demi-siècle. La présente note dresse plusieurs constatations majeures, et les accompagne de recommandations spécifiques :

- *La grande disparité des niveaux de la dette publique selon les pays et l'inégalité de ces pays face à la dette*
- *Les arbitrages politiques complexes qu'affrontent les gouvernements aux prises avec des difficultés financières*
- *L'évolution déterminante de la base des créanciers, qui modifie la dynamique de restructuration de la dette*
- *Enfin, les moyens de faciliter le processus de restructuration de la dette.*

Un territoire inexploré

La dette publique a atteint des niveaux sans précédent et la tendance est à la hausse.

La Grande crise financière avait conduit de nombreux gouvernements des économies avancées (EA) à éviter l'effondrement économique en augmentant la dette publique pour compenser la contraction des bilans du secteur privé. L'aide au secteur financier n'avait fait qu'alourdir la facture.

En conséquence, la dette publique a augmenté considérablement après 2008 et mis à l'épreuve les fourchettes historiques de plusieurs siècles. Le ratio moyen de la dette brute au PIB dans les économies avancées, avait atteint un sommet en 2012, passant à 107% selon les données du FMI, contre 72% en 2007¹. Même une fois le pire de la Grande crise financière passé, les gouvernements ont tardé à réduire les dettes publiques, probablement lassés par les ajustements budgétaires, et certainement à cause de l'effet anesthésiant des politiques de taux d'intérêt proches de zéro². Seule une poignée de gouvernements, comme celui de l'Allemagne, ont su réduire la dette de manière conséquente, mais le niveau moyen de l'endettement des pays avancés atteignait encore 105% du PIB, fin 2019.

La dette publique a atteint des niveaux sans précédent et la tendance est à la hausse.

En somme, la crise de COVID-19 a frappé les finances publiques dans les économies avancées alors que le processus de guérison de la crise précédente était loin d'être achevé – lorsqu'il avait même débuté. Selon les prévisions du FMI, la dette publique totale de ces pays avancés, atteindra 131% du PIB à la fin de 2020 et dépassera 60 000 milliards de dollars.

¹ FMI Fiscal Monitor, avril 2020.

² Cet effet anesthésiant a été conceptualisé par O. Blanchard dans 'Public debt and low interest rates' (American Economic Review, 2019) : 'Si le taux d'intérêt payé par le gouvernement est inférieur au taux de croissance, alors la contrainte budgétaire intertemporelle à laquelle est confronté le gouvernement ne tient plus'.

Dans le même temps, la dette des économies des marchés émergents (ME) , partie de plus bas, avait augmenté plus lentement; elle est passée de 38% à 53% du PIB, entre 2007 et 2019. Ces pays, soumis à des crises financières sporadiques, craignaient le surendettement, même s'ils avaient réussi à se libérer de l'obligation d'emprunter exclusivement en dollars (le « péché originel »³) et avaient pu ainsi contracter des dettes dans leurs propres devises auprès d'investisseurs internationaux. Il n'est pas certain que ce changement de devise ait réduit des effets possibles de contagion, – un problème d'endettement se propageant d'un pays à l'autre –, mais le risque de change est au moins désormais supporté par les investisseurs.

Dans *les économies en développement*⁴, la dette publique avait également augmenté (de 32% à 43% du PIB sur la période en moyenne), parfois en partant de très bas, en raison des initiatives d'annulation de la dette de la décennie précédente (PPTE). La faiblesse des taux d'intérêt mondiaux et l'émergence de la Chine comme superpuissance économique ont entraîné deux changements sur les 15 dernières années : le marché international des capitaux a commencé à s'ouvrir aux émetteurs dits « à la frontière » et aux économies notées B sur l'échelle des notations de crédit ; et les prêts bilatéraux de la Chine, sous différentes formes, sont devenus une source majeure de financement, parfois controversée comme en Afrique.

Inégaux devant la dette

Alors que le montant de la dette publique augmente sur l'ensemble des pays, la capacité à vivre avec le poids de la dette diffère considérablement.

Il est frappant de constater à quel point les pays et les gouvernements sont inégaux face à la dette. Certains, avec pourtant des niveaux élevés, n'en font pas cas et déploient plans de relance après plans de relance, accumulant déficits et dettes; d'autres souffrent d'une intolérance à l'égard de la dette et doivent se résoudre à faire appel à leurs créanciers pour obtenir des allègements alors même que les ratios d'endettement restent modérés.

Alors que le montant de la dette publique augmente sur l'ensemble des pays, la capacité à vivre avec le poids de la dette diffère considérablement.

L'une des raisons est que la mesure classique - le ratio dette/PIB - n'a qu'une valeur analytique limitée en soi. Certains pays éprouvent des difficultés avec une dette qui représente 40% de leur PIB, tandis que d'autres semblent peu affectés par un ratio de 216% (comme celui du Japon en 2019). En fait, les niveaux d'endettement par rapport au PIB ne sont pas corrélés au risque de défaut. Par exemple, de 1998 à 2020, les défauts souverains se sont produits avec un ratio dette/PIB atteignant 85,1% en moyenne sur l'année précédant le défaut, mais avec un écart-type de 42% (pour un minimum de 28,1% et un maximum de 178,4%). Depuis 2010, les défauts de paiement se sont produits en moyenne à des niveaux de dette par rapport au PIB plus élevés qu'auparavant (98,1% contre 71,4%), sans doute en raison de la baisse des taux d'intérêt qui rend la dette plus supportable. Mais l'écart-type sur cette période reste tout de même très élevé (44%).

³ L'expression 'péché originel', inventée par Barry Eichengreen, Ricardo Hausmann et Ugo Panizza, décrivait la difficulté (ou l'impossibilité) classique pour les économies non avancées d'emprunter dans leur propre devise, les exposant ainsi au risque de change.

⁴ Pour utiliser la terminologie du FMI, *World Economic Outlook*. Les économies en développement sont généralement moins intégrées dans le système financier mondial.

Les gouvernements peuvent se trouver confrontés à des problèmes de liquidité et/ou de solvabilité, deux concepts particulièrement difficiles à démêler. Quel est le point de basculement, soit le moment où la dette d'un gouvernement ne peut pas (ou peut-être, ne devrait pas) être remboursée conformément aux termes du contrat ? Il faut ici répondre à trois questions pratiques interdépendantes : la dette peut-elle être refinancée ? Est-elle « abordable » ? Est-elle soutenable ?

La dette, peut-elle être refinancée à un coût non prohibitif ?

La première question porte sur le risque de liquidité. Il est fonction du besoin du financement brut (du côté de l'offre) et de la profondeur de la base d'investisseurs et leur aversion au risque (du côté de la demande).

Les gouvernements des marchés émergents se financent principalement sur les marchés de capitaux, bien qu'ils ne bénéficient pas toujours d'une base d'investisseurs importante et solide, et dépendent encore du dollar directement ou indirectement. En conséquence, ils sont vulnérables au risque de liquidité, notamment dans un contexte de repli des marchés.

Le risque de liquidité est un concept instable, et il est clair que les pays y sont vulnérables à des degrés divers.

Le Trésor américain prévoit par exemple d'émettre près de 5 500 milliards de dollars de dette cette année, soit près de 25% du PIB américain, et il devrait lever cette dette à des taux d'intérêt extrêmement bas. Ceci n'a rien d'étonnant puisque les pays dont la banque centrale émet une monnaie de réserve internationale ont un avantage considérable : le risque de liquidité est très faible partout où une banque centrale (la Fed, la BCE, la Banque du Japon et la Banque d'Angleterre) peut déployer son bilan et acheter des titres d'État sans mettre en danger sa crédibilité.

Récemment, certaines banques centrales émergentes (comme celles d'Afrique du Sud, de Colombie et de Pologne) ont annoncé de modestes programmes d'achat de dette publique sans déclencher de crise monétaire. Voici une évolution indiscutable, bien qu'il soit trop tôt pour déclarer ces pays immunisés contre le risque de liquidité.

Une solution intermédiaire consiste pour un Etat à emprunter un peu de la crédibilité d'une banque centrale étrangère émettrice de réserves, ou du moins, d'une banque centrale disposant de réserves de change considérables (exemple de la Chine). Ainsi, la Réserve Fédérale américaine a accordé plusieurs lignes de *swap* de 60 milliards de dollars à quatre banques centrales de marchés émergents (Brésil, Mexique, Corée et Singapour) ; la BCE a mis en place des accords de liquidité, tels des lignes de *swap* pour neuf pays (dont la Croatie et la Bulgarie) et des lignes de pension de titres avec quatre autres pays (Roumanie, Hongrie, Albanie, Serbie) ; La Banque populaire de Chine a accordé des lignes de *swap* à l'Argentine et à l'Égypte.

Au total, sur l'échelle du risque de liquidité, les pays les moins vulnérables sont ceux dont la banque centrale émet une monnaie de réserve ; puis, ceux dont la banque centrale peut acheter sur le marché des quantités importantes de titres d'État sans perdre en crédibilité ;

Au total, sur l'échelle du risque de liquidité, les pays les moins vulnérables sont ceux dont la banque centrale émet une monnaie de réserve ; puis, ceux dont la banque centrale peut acheter sur le marché des quantités importantes de titres d'État sans perdre en crédibilité ; ensuite, ceux qui ont une ligne de swap avec la Réserve Fédérale américaine ; enfin, tous les autres.

ensuite, ceux qui ont une ligne de *swap* avec la Réserve Fédérale américaine ; enfin, tous les autres, dont beaucoup se sont tournés vers Lazard pour obtenir des conseils financiers.

La dette est-elle « abordable » ?

La question suivante est de savoir jusqu'à quel point un gouvernement peut vivre endetté. Il existe inéluctablement un point de divergence entre les intérêts des créanciers (surtout s'ils sont étrangers) et ceux de la population. Les créanciers veulent naturellement être remboursés, conformément au contrat. Le public, lui, veut que les retraites publiques soient honorées, les routes et les ponts sécurisés, les enfants éduqués et les soins de santé remboursés (surtout pendant la pandémie actuelle).

Il n'y a pas de théorie sur la part maximale des recettes publiques qui peut être prélevée pour s'acquitter des intérêts dûs aux créanciers, certains pays étant plus endurants que d'autres. Mais voici une règle empirique simple : lorsque le paiement des intérêts dépasse un cinquième environ des recettes budgétaires, la tension se fait sentir. Par exemple, à la fin de 2019, les paiements d'intérêts du Liban dépassaient les 50% des recettes publiques totales, chiffre extrêmement élevé, même s'il faut noter que la facture des intérêts était majoritairement répartie localement, la dette étant détenue principalement par des créanciers nationaux. Le Sri Lanka, le Nigéria et l'Égypte ont également des factures d'intérêts très élevées.

Certains pays qui empruntent en dollars, et dont les recettes publiques sont indexées sur les prix des matières premières, sont particulièrement exposés à de fortes variations de la charge de paiement des intérêts. Ils sont pénalisés des deux côtés, à la fois quand la dépréciation de la monnaie fait gonfler la facture d'intérêts, et quand dans le même temps, les recettes publiques chutent fortement (comme pour le Nigéria, l'Angola et la Zambie).

La dette est-elle soutenable ?

La dernière question porte sur la dynamique de la dette : est-elle sous contrôle ? Comme tous les étudiants en économie l'apprennent, celle-ci est fonction du taux d'intérêt, du taux de croissance et du solde budgétaire primaire (c'est-à-dire le solde budgétaire, hors paiements d'intérêts). Le cadre intellectuel qui sous-tend la restructuration réussie de la dette de l'Argentine en 2020 porte exactement sur cette question de soutenabilité et sur le problème de taux d'intérêt élevés dans un contexte de perspectives de croissance modérée.

Selon les chiffres du FMI, le ratio d'endettement moyen des pays émergents augmentera de plus de 14 points en seulement deux ans (2020-2021), et 8 pays atteindront des niveaux d'endettement supérieurs à 80%, seuil critique sur lequel se fonde le FMI pour évaluer la soutenabilité de la dette. Avec une croissance du PIB plus faible et des primes de risque plus élevées, il est nécessaire de générer des excédents primaires plus importants pour stabiliser

Il existe inéluctablement un point de divergence entre les intérêts des créanciers (surtout s'ils sont étrangers) et ceux de la population. Les créanciers veulent naturellement être remboursés, conformément au contrat. Le public, lui, veut que les retraites publiques soient honorées, les routes et les ponts sécurisés, les enfants éduqués et les soins de santé remboursés (surtout pendant la pandémie actuelle).

la dette, ce qui entre alors en conflit avec la réalité économique et sociale : il y a des limites à la réduction des dépenses ou à l'augmentation des recettes.

« Faire les choses bien, et dans l'ordre »

L'augmentation du fardeau de la dette oblige les gouvernements à faire des choix douloureux, d'autant plus que les situations de détresse financière tendent à se produire à des niveaux d'endettement plus élevés.

On compte généralement cinq façons de faire face à une dette publique importante: la résorber par la croissance; la rembourser par ajustement budgétaire ; la monétiser ; la contenir par la répression financière ; ou la restructurer.

Pour tout gouvernement, il n'y a guère de problème plus compliqué que de trouver la bonne réponse. L'avenir du pays est souvent en jeu. Selon l'expérience de Lazard, « faire les choses dans l'ordre » consiste à classer méthodiquement les différents choix stratégiques possibles et veiller à leur bonne exécution, une fois la décision prise.

L'augmentation du fardeau de la dette oblige les gouvernements à faire des choix douloureux, d'autant plus que les situations de détresse financière tendent à se produire à des niveaux d'endettement plus élevés.

Face à une situation de surendettement, un gouvernement doit trouver le bon équilibre entre un soulagement attendu à court terme – grâce à une forme ou une autre de restructuration – et l'éventuel préjudice à long terme dû à la hausse des coûts de financement futurs. Il faut en effet beaucoup plus de temps pour gravir l'échelle de notation de crédit que pour la « dégringoler ».

Des initiatives récentes en faveur des pays à faible revenu ont mis en lumière la complexité d'un tel arbitrage. Bon nombre des pays les plus pauvres (les pays éligibles aux financements de l'Agence Internationale pour le Développement) sont désireux d'obtenir un allègement de leur dette commerciale à court terme, en plus de ceux offerts par les créanciers bilatéraux dans le cadre de l'Initiative de Suspension du Service de la Dette du G20 (DSSI).

Mais ils savent aussi que le non-remboursement de la dette de marché entraînerait un défaut de paiement, des dégradations précipitées, une éventuelle crise du secteur bancaire et une longue période de coûts de financement élevés. Cela risque de ruiner une décennie, voire plus, de patients efforts pour attirer des investisseurs. Pour les pays africains en particulier, il s'agit d'un tournant décisif : ils font face au refinancement de la dette sous forme d'Euro-obligations accumulée au cours de leur premier cycle d'accès au marché, qui a débuté il y a dix ans. La défaillance éventuelle de nombreux émetteurs africains à rembourser les dettes du marché dans les délais impartis pourrait être perçue par les investisseurs comme le signe d'une forte intolérance de la région à la dette, et créer une forme de stigmatisation sur tout emprunteur du continent pendant de nombreuses années, au moment où les besoins en investissement sont pourtant considérables.

Le nouveau paysage de la négociation

Tandis que les montants de la dette ont augmenté, la typologie des créanciers s'est élargie, créant de nouveaux défis, parfois sans réponse évidente.

Pour chaque dollar de dette souveraine, il y a un dollar d'actif dans les livres d'un gestionnaire de fonds, d'une banque, d'une institution multilatérale, d'un autre gouvernement ou, de plus en plus, dans le bilan de la banque centrale.

Il est important de comprendre la dynamique de la négociation avec chacun de ces différents créanciers. Lazard, qui a l'expérience du terrain depuis longtemps, a observé des changements manifestes au cours de la dernière décennie.

Tandis que les montants de la dette ont augmenté, la typologie des créanciers s'est élargie, créant de nouveaux défis, parfois sans réponse évidente.

Institutions financières internationales : juges et parties ?

Les institutions financières internationales (telles que la Banque mondiale, le FMI et les banques régionales de développement) prêtent souvent en dernier ressort et bénéficient à ce titre d'un statut de créancier privilégié. La dette multilatérale, environ 400 milliards de dollars pour la Banque mondiale et 138 milliards de dollars pour le FMI, est donc « intouchable », même lorsque, comme en Argentine actuellement, une IFI (le FMI) est le principal créancier. Dans la pratique, les IFIs jouent leur rôle dans la résolution de crise de liquidité/solvabilité en décaissant de nouveaux financements à un coût généralement faible. Cela permet de refinancer les remboursements qui leur sont dûs.

Deux questions sont actuellement débattues. Premièrement, les IFIs sont évidemment réticentes à financer *de fait* le remboursement des dettes extérieures privées. Pourtant, subordonner leur intervention à un moratoire dans le remboursement de la dette au secteur privé serait voué à l'échec : dans la mesure où ce « standstill » déclencherait sans doute un défaut aux yeux des agences de notation, les IFIs ne pourraient plus jouer leur rôle « catalytique ». Deuxièmement, dans certains cas, le coût élevé des facilités du FMI, en particulier le mécanisme élargi de crédit, semble en contradiction avec sa position de créancier privilégié, ce qui crée des tensions avec les détenteurs d'obligations dans les situations de restructuration.

Créanciers bilatéraux : un front uni ?

Depuis plus de soixante ans, le Club de Paris, qui regroupe de grandes nations créancières, a élaboré en étroite coordination avec le FMI, un ensemble de règles visant à apporter des solutions coordonnées et adaptées aux besoins des nations surendettées. Le Club de Paris s'est révélé un forum efficace à pour mettre en œuvre des initiatives d'annulation de la dette en faveur des pays les plus pauvres (PPT) et faire face à des situations d'endettement complexes, même dans des cas comme celui de l'Irak (2004) à fort enjeu géopolitique.

Un constat clé peut être fait aujourd'hui : les prêteurs actuels du Club de Paris ne sont plus les principaux acteurs. Le créancier bilatéral principal des pays en développement et des pays émergents, la Chine, n'est pas membre à part entière du Club de Paris, pas plus que l'Inde. La dette bilatérale avec la Chine était estimée⁵ à près de 350 milliards de dollars en 2017,

⁵ 'China's overseas lending', document de travail par S. Horn, C. Reinhart et C. Trebesh, Kiel Institute, avril 2020.

contre 317 milliards pour le Club de Paris à la fin de 2019. Le dialogue entre les prêteurs bilatéraux s'est amélioré au fil des années, mais la bonne volonté des nouveaux prêteurs d'adhérer aux règles du club des « riches », conçues par d'autres, reste à tester chaque fois qu'un pays débiteur a besoin de l'aide du FMI et de ses grands créanciers émergents. Des signaux positifs sont apparus récemment sur ce front. Pour la première fois en 2019, la Chine a démontré sa capacité à se coordonner avec le FMI et d'autres prêteurs bilatéraux, dans le cadre d'un plan de renflouement dirigé par le FMI en faveur de la République du Congo. L'accord avec le Congo pourrait servir de modèle dans le cas de situations semblables actuelles, comme en Zambie, en Angola et au Sri Lanka.

Il est à noter que les prêts chinois à l'étranger ne prennent pas uniquement la forme de prêts bilatéraux. Les financements liés à des projets, déboursés par de grandes entreprises chinoises opérant à l'étranger, et garantis par des banques chinoises, représentent des montants conséquents dans certains pays, notamment en Afrique. Dans le cas du Congo, les autorités chinoises ont joué un rôle constructif en acceptant d'exclure ces prêts du traitement des dettes bilatérales, et d'appliquer les conditions convenues avec les créanciers commerciaux.

Prêts garantis ou prêts non garantis ?

Les prêts garantis des négociants en matières premières jouent aussi un rôle plus important, ce qui soulève de nouvelles questions en termes de comparabilité de traitement avec d'autres créanciers. Du fait de leur conception, les prêts garantis offrent de meilleures chances de remboursement. Il est alors plus difficile de convaincre ces créanciers de s'entendre sur une réduction significative de la dette ; d'autant que cela risque de mettre à mal leur modèle d'affaire, si parallèlement leur coût de financement augmente en conséquence.

Le Tchad a réussi en 2017 à obtenir un allègement de sa dette de la part d'un grand négociant en pétrole, dans le cadre d'un plan de renflouement mené par le FMI, mais cet accord n'exigeait pas de décote notionnelle de la dette. La situation est différente en République du Congo : des pourparlers sont toujours en cours pour trouver un arrangement compatible avec les engagements que le pays a pris avec le FMI en termes de traitement de la dette.

Dans un rapport récent, le FMI a exprimé ses inquiétudes quant à la part croissante des prêts garantis dans l'endettement public total ; et les créanciers privés plus traditionnels (par le biais de l'IIF) ont entamé des discussions avec les négociants en matières premières pour trouver les moyens de les convaincre de jouer un rôle plus constructif.

Système bancaire local et cercles vicieux.

Dans les années 80, la restructuration de la dette de l'Amérique latine mettait en scène de grandes banques américaines (Citicorp, Chase Manhattan, JP Morgan, Bank of America et Bankers Trust) et un gouvernement débiteur, le FMI tenant le rôle d'arbitre influent. Obtenir des concessions significatives avait été difficile dans la mesure où l'exposition des neuf plus grandes banques américaines à la dette souveraine d'Amérique latine représentait à l'époque (1982) 175% de leurs fonds propres. Finalement, il en était résulté une très nette amélioration du bilan du gouvernement, beaucoup moins endetté. Pour ce pays, le processus d'absorption des pertes au niveau des banques (étrangères) n'a pas eu d'incidence macroéconomique.

Ceci contraste largement avec les situations où les banques créancières sont des banques *locales*. Les titres d'État, à tort ou à raison, sont presque toujours considérés comme des actifs sans risque, sans exigence de fonds propres réglementaires. Par conséquent, – et ceci

est particulièrement vrai dans les pays où les banques ont fait des profits à grande échelle en collectant des dépôts bon marché pour acquérir des titres d'État bien rémunérés, pondérés à risque zéro –, la restructuration de la dette est un véritable casse-tête.

La dette détenue par le système bancaire local, en devises locales ou étrangères, est plus difficile à restructurer, à moins qu'on ne trouve un moyen simple de faire recapitaliser les banques sans compter sur le gouvernement. Au début des années 2010, en Grèce, la forte détention d'obligations d'État par les banques locales a créé une boucle de rétroaction très destructrice entre les banques et l'État, ce qui a considérablement compliqué la résolution de la crise. Cela explique en grande partie la raison pour laquelle l'État est resté très endetté envers ses partenaires européens : après la restructuration de sa propre dette, il a dû emprunter d'importantes sommes d'argent pour recréer une base de capital dans le secteur bancaire local. Cela explique aussi pourquoi Chypre, un an plus tard, en 2013, a décidé d'imposer des pertes aux créanciers (y compris les déposants) de ses banques. Le Liban est actuellement confronté à ce défi majeur.

Il est à noter que la crise de COVID-19 a déclenché une augmentation de la détention de la dette publique nationale par les systèmes bancaires de la zone euro. Ainsi, à la fin du mois de mai, les banques françaises détenaient 419 milliards d'euros de la dette publique française, soit 90% de leur capital ; Les banques italiennes, 709 milliards d'euros de la dette publique italienne, soit 346% de leur capital ; et les banques espagnoles, 278 milliards d'euros, soit 119% de leur capital. Réduire l'exposition des banques à la dette souveraine était un objectif majeur du processus d'« union bancaire » engagé en 2012 dans la zone euro, mais il reste très difficile à atteindre.

Les créanciers obligataires : entre responsabilité fiduciaire et responsabilité sociale

Les créanciers obligataires, à travers des fonds d'investissement, dominent les classes de créanciers tant pour les pays avancés et qu'émergents. La taille du marché des obligations souveraines des marchés émergents avoisinait les 12 000 milliards de dollars fin 2018, dont environ 10% en devises et 90% en monnaie locale. Leur rôle et leur influence amorcent un changement.

Les détenteurs d'obligations sont majoritairement des gestionnaires de fonds qui investissent l'épargne de tiers sans recourir à l'effet de levier : fonds de pension, compagnies d'assurance, banques centrales et fonds souverains. Contrairement aux banques, qui sont « mandants » dans une restructuration de dette (leur bilan est à risque), les gestionnaires de fonds sont « mandataires ». Ils négocient au nom de leurs propres clients qui finalement assumeront les conséquences des efforts concédés.

En outre, l'argent des gestionnaires de fonds peut être investi, soit délibérément (stratégies de recherche d'alpha), soit, comme c'est devenu plus courant, passivement (suivi d'un indice). La hausse combinée des investissements sur les marchés émergents et de la gestion dite passive a modifié la base d'investisseurs de nombreux pays. Aux fonds experts traditionnels des marchés émergents se sont ajoutés les grands fonds universels souvent passifs, tels que BlackRock, Fidelity, State Street, ou Vanguard... Il est trop tôt pour savoir, entre argent passif et argent actif, lequel est le plus propice à un accord consensuel avec les emprunteurs en cas de détresse financière.

Les restructurations de la dette latino-américaine, dans les années 80, étaient censées être plus simples, au vu du nombre limité d'acteurs – les grandes banques américaines,

notamment – et du rôle joué par le Trésor américain. Par la suite, il y a dix ans, on a estimé que le fait de remplacer la dette bancaire par la dette obligataire compliquerait les choses en raison de l'atomisation des créanciers. À cet égard, le cas de l'Ukraine en 2015, où un seul investisseur institutionnel pouvait détenir une part majeure de la dette totale et jouer un rôle systémique dans la résolution de la crise, faisait figure d'exception. En fait, le secteur de la gestion de fonds a eu aussi tendance à se concentrer, et en y ajoutant la popularité croissante des investissements sur les marchés émergents, les très grands gestionnaires de fonds dominant désormais le secteur. Dans les restructurations les plus récentes de la dette souveraine, les plus grands gestionnaires de fonds mondiaux sont tous à la table des négociations. En conséquence, s'ils formaient un groupe plus institutionnalisé et souhaitaient s'engager dans cette voie, ils pourraient se montrer des acteurs incontournables dans un proche avenir.

Bien qu'il s'agisse d'une position délicate compte tenu de leurs responsabilités fiduciaires, nombre de ces grands gestionnaires de fonds sont conscients de leur rôle en termes d'investissement responsable et soutenable. La façon dont ils viendront à gérer l'arbitrage entre responsabilité fiduciaire et investissement soutenable, influera sur l'issue des futures restructurations de la dette publique.

Les banques centrales et l'insaisissable frontière entre dette et monnaie

L'achat d'obligations par les banques centrales, dans le cadre des opérations d'assouplissement quantitatif (QE), offre aux gouvernements un bouclier efficace contre la volatilité du marché de la dette souveraine. Cela dit, la part importante et croissante des actifs des banques centrales en dette souveraine pose de nouveaux défis⁶.

Ce qu'il adviendra de l'accumulation sans précédent de dette publique par les économies avancées dépend de la durée pendant laquelle les banques centrales pourront, *de manière crédible*, justifier l'obligation de poursuivre ces achats de la dette publique par l'existence d'une menace déflationniste. Une hausse brutale de l'inflation, aussi improbable soit-elle, serait pour ces économies un défi financier inédit, mettant potentiellement à l'épreuve l'architecture monétaire mondiale de la seconde moitié du XX^{ème} siècle.

Si la dette publique atteignait le point de basculement en termes d'insoutenabilité, qu'arriverait-il à la banque centrale, détentrice majeure de la dette publique ?

Cette question est loin d'être théorique. En Grèce, en 2012, l'Eurosystème a obtenu un statut de créancier privilégié lors de la restructuration de la dette de marché. Conformément aux traités européens, les dispositions relatives à l'interdiction du financement monétaire excluaient toute participation de la banque centrale à une restructuration de la dette. Cependant, au regard des tendances récentes en matière d'achat de dette d'Etat par les banques centrales, il serait difficile de générer un allègement significatif de dette dans une hypothétique restructuration si une portion conséquente de la dette devait être *de facto* sanctuarisée.

⁶ L'Eurosystème a commencé son achat d'obligations du secteur public en 2015, et l'a intensifié dans le contexte du Covid-19. En décembre 2019, la BCE et les banques centrales nationales détenaient 2 200 milliards d'euros de dette souveraine (22 % de la dette publique totale). Les participations ont augmenté à partir de septembre 2020, pour atteindre 2 700 milliards d'euros. La Fed et la banque du Japon détenaient respectivement 20% et 41% de leur dette publique en mars 2020. Au total, ces trois banques centrales détiennent désormais l'équivalent de 12 300 milliards de dollars de dette publique.

Au-delà du cas inhabituel du Liban dont la banque centrale est considérablement exposée à des titres publics dépréciés, les achats significatifs d'obligations d'État récemment effectués par les banques centrales des marchés émergents pourraient devenir une source de vulnérabilité s'ils venaient à être perçus comme présageant une plus grande tolérance pour l'inflation, censée résoudre subrepticement les problèmes d'endettement.

Dans l'ensemble, même si les banques centrales peuvent survivre avec des fonds propres négatifs pendant un certain temps, laisser un « trou » significatif dans le bilan d'une banque centrale, c'est prendre le risque de miner la confiance dans la monnaie. En fin de compte, la « magie » opérée par les banques centrales tient au fait que la population dans un pays accepte sans y penser leur passif comme la monnaie, permettant d'échanger ; et un passif qu'elles créent à leur seule discrétion. Quand cette magie cesse d'opérer, le risque de démonétisation n'est pas loin. L'expérience, souvent dévastatrice, montre que la démonétisation est plus coûteuse encore que la restructuration de la dette.

A l'heure où le ratio d'endettement brut moyen des pays du G7 est sur le point d'atteindre 137% (prévision du *Fiscal Monitor* du FMI pour 2021) et où les bilans de ces banques centrales émettrices de devises ont augmenté comme jamais auparavant, ces nouvelles questions seront bientôt à l'ordre du jour.

Que peut-on faire ?

Des améliorations en termes de prévention et de gestion des crises liées à la dette sont possibles, mais des changements radicaux sont peu probables. Les opérations de restructuration de la dette restent du sur-mesure, plus de l'art que de la science.

Notre expérience en matière de conseil aux gouvernements nous permet de tirer quelques enseignements. Nous explorons aussi des idées novatrices quant aux négociations à conduire dans le cadre de la restructuration de la dette.

Chaque situation est particulière et, sauf rares exceptions, *les pays endettés ont généralement intérêt à ne pas rejoindre des initiatives téméraires ou des groupes candidats à la restructuration.* Quoique généralement bien intentionnées, ces

initiatives visant à une remise de dette systématique comportent un risque élevé de stigmatisation et une faible probabilité que la solution corresponde aux besoins du pays. Bien sûr, nous ne cherchons pas à décourager l'acceptation d'une remise de dette lorsque celle-ci est appropriée ; nous croyons simplement que la réponse à de telles offres n'est jamais simple et nécessite une analyse nuancée.

Des améliorations en termes de prévention et de gestion des crises liées à la dette sont possibles, mais des changements radicaux sont peu probables. Les opérations de restructuration de la dette restent du sur-mesure, plus de l'art que de la science.

Ce n'est que lorsque la dette est vraiment inabordable, entraînant des coûts socialement inacceptables et, en fin de compte, des choix politiques ravageurs, que les gouvernements devraient recourir sans délai à une restructuration complète de la dette. Autrement, il est sans doute dans l'intérêt à long terme du pays de redoubler d'efforts pour redresser la barre, stabiliser la dette et éventuellement obtenir un reprofilage sans incidence significative sur les créanciers.

Éviter la restructuration

Dans le cadre d'innovations utiles, dont la valeur dépend cependant de l'universalité de leur application (pays avancés, émergents et en développement), le fait de disposer d'instruments

de dette extensibles permettrait de résoudre les problèmes de liquidité de manière simple. Les obligations contiendraient une clause selon laquelle le remboursement annuel (capital et intérêts) pourrait être reporté d'un an si, par exemple, les taux d'intérêt du marché dépassaient la croissance nominale d'un pourcentage donné. À noter que cela permettrait d'éviter le risque d'une perturbation financière dans l'immédiat, en cas de hausse brutale des taux d'intérêt ou d'un retour à la normale, par la suite.

Gérer les problèmes de liquidité

Même si la distinction entre liquidité et solvabilité n'est pas simple à opérer, il arrive que certains pays n'aient à faire face qu'à des difficultés de financement à court terme. Le FMI est alors le port d'escale.

Cependant, comme cela a été dit précédemment, le FMI peut craindre que ses propres prêts n'alimentent les sorties de capitaux privés. Pour cette raison, le FMI a envisagé, après la crise grecque, une approche par étapes de la restructuration de la dette : il pourrait imposer, dans un premier temps, une reconduction obligatoire de l'exposition du secteur privé à l'État souverain sur une période donnée, jusqu'à ce qu'il puisse mieux s'assurer de la soutenabilité de la dette.

Dans la pratique, il est extrêmement difficile de rassembler une coalition de gestionnaires de fonds, qui seraient prêts à soutenir les efforts du FMI par un *standstill* volontaire à l'amiable. Les tentatives visant à maintenir l'exposition des banques à la Grèce, lors du premier programme de renflouement en 2010, ont eu des résultats très mitigés.

Dans ce contexte, on pourrait envisager de faire en sorte qu'une coalition de fonds souverains, déjà investis en titres publics négociés, s'abstienne de vendre, ou mieux, renforce ses positions. Ce serait une façon pour les fonds souverains de jouer un rôle de politique publique à la mesure de leur poids de plusieurs centaines de milliards de dollars.

Faciliter la restructuration de la dette

- La restructuration de la dette négociable a quelque peu bénéficié de récentes innovations juridiques. L'introduction de clauses d'actions collectives (CAC) dans les contrats de dette et le principe de la majorité qualifiée, visaient à créer un environnement juridique plus favorable à des restructurations ordonnées, après l'échec de la tentative pour mettre en œuvre un mécanisme juridique de restructuration de la dette souveraine qui soit véritablement mondial (MRDS). Pourtant, *les plafonds de majorité requis pour activer les CAC reflètent bien un monde où l'inviolabilité des contrats importe plus que la facilité à gérer des situations de détresse financière occasionnelle.* Dans le

Les plafonds de majorité requis pour activer les CAC reflètent bien un monde où l'inviolabilité des contrats importe plus que la facilité à gérer des situations de détresse financière occasionnelle.

contexte actuel où les niveaux de la dette publique ont atteint des records, les cas de restructuration de la dette seront probablement plus fréquents et il importera davantage d'être en mesure de les traiter avec diligence. Il est possible néanmoins que si les seuils majoritaires pour les CACs étaient sensiblement abaissés, – dans le cadre d'une initiative mondiale, réunissant des émetteurs sur toute l'échelle de notation –, le coût du capital augmenterait pour les pays qui sont fragiles financièrement.

- Des instruments utiles pour concilier les points de vue entre un pays débiteur et de ses créanciers sont les instruments qui permettent d'associer les créanciers après la restructuration à un éventuel retour à bonne fortune (Value Recovery Mechanisms). Ils créent un lien entre les paiements futurs, promis aux détenteurs d'obligations dans le cadre d'une restructuration, et la capacité de paiement réelle du pays (liée à la croissance du PIB, au commerce ou aux prix des matières premières, par exemple). Ces instruments se sont avérés utiles – bien que souvent controversés – lors de restructurations antérieures (Argentine en 2005, Grèce en 2012, Ukraine en 2015). Ils peuvent aider dans les dernières foulées d'une négociation de restructuration. En effet, une fois que tous les négociateurs ont affirmé avoir atteint l'extrême limite de ce qu'ils pouvaient concéder en termes de valeur *certaine*, de tels instruments à valeur conditionnelle peuvent contribuer à combler l'écart. Cependant, cette valeur est souvent dépréciée par les créanciers en raison de leur faible marge de négociabilité. Par conséquent, il semble qu'*une certaine forme de standardisation pour les plus conventionnels de ces instruments (basée sur le PIB, les échanges commerciaux ou l'accès au marché) pourrait augmenter leur liquidité*, et donc accroître leur valeur sans coût supplémentaire pour l'émetteur. Naturellement, il s'agit de trouver un compromis entre standardisation, nécessaire pour améliorer la liquidité, et « personnalisation ».
- Une certaine forme de standardisation pour les plus conventionnels de ces instruments (basée sur le PIB, les échanges commerciaux ou l'accès au marché) pourrait augmenter leur liquidité.**
- Pour faciliter le règlement ordonné de la dette, il est parfois utile de s'en remettre à un arbitre. Celui-ci se prononcerait sur la capacité d'endettement du pays et sur le degré des concessions à faire par les détenteurs d'obligations pour remettre le pays sur les rails. Le FMI peut être utile dans ce rôle. Toutefois, comme il bénéficie d'un statut de créancier privilégié, sa position peut parfois s'avérer délicate lorsqu'il est lui-même grand créancier : plus la décote infligée aux détenteurs d'obligations est élevée, plus il renforce sa position. Dans de telles circonstances, cela pourrait conduire à limiter la fonction du FMI à déterminer la capacité d'endettement d'un gouvernement, compte tenu des perspectives les plus probables en matière de croissance et de compte courant : à savoir, d'une part, le solde primaire maximal socialement/économiquement tolérable ; et, d'autre part, le niveau maximal de refinancement, au-delà duquel il existe un risque de saturation du marché et d'endettement à un coût exorbitant. Même une fois les paramètres économiques définis par une institution respectée et « indépendante », il reste encore une grande marge de désaccord possible entre des négociateurs raisonnables. Cependant, autant il faut accorder suffisamment de temps à des délibérations approfondies et loyales, autant il est dans l'intérêt de tous de ne pas prolonger les discussions au-delà de plusieurs mois. Le processus est intense et contraignant, et il risque de détourner le gouvernement et les détenteurs d'obligations d'autres questions urgentes. *Par conséquent, on pourrait envisager, au début de telles négociations, de sélectionner des experts impartiaux à partir d'un panel constitué par le FMI, la Banque Mondiale et un groupe représentatif de gestionnaires de fonds mondiaux.* Sous certaines conditions qui seraient convenues, si la négociation venait à s'enliser, les protagonistes se tourneraient vers ces experts pour arbitrer sur un accord a priori juste et raisonnable. Ces experts s'engageraient à respecter la décision des arbitres.
- Par conséquent, on pourrait envisager, au début de telles négociations, de sélectionner des experts impartiaux à partir d'un panel constitué par le FMI, la Banque Mondiale et un groupe représentatif de gestionnaires de fonds mondiaux.**

- L'histoire nous a également appris que la coordination entre les groupes de créanciers et l'adhésion à un ensemble de règles communes participent au bien public et, en fin de compte, bénéficient à tous. La coordination avec des créanciers bilatéraux, dans le contexte d'un Club de Paris élargi, refléterait simplement la nouvelle réalité du monde actuel. Du côté des créanciers privés, une meilleure synchronisation parmi les grands gestionnaires de fonds, avec la participation des nouvelles catégories de créanciers commerciaux (y compris, les négociants en matières premières), sous les auspices d'une *institution représentative des différentes catégories de créanciers* (par exemple, l'IIF...), permettrait – et nous l'espérons – permettra de créer un cadre de discussion plus stable et plus efficace.
- Enfin, alors que l'investissement durable a fait d'énormes progrès récemment – déplaçant des centaines de milliards d'argent investis dans des fonds conventionnels vers des fonds « verts » – il n'a joué jusqu'à présent qu'un rôle limité dans les restructurations de dette. La finance durable et l'investissement durable n'ont pas encore pris rendez-vous. Pourtant, pour un nombre croissant d'épargnants, particuliers ou institutionnels, à peine remis de la perte de leurs portefeuilles à la suite d'une restructuration gouvernementale, on pourrait atténuer et compenser cette perte par la poursuite d'objectifs verts, tangibles et appréciables. Un cadre existe déjà pour les obligations vertes ; l'idée serait de l'utiliser pour mieux harmoniser objectifs environnementaux et financiers.

Dans l'ensemble, plusieurs de ces options, visant à améliorer la manière dont les gouvernements et les parties prenantes gèrent les restructurations de la dette souveraine sont en cours de discussion dans différents comités. La combinaison entre une augmentation des cas de détresse financière et leur complexité accru, appelle à une intensification de ces discussions, tout en gardant à l'esprit que la restructuration de la dette souveraine est, et sera toujours, spécifique à chaque pays.

Lazard Sovereign Advisory Group s'engage au service de ses clients, ces gouvernements qui sont à la recherche de solutions pour résoudre leurs problèmes financiers complexes. L'ampleur et la gravité au cœur de ces problèmes, nous imposent également de partager nos décennies d'expérience, dans l'intérêt général.

Contacts :

Pierre Cailleteau pierre.cailleteau@lazard.com – Thomas Lambert thomas.lambert@lazard.com

Ce document a été préparé sur la base d'informations publiques et d'analyses internes. Les informations contenues dans ce document sont uniquement fournies à des fins d'information générale et ne constituent pas et ne sauraient être interprétées comme des conseils ou avis financiers, juridiques ou autres et Lazard n'assume aucune obligation à l'égard des lecteurs à ce titre. Les Etats mentionnés dans le présent document peuvent être, ont été ou pourraient devenir, des clients de Lazard.

Tous droits réservés, 2020, Lazard