

Swiss Finance Institute Roundups

Comprendre l'univers de la dette souveraine

Editorial



L'univers de la dette souveraine évolue rapidement. Il est marqué par des précédents historiques, des changements macroéconomiques et des développements géopolitiques. Face à des niveaux d'endettement sans précédent, les institutions financières, les décideurs politiques et les investisseurs doivent naviguer dans un réseau complexe de risques, d'opportunités et de conséquences à long terme. Le présent SFI Roundup propose un aperçu des complexités de la dette souveraine sur la base de réflexions d'experts universitaires et de praticiens. Des fondements historiques de l'emprunt public aux défis actuels de la viabilité de la dette, les contributeurs mettent en lumière des thèmes importants tels que la restructuration de la dette, la liquidité du marché et le rôle des fonds souverains. La discussion examine également l'impact de l'inflation, la politique monétaire des banques centrales et l'importance croissante des créanciers privés dans les négociations de la dette.

Nous vous souhaitons une lecture instructive et stimulante.

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'F. Degeorge', with a horizontal line underneath.

Prof. François Degeorge
Managing Director

Contributeurs

**Juerg Adamek**

Juerg Adamek est responsable adjoint de la division institutions financières internationales au Secrétariat d'État aux questions financières internationales – SFI. Auparavant, il a été conseiller auprès du Fonds monétaire international (FMI) et chercheur invité à l'Université de Columbia. Ses travaux portent principalement sur l'architecture financière internationale, la dette souveraine et les questions liées au FMI. Il est titulaire d'un doctorat en économie de l'Université de Berne.

**Andreas Müller**

Andreas Müller est membre du corps professoral du SFI et professeur assistant en économie internationale à l'Université de Bâle. Avant d'occuper son poste actuel, il était affilié à l'Université d'Oslo et à l'Université d'Essex. Ses principaux domaines de recherche sont la macroéconomie, les finances publiques et l'économie politique. Il est titulaire d'un doctorat en économie de l'Université de Zurich.

**Michel Habib**

Michel Habib est membre du corps professoral du SFI et professeur de finance à l'Université de Zurich. Avant d'occuper son poste actuel, il était professeur associé à la *London Business School* et professeur invité à l'Université de Lausanne. Ses recherches actuelles portent sur la dette souveraine et les crises financières. Il est titulaire d'un doctorat en finance de l'Université de Pennsylvanie.

**Steven Ongena**

Steven Ongena est titulaire d'une Senior Chair du SFI et professeur de banque à l'Université de Zurich. Il a reçu de nombreux prix et est consultant de recherche pour plusieurs banques centrales européennes. Ses travaux portent sur l'intermédiation financière empirique et l'économétrie financière appliquée. Il est titulaire d'un doctorat en économie de l'Université de l'Oregon.

**Frederick Mellors**

Frederick Mellors est co-responsable de la division *Cross Asset* et responsable de la stratégie des titres à revenu fixe au sein du *Chief Investment Office of Wealth Management* chez UBS. Au cours des 25 dernières années, il a consacré sa carrière à la gestion de portefeuille dans le domaine des titres à revenu fixe, ainsi qu'à l'analyse des marchés mondiaux. Avant de rejoindre UBS il y a 20 ans, il a travaillé en Australie pour *Principal Global Investors*, ANZ et Citi. Il est titulaire d'un bachelor en sciences actuarielles et d'un bachelor en commerce, tous deux obtenus à l'*Australian National University*.

Avril 2025 (interviews réalisées en février 2025 et données extraites en mars 2025)

Cette version est une traduction de la version originale en anglais. La version originale est disponible à l'adresse suivante : sfi.ch/rndp-sd25

Origines et évolution

Quels sont les événements historiques qui ont façonné les marchés de la dette souveraine ?

► **Frederik Mellors:** Depuis la Grèce antique, l'histoire regorge d'exemples d'emprunts contractés par des États auprès de leurs citoyens. L'origine des marchés modernes de la dette souveraine remonte toutefois à la première moitié du XIXe siècle. Après la victoire de l'Empire britannique sur Napoléon, Londres s'est imposée comme la première place financière d'Europe, dépassant Amsterdam, Paris et Saint-Petersbourg. À cette époque, la dynastie Rothschild a utilisé son vaste réseau bancaire européen pour émettre des obligations d'État dans différentes monnaies européennes. Elle s'assurait ainsi que les intérêts puissent être perçus et les remboursements effectués dans plusieurs capitales européennes. Cet instrument innovant, comparable aux euro-obligations largement utilisées aujourd'hui, permettait aux États de lever des capitaux au niveau international tout en permettant aux créanciers d'être payés dans différents pays, ce qui les protégeait des répercussions d'une nouvelle guerre.

► **Juerg Adamek:** Plus récemment, les 80 dernières années ont été marquées par plusieurs évolutions importantes, notamment en ce qui concerne la gestion des crises de la dette souveraine. En 1944, le Fonds monétaire international (FMI) a été créé pour encourager la coopération monétaire mondiale et assurer la stabilité du système monétaire et financier international. Outre les conseils politiques et l'assistance technique qu'il prodigue, le FMI fait également office de prêteur aux pays membres qui connaissent des problèmes de balance des paiements. Actuellement, l'encours de ses prêts s'élève à environ 140 milliards de dollars américains. Le rétablissement de la solvabilité, y compris la viabilité de la dette, constitue l'objectif premier des programmes du FMI. Comme le FMI ne peut accorder des crédits qu'aux pays membres dont la dette est viable, une restructuration de la dette est nécessaire lorsque des membres dont la dette n'est pas viable souhaitent bénéficier d'un programme soutenu par le FMI. Le Club de Paris, un groupe informel des principaux pays créanciers, a été créé en 1956. Il compte actuellement 22 membres permanents, dont la Suisse, et a conclu près de 500 accords avec plus de 100 pays, ce qui représente une dette totale de plus de 615 milliards de dollars américains. Le Club de Paris fonctionne selon six principes directeurs : solidarité, consensus, partage des informations, décision au cas par cas, conditionnalité et comparabilité du traitement. Ces principes déterminent la manière dont la restructuration de la dette est effectuée. De même, le Club de Londres, un groupe informel du secteur privé, a été créé en 1976 pour représenter les créanciers privés, notamment les banques commerciales, dans le traitement des questions liées à la restructuration de la dette des États. Dans les années 1980, les obligations Brady (Brady bonds) ont été créées pour convertir les prêts de banques commerciales de plusieurs pays d'Amérique latine en titres standardisés

négociables au niveau international. Les obligations Brady, qui offraient des garanties aux créanciers ainsi que des avantages en termes de diversification de portefeuille, ont jeté les bases des obligations souveraines émises à l'échelle internationale. Dans les années 1990, nous avons observé une augmentation du nombre et de la diversité des prêteurs et des emprunteurs. Cela a conduit à un recours accru à des clauses contractuelles améliorées, notamment des clauses d'action collective (CAC). Ces dernières avaient pour objectif d'empêcher une minorité de détenteurs d'obligations d'entraver la restructuration de la dette. La crise de la dette dans la zone euro, qui a atteint son paroxysme entre 2010 et 2012, a encore renforcé l'intérêt pour les obligations d'État. Parmi les changements qui en ont résulté, nous pouvons citer l'introduction des CAC pour toutes les nouvelles obligations d'État émises par les pays membres de la zone euro à partir de 2013. Enfin, en 2020, le Club de Paris et les membres du G20 ont créé un cadre commun pour promouvoir un traitement efficace de la dette des pays à faible revenu en difficulté. Ce cadre implique une large participation des créanciers, y compris des prêteurs privés.

Quelle est la différence entre dette souveraine et dette privée ?

► **Michel Habib:** Les gouvernements ont à leur disposition des instruments dont les entreprises et les ménages ne disposent pas. Tout d'abord, les gouvernements ont la possibilité de prélever des impôts et d'obtenir ainsi des fonds qui peuvent être utilisés pour le service de leur dette. Ensuite, ils ont la capacité, certes limitée, d'influer sur l'inflation, ce qui fait baisser la valeur réelle de l'encours de leur dette. Walter Wriston, le défunt président de Citicorp, qui était sans doute le banquier le plus célèbre des années 1970, avait déclaré : "les pays ne font pas faillite". Bien que cette affirmation ne soit pas tout à fait véridique, comme le montre la longue liste des défauts de paiement d'États, la citation de Wriston souligne le caractère unique des emprunteurs souverains.

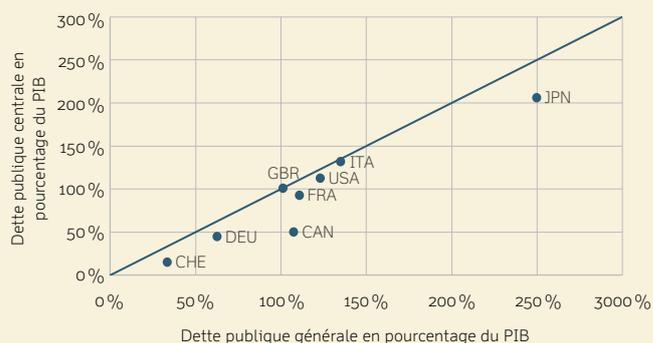
► **Andreas Müller:** Une autre différence essentielle tient au fait que la dette souveraine n'est pas garantie, alors que la dette des entreprises et des ménages est, elle, généralement assortie d'une garantie. En outre, la dette souveraine est souvent financée au niveau international. Il est quasiment impossible de faire respecter les contrats au-delà des frontières nationales, car aucun tribunal national n'est en mesure de les faire respecter. La difficulté à faire valoir ses droits devant les tribunaux peut affecter la volonté d'un État d'honorer un contrat de dette en augmentant les impôts ou en réduisant les dépenses publiques. Les créanciers anticipent la probabilité de telles évolutions défavorables et ils intègrent ce risque lorsqu'ils fixent les taux d'intérêt des obligations d'État.

Qu'est-ce qui pousse un État à restructurer sa dette ?

► **Steven Ongena:** La restructuration de la dette, en tant qu'instrument, n'est pas une chose négative en soi. Bien qu'elle survienne généralement pendant des périodes chaotiques et difficiles, elle doit être considérée comme la "deuxième meilleure" solution, car elle constitue souvent la seule voie viable pour aller de l'avant. L'accord de Londres sur les dettes de 1953, qui a considérablement réduit l'ampleur des réparations de guerre dont l'Allemagne devait s'acquitter et en a prolongé le délai de remboursement, a contribué à permettre à l'Allemagne de redevenir une puissance économique. Nous reconnaissons souvent à des initiatives similaires, telles que celles du Club de Paris et du Plan Brady, d'avoir eu un effet stabilisateur en contenant l'inflation, en réduisant les taux d'intérêt et en accordant une marge de manœuvre aux États pour mener une politique d'investissements publics.

► **Andreas Müller:** Il convient d'établir une distinction entre une restructuration "préventive" de la dette, qui intervient avant une situation de défaut de paiement, et une restructuration "post-défaut de paiement", qui a lieu après. Une restructuration préventive tend à être plus rapide et moins douloureuse pour l'État. Dans les deux cas, la restructuration contribue à réduire la perception du risque, les taux d'intérêt et la probabilité que l'État n'ait plus accès aux marchés financiers. En outre, les interventions des principales agences financières permettent souvent à l'État concerné de mettre en œuvre des réformes structurelles nécessaires qui pourraient être freinées en temps normal par le processus politique.

Dettes publique centrale et dette publique générale en pourcentage du PIB



Note: ce graphique indique la dette publique centrale et la dette publique générale en pourcentage du PIB pour les pays du G7 et la Suisse en 2023. La dette publique centrale correspond au montant total des emprunts émis par le gouvernement central. La dette publique générale correspond au montant total des emprunts émis par l'ensemble des administrations publiques (y compris les niveaux centraux, régionaux et locaux).

Source: Fonds monétaire international (FMI)



Comment les tendances des marchés financiers mondiaux ont-elles influencé le marché de la dette souveraine ?

► **Michel Habib:** Une plus grande liquidité et une intégration accrue des marchés ont considérablement facilité l'accès des pays aux capitaux. Si cette évolution a été bénéfique à bien des égards, elle a également contribué aux niveaux d'endettement élevés que nous connaissons aujourd'hui. Face à la hausse des taux d'intérêt, l'inquiétude suscitée par ces niveaux d'endettement élevés s'est accrue, ce qui a incité de nombreux gouvernements à augmenter les impôts et à réduire les dépenses publiques.

► **Juerg Adamek:** Au cours des deux dernières décennies, le paysage de la dette souveraine a considérablement évolué pour les économies en voie de développement. La montée en puissance des économies émergentes, et en particulier de la Chine, en tant que créanciers bilatéraux officiels a grandement réduit l'importance du Club de Paris. Le rôle croissant des créanciers commerciaux a également transformé le marché. La diversité des instruments s'est accrue, avec par exemple un recours accru aux obligations plutôt qu'aux prêts. L'interaction de ces facteurs a rendu le paysage de la dette souveraine plus complexe. En parallèle, le manque de transparence reste un problème. Si les informations générales sur la dette au niveau du gouvernement central sont souvent accessibles, il est plus difficile d'obtenir des données sur, par exemple, les prêts étatiques, la dette infranationale ou les emprunts contractés par les entreprises publiques. Ce manque de transparence empêche les décideurs politiques, les autorités gouvernementales et les organisations internationales, ainsi que les créanciers, de pouvoir effectuer des analyses et prendre des décisions de manière judicieuse et éclairée. Cela accroît donc le risque auquel ils s'exposent.

► **Frederik Mellors:** Dans l'histoire récente, la tendance la plus significative a été un recours accru à des politiques de bilan par les grandes banques centrales telles que la Banque centrale européenne, la Banque du Japon et la Réserve fédérale américaine. Ces dernières ont introduit des mesures d'"assouplissement quantitatif" à la suite de la grande crise financière de 2007-2008. Cet apport massif de liquidités a fait baisser les taux d'intérêt des emprunts d'État, ce qui a permis aux gouvernements d'emprunter presque gratuitement. Dans le même temps, cela a incité les investisseurs à investir dans des emprunts d'État à haut rendement des pays émergents. Lorsque l'inflation a bondi à la fin de 2021 et au début de 2022, les banques centrales ont considérablement relevé leurs taux directeurs pour la juguler. Cela a entraîné une hausse brutale des taux d'intérêt des obligations d'État. Compte tenu de la structure diversifiée des échéances des prêts souverains, plusieurs émetteurs souverains fortement endettés ont cherché des moyens de restructurer rapidement leur dette. Les taux d'intérêt restant élevés, il faut s'attendre à de nouveaux défis à l'approche des prochaines échéances. Et la hausse du coût de financement de la dette pèsera encore davantage sur la viabilité des finances publiques.

Principales caractéristiques

Quelle est la différence entre dette d'État et obligations d'État ?

► **Steven Ongena:** La dette d'État comprend à la fois les prêts et les obligations. Les prêts sont généralement financés directement par les banques et les investisseurs institutionnels, tandis que les obligations sont émises et échangées sur les marchés financiers, où divers types d'investisseurs peuvent les détenir. La dette d'État est multidimensionnelle et peut être émise au niveau national, régional ou local. Une part importante de cette dette peut être intra-gouvernementale, c'est-à-dire qu'une branche du gouvernement doit de l'argent à une autre. Enfin, l'éventail des échéances varie considérablement. Aux États-Unis, les bons du Trésor (*Treasury bills*) ont généralement une échéance d'un an ou moins, les billets du Trésor (*Treasury notes*) ont des échéances allant de deux à dix ans, tandis que les obligations du Trésor (*Treasury bonds*) ont des échéances supérieures à dix ans.

► **Frederik Mellors:** Le marché des obligations d'État représente la partie visible de l'iceberg de la dette d'État, tandis que les prêts d'État en sont la partie moins visible. Des différences existent entre les obligations et les prêts en termes de tarification et de liquidité. Toutefois, comme l'emprunteur reste le même, la dette d'État et les obligations d'État sont essentiellement équivalentes. Si un problème survient pour un créancier, c'est l'ensemble du marché qui est touché.

Quelles sont les principales caractéristiques d'une obligation d'État ?

► **Michel Habib:** La caractéristique la plus notable est que le débiteur est une entité publique plutôt que privée. Ces entités ont des statuts juridiques différents. Par exemple, il n'existe pas de procédures d'insolvabilité pour les États, alors qu'elles existent bien sûr pour les entreprises. Le statut fiscal peut également être différent, puisque par exemple les paiements d'intérêts sur les obligations municipales aux États-Unis sont généralement exonérés d'impôts. Enfin et surtout, il y a la question de la taille : Dans la plupart des économies avancées, il y a beaucoup plus d'obligations d'État en circulation que d'obligations d'entreprise.

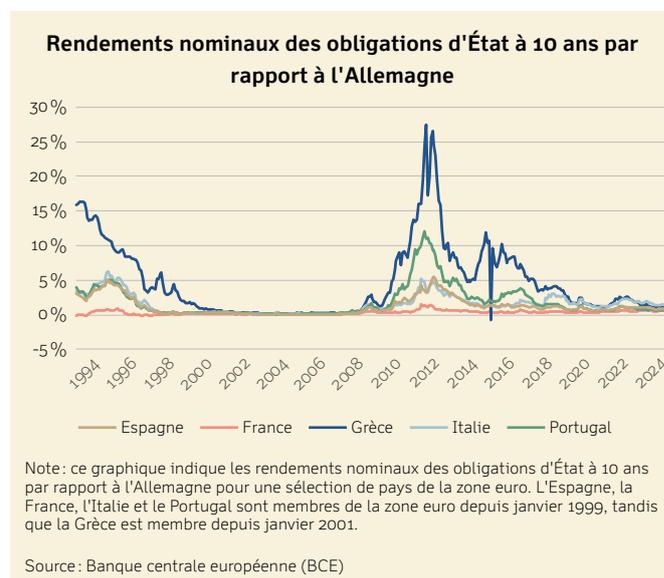
Quels sont les principaux facteurs qui influencent les rendements des obligations d'État ?

► **Frederik Mellors:** En bref, ces facteurs sont principalement macroéconomiques tels que la croissance économique, l'inflation, la situation budgétaire et la solvabilité. Cependant plusieurs autres facteurs peuvent entraîner des fluctuations des rendements des obligations d'État, notamment la politique monétaire, les taux directeurs de la banque centrale, les conditions financières mondiales et la stabilité politique et sociale générale du pays. Il est également important de savoir si l'obligation a été émise en monnaie locale ou

en devise étrangère. Lorsque les obligations sont émises dans une devise étrangère, ce qui est souvent le cas pour les économies émergentes, les risques de change jouent un rôle important et deviennent un facteur important à prendre en compte.

► **Steven Ongena:** Le rendement correspond initialement au taux d'intérêt nominal de l'obligation lors de l'émission. Ce taux reflète les risques associés à l'État, ainsi que les fluctuations typiques des taux d'intérêt résultant de facteurs tels que la durée de l'obligation et le calendrier de paiement des coupons. Si l'estimation du taux d'intérêt nominal est correcte, les obligations seront entièrement acquises au moment de l'émission. Tout écart important par rapport au taux d'intérêt nominal "optimal" indique soit que l'État paie un taux d'intérêt trop élevé, soit qu'il ne parvient pas à lever le capital prévu. Alors que le taux d'intérêt nominal reste inchangé au fil du temps, le rendement global varie en raison des fluctuations du cours de l'obligation. Ces fluctuations de cours sont influencées par la demande du marché, la liquidité et la situation économique et financière de l'État.

► **Juerg Adamek:** Les questions relatives aux risques sont vastes et complexes. Le risque de crédit constitue évidemment un facteur déterminant. Une anecdote historique intéressante à cet égard concerne l'évolution des rendements obligataires après l'introduction de l'euro. Dans un premier temps nous avons observé une nette convergence des rendements obligataires des pays concernés. Toutefois, cette convergence a disparu fin 2008, lorsque les écarts de rendement entre l'Espagne, la Grèce et le Portugal ont soudainement augmenté fortement par rapport à ceux de l'Allemagne.



Cela indique que le marché avait, pendant près d'une décennie, ignoré les risques spécifiques à chaque pays. Cet exemple illustre la complexité de l'évaluation des risques et de la fixation des prix.

Quelle est la différence entre les taux directeurs des banques centrales et les rendements des obligations d'État ?

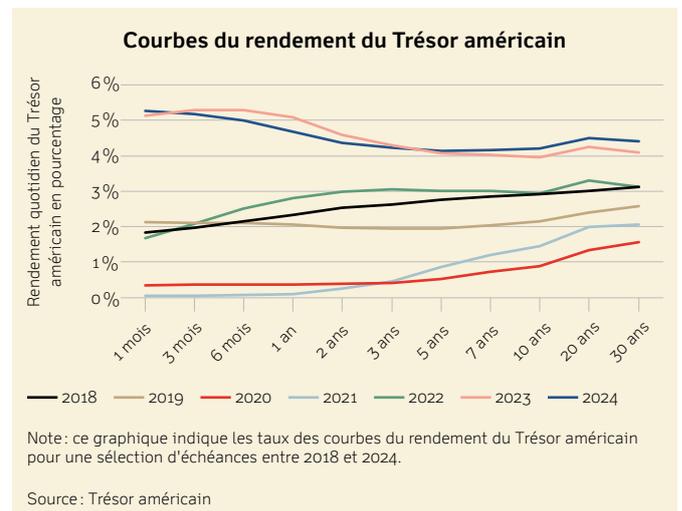
► **Michel Habib:** Les taux directeurs des banques centrales sont des taux d'intérêt à court terme qui peuvent être ajustés plusieurs fois par an et qui sont directement fixés par les banques centrales. Les rendements des obligations d'État, eux, s'étendent sur des périodes beaucoup plus longues et sont principalement déterminés par les investisseurs. Bien que les banques centrales puissent influencer, et influencent effectivement, les rendements des obligations d'État, elles ne peuvent le faire qu'indirectement, pendant une période limitée et dans une mesure limitée.

► **Frederik Mellors:** Une banque centrale fixe un taux directeur sur le court terme. La Réserve fédérale américaine, par exemple, gère deux taux distincts au jour le jour : le taux d'intérêt sur les soldes de réserve (*interest rate on reserve balances*), qui constitue la limite supérieure, et le taux des accords de prise en pension au jour le jour (*overnight reverse repo agreement rate*), qui sert de limite inférieure. À l'intérieur de cette fourchette de taux fixés par la Fed, les prêts bancaires au jour le jour déterminent le taux des fonds fédéraux (*federal funds rate*). Le taux des fonds fédéraux au jour le jour est ensuite projeté dans l'avenir, sur la base des attentes du marché en matière de politique monétaire. Les rendements des obligations d'État, qui sont des taux à long terme, sont également influencés par des facteurs macroéconomiques. Cependant, d'autres facteurs tels que les politiques fiscales, la stabilité économique de l'État, l'offre et la demande, les primes d'échéance et de liquidité jouent un rôle dans la détermination de la position des obligations d'État par rapport aux taux au jour le jour attendus. Le taux des fonds fédéraux et les rendements des obligations souveraines sont étroitement liés et évoluent souvent dans la même direction. Cependant, il arrive qu'ils divergent, comme c'est le cas aujourd'hui, ce qui reflète l'inquiétude des marchés financiers concernant la politique budgétaire des États-Unis.

Quels enseignements pouvons-nous tirer des courbes de rendement ?

► **Frederik Mellors:** Les courbes de rendement sont comparables aux prévisions météorologiques : elles fournissent de précieuses informations sur la direction que pourrait prendre une économie. La forme de la courbe dépend de plusieurs facteurs, dont l'évolution attendue des futurs taux directeurs, qui donne des indications sur la croissance et l'inflation, la prime d'échéance, c'est-à-dire le rendement supplémentaire que les investisseurs exigent pour

détenir des actifs à taux fixe à plus long terme, et des facteurs techniques liés à l'offre et à la demande. Une courbe ascendante, où les taux d'intérêt augmentent pour les échéances plus longues, indique que l'économie a peut-être atteint le creux de la vague et que la croissance devrait augmenter à l'avenir. À l'inverse, une courbe des taux inversée indique une économie qui connaît un resserrement de sa politique monétaire et dont la croissance pourrait se ralentir.



Quelles sont les différences entre les concepts d'échéance et de durée ?

► **Michel Habib:** L'échéance désigne le temps restant jusqu'au remboursement total d'une obligation. La durée fait référence à la durée de vie moyenne des flux de paiement d'une obligation. Elle sert à mesurer la période moyenne pendant laquelle les paiements de l'obligation sont exposés aux variations des taux d'intérêt. De même, la durée modifiée mesure la sensibilité du prix de l'obligation à ces variations. Dans le cas d'une obligation à coupon zéro, l'échéance et la durée sont identiques et toutes deux sont mesurées en années. Les fluctuations de prix sont courantes sur le marché obligataire, même pour les obligations "sans risque". Prenons l'exemple d'une obligation d'État suisse émise en 1999, d'une valeur nominale de 100 CHF, assortie d'un coupon de 4% et arrivant à échéance en 2049. Comme la plupart des obligations, elle a probablement été émise à sa valeur nominale ou très proche de cette valeur. Toutefois, en raison de la baisse spectaculaire des taux d'intérêt depuis le début du millénaire, cette obligation se négocie actuellement autour de 180 CHF, ce qui représente une augmentation de 80%. Investir sur le marché des obligations d'État peut donc signifier s'exposer à de considérables fluctuations de prix, bien qu'il n'y ait pas de risque de crédit dans des pays comme la Suisse.

Quels sont les principaux risques auxquels sont confrontés les détenteurs d'obligations d'État ?

► **Frederik Mellors:** Les risques sont nombreux. Le plus important concerne le risque de crédit, qui peut être subdivisé en risque de défaut et risque d'écart (*spread*). Le risque de défaut intervient lorsque l'emprunteur ne paie pas un coupon ou la totalité du principal. Le risque de *spread* se réfère aux fluctuations de la valeur de marché de l'obligation qui résultent d'une modification des estimations du risque de défaut. Le risque de taux d'intérêt peut également entraîner des fluctuations du cours des obligations. Il convient par ailleurs de tenir compte de la répression financière, dans le cadre de laquelle les gouvernements maintiennent les taux d'intérêt à des niveaux artificiellement bas, ce qui oblige les prêteurs à percevoir des intérêts inférieurs à ceux du marché libre. Le risque de liquidité peut avoir un impact sur les prix du marché car la négociabilité peut être limitée en période de forte incertitude ou de conditions de financement tendues. Michael Milken, un éminent trader d'obligations à haut risque (*junk bonds*) dans les années 1970 et 1980, a dit un jour à juste titre: " La liquidité est une illusion. Elle est toujours là quand nous n'en avons pas besoin, et rarement là quand nous en avons

besoin ". Enfin, les épargnants et les emprunteurs qui négocient dans d'autres monnaies que la leur peuvent être confrontés à des risques de change.

► **Andreas Müller:** Les États sont des emprunteurs globalement solvables. Cependant, l'inflation constitue un véritable risque, quel que soit l'État concerné. Bien que les marchés financiers offrent des solutions pour se protéger contre l'inflation, le défaut de paiement et les risques de change potentiels, ces assurances ont un coût et sont souvent imparfaites. Les rendements des obligations d'État à dix ans émises en monnaie locale varient actuellement de 0,8% pour la Suisse, à 3,7% pour la Grèce, à 4,2% pour les États-Unis et jusqu'à 14,9% pour le Brésil. Cela s'explique, entre autres facteurs, par les différentes attentes en matière d'inflation. Les prêteurs doivent comprendre tous les différents risques encourus et calculer le niveau de risque qu'ils sont prêts à accepter. De nombreux acteurs du marché, en particulier sur les marchés des obligations d'État négociées en bourse, veillent à ce qu'il n'y ait pas d'opportunité d'arbitrage.



Mécanismes

Quels effets les incertitudes financières et politiques ont-elles sur les taux d'intérêt des obligations d'État ?

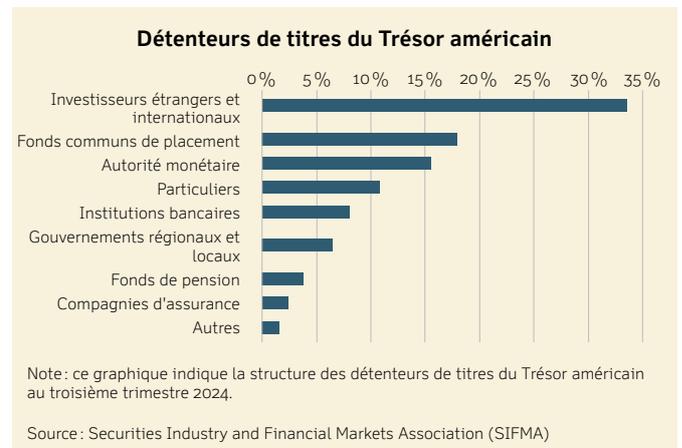
► **Michel Habib:** Les changements financiers et politiques affectent le prix d'une obligation, et donc son rendement, dans la mesure où ils affectent la probabilité de remboursement ou le taux d'intérêt utilisé pour actualiser les paiements des coupons et le remboursement du principal. Les rendements obligataires sont donc des moyens de communication extrêmement importants. Par exemple, le fait que le rendement des obligations grecques soit beaucoup plus proche de celui des obligations allemandes aujourd'hui qu'il ne l'était il y a encore quelques années indique que les investisseurs estiment, à tort ou à raison, que la Grèce a fait des progrès significatifs pour améliorer la viabilité de sa dette. Ce rapprochement pourrait également suggérer que l'Allemagne est confrontée à des turbulences en raison de sa situation politique et économique actuelle.

► **Andreas Müller:** Plusieurs facteurs entrent en ligne de compte en ce qui concerne les incertitudes politiques. Tout d'abord, les cycles électoraux ont un impact significatif, en particulier lors d'élections anticipées durant lesquelles la majorité politique peut passer d'un parti à un autre. Ensuite, lorsque le gouvernement peine à adopter un budget, l'incertitude règne quant à savoir si ses dépenses seront couvertes par des augmentations d'impôts ou par des emprunts, ou s'il existe un risque de *shutdown* (arrêt des activités gouvernementales) ou de défaut de paiement. Enfin, des recherches indiquent que la "couleur" politique du gouvernement en place a également un effet sur l'émission de la dette souveraine. Paradoxalement, en temps normal, les gouvernements de droite ont tendance à laisser la dette s'accroître plus rapidement que les gouvernements de gauche.

Qui sont les principaux prêteurs sur le marché de la dette souveraine ?

► **Frederik Mellors:** Trois groupes distincts opèrent sur le marché de la dette souveraine. Premièrement les investisseurs institutionnels qui utilisent des stratégies *buy and hold* (via lesquelles ils conservent leurs titres pendant une période relativement longue). Deuxièmement les banques centrales qui font des incursions sur le marché de la dette souveraine pour gérer l'inflation et la liquidité par le biais de politiques de bilans. Et troisièmement les fonds souverains qui ont des objectifs variés, allant de considérations géopolitiques à des taux de change ciblés, en passant par des investissements à long terme. Le gel de 300 milliards de dollars américains des réserves de la banque centrale russe après l'invasion de l'Ukraine par la Russie en 2022 a changé la dynamique pour tous les participants, mais en particulier pour les investisseurs du secteur officiel. Certains acteurs ont progressivement cherché à se diversifier pour gérer leur exposition aux risques liés aux dollars américains, en se tournant

vers des actifs tels que l'or ou des avoirs en devises autres que le dollar américain et l'euro, ceci afin d'atténuer leur exposition à d'éventuelles sanctions.



Quels mécanismes permettent aux obligations d'État, qui sont essentiellement émises sans garantie, de fonctionner comme les instruments très liquides souhaités par les investisseurs ?

► **Michel Habib:** La liquidité, c'est-à-dire la capacité d'effectuer des transactions importantes avec de faibles variations de prix, dépend à la fois de l'information et de la taille. Les junk bonds sont moins liquides que les obligations de première qualité (*investment grade bonds*), car les junk bonds sont généralement associés à un degré d'incertitude plus élevé. Les obligations émises par des petits pays sont généralement moins liquides que celles émises par des grands pays, car une transaction d'un certain montant représentera une plus grande fraction des obligations en circulation au sein d'un plus petit pays. La solvabilité d'un pays augmente la liquidité en réduisant l'incertitude quant à la capacité du pays à assurer le service de sa dette. Il en va de même pour la standardisation, comme dans le cas d'une monnaie commune telle que l'euro, par exemple, qui augmente la taille du marché concerné.

Pourquoi les États choisissent-ils d'émettre de la dette plutôt que d'augmenter les impôts ou de réduire les dépenses pour remédier aux déséquilibres budgétaires ?

► **Frederik Mellors:** Comme tous les responsables des finances publiques en sont bien conscients, il n'est jamais facile d'augmenter les impôts ou de réduire les dépenses publiques. S'endetter davantage semble souvent être l'option la plus aisée, en tous cas jusqu'à ce que les "vigiles" des marchés obligataires interviennent. Depuis le début de l'année, les rendements obligataires ont augmenté de manière significative, ce qui reflète des difficultés budgétaires. La hausse des rendements augmente les coûts

d'emprunt et complique les efforts de réduction des déficits et de stabilisation de la dette publique. Il est probable que nous assisterons dans le monde entier à une combinaison de réductions des dépenses publiques et de hausses d'impôts. Par exemple, des chiffres récents aux États-Unis prévoient que les paiements d'intérêts des administrations publiques représenteront l'équivalent de 13,5 % des recettes du gouvernement fédéral américain cette année, contre 6,5 % en 2020.

► **Andreas Müller:** Le vieillissement de la population mondiale a également un impact, car la combinaison d'une part croissante de personnes âgées et de l'augmentation des coûts des soins de santé implique naturellement une hausse des besoins en termes de services de santé publique. Le fait que la génération plus âgée soit plus disciplinée en matière de vote que la jeune génération augmente les chances que le problème de la dette ne soit passé comme une "patate chaude" à la prochaine génération. Les dépenses financées par la dette répartissent la charge financière sur plusieurs décennies, une approche que les personnes âgées sont plus disposées à soutenir que la jeune génération.

Le financement du déficit, c'est-à-dire le fait d'emprunter pour financer le déficit public, est-il de facto gratuit lorsque les taux d'intérêt sont inférieurs aux taux de croissance ?

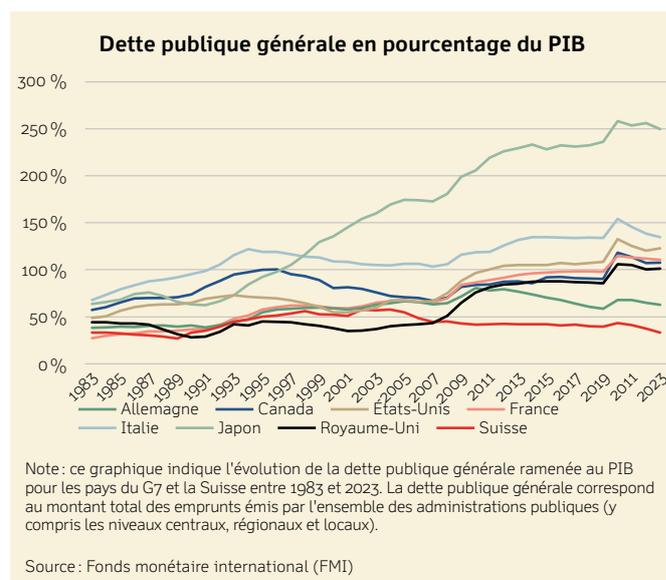
► **Michel Habib:** Non ! Peu de choses sont gratuites dans la vie. Il faudrait plutôt dire que lorsque les taux d'intérêt sont inférieurs aux taux de croissance, le ratio dette/PIB diminue au fil du temps en l'absence de déficits primaires importants. La croissance n'est toutefois pas un phénomène entièrement exogène. Au final, il n'y a de croissance que si le produit des emprunts est investi dans des projets ayant une valeur actuelle nette positive.

Existe-t-il un niveau idéal de dette souveraine ?

► **Andreas Müller:** Il est difficile de déterminer un ratio standard. Le ratio dette publique/PIB varie énormément entre les pays, tout comme l'éventail des mandats qui sont confiés aux gouvernements. Certains États se contentant d'assurer la sécurité, de construire des routes et de dispenser un enseignement de base, tandis que d'autres offrent un système d'enseignement supérieur, des services de santé et gèrent des systèmes de retraite. L'accent doit être mis sur la tendance à long terme du ratio dette/PIB, plutôt que sur la détermination d'un ratio optimal. Au cours des 20 dernières années, certains pays, comme l'Allemagne, ont maintenu un ratio stable. D'autres, comme le Canada, les États-Unis, la France et le Japon, ont vu leur ratio dette publique/PIB augmenter entre 50 % et 100 %, le Royaume-Uni ayant même connu une augmentation encore plus importante. La grande crise financière, la récession liée à la pandémie et la crise énergétique européenne sont à l'origine du

gonflement de cette dette. Pour les pays dont le ratio dette/PIB est élevé, il est important de conserver ou de reconstituer une certaine marge de manœuvre budgétaire pour se préparer à la prochaine crise économique potentielle. Les données suggèrent que, pour l'Europe, un ratio dette publique/PIB de 60 % permet aux États de rester dans une zone "sans risque", où l'augmentation des emprunts n'entraîne pas de hausse des taux d'intérêt.

► **Michel Habib:** Déterminer s'il existe un niveau idéal de dette souveraine est une question qui a fait l'objet de nombreux travaux de recherche. Le FMI s'est penché sur la question, tout comme de nombreux universitaires. Il est intéressant de noter qu'il n'y a pas de réponse claire, car ce niveau d'endettement dépend du taux de croissance d'un pays et de la volatilité de ce taux. Lorsque Gordon Brown était chancelier de l'Échiquier au Royaume-Uni, il avait promis au gouvernement travailliste de suivre la "règle d'or" selon laquelle les dépenses courantes seraient financées par l'impôt et les emprunts ne serviraient qu'à financer l'investissement. Brown visait un ratio dette nette/PIB inférieur à 40 %, un objectif qu'il a atteint, en moyenne, durant son mandat au Trésor britannique de 1997 à 2007. La crise de 2008 et la nécessité de renflouer de nombreuses institutions financières britanniques ont toutefois entraîné une forte augmentation du ratio dette/PIB du Royaume-Uni.



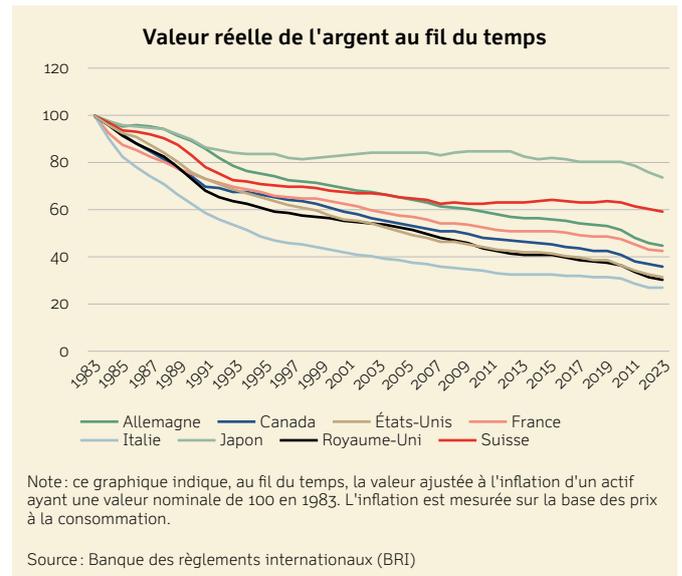
Quelle est la validité de l'hypothèse selon laquelle la dette souveraine serait "sans risque" ?

► **Frederik Mellors:** Cela dépend de ce que vous voulez dire par "sans risque". Je ne pense pas qu'il existe un actif qui en lui-même soit sans risque. L'inflation, par exemple, érode la valeur réelle des remboursements nominaux à l'échéance. Il est certes possible de se couvrir contre divers risques, tels que le défaut de paiement ou l'inflation, mais ces solutions ont un prix. Pendant longtemps, les bons du Trésor américain étaient considérés comme un actif sans risque au niveau mondial car ils étaient soutenus par le gouvernement américain, l'économie américaine et le dollar américain. Cependant, les données montrent que les prix à la consommation ont augmenté de 35 % aux États-Unis au cours de la dernière décennie. Cela signifie qu'une obligation du Trésor américain début 2015 vaut aujourd'hui moins de 75 dollars américains en termes réels. Cela représente une perte importante. Comme l'affirmait Milton Friedman, "l'inflation est une taxation sans législation".

Quelles sont les différentes manières dont un État peut faire défaut sur sa dette souveraine ?

► **Juerg Adamek:** Les définitions et les perceptions de ce qui constitue un défaut de paiement varient selon les cadres juridiques, les agences de notation et le marché. Ce qu'il est important de retenir, cependant, c'est que la restructuration de la dette peut être entreprise soit après le défaut de paiement, soit à titre préventif. Si une restructuration s'avère inévitable, une action rapide permet généralement d'en atténuer l'impact négatif.

► **Michel Habib:** Une forme de défaut qui intervient *de facto*, mais non *de jure*, prend la forme d'une inflation plus élevée que prévu. Dans ce cas, les prêteurs sont remboursés, mais dans une monnaie dont la valeur est inférieure à celle à laquelle ils s'attendaient lorsqu'ils ont prêté à un État. Toutefois, en l'absence de répression financière, les taux d'intérêt débiteurs finissent par s'ajuster pour tenir compte de la hausse de l'inflation. L'hyperinflation est un cas extrême de défaut de paiement, en ce sens qu'elle détruit la valeur du passif le plus fondamental de l'État, à savoir sa monnaie. Si elle n'est pas anticipée, l'hyperinflation peut résorber une grande partie du problème de la dette d'un gouvernement, à un coût énorme pour les détenteurs de la dette publique. Par exemple, l'hyperinflation allemande du début des années 1920 a permis le remboursement d'une grande partie des réparations dues par l'Allemagne après la Première Guerre mondiale. Ce remboursement a été effectué avec une monnaie qui ne valait plus qu'une infime fraction de sa valeur au moment de l'émission de la dette.



Quels sont les défis et les opportunités liés à la restructuration de la dette publique ?

► **Juerg Adamek:** Les défis sont nombreux, car la restructuration de la dette pose des problèmes importants en matière de coordination et d'action collective, et se déroule souvent dans un contexte de forte incertitude. Il faut tout d'abord comprendre clairement la situation de la dette. Cela devient ensuite un défi organisationnel, car l'État et les divers détenteurs bilatéraux de la dette publique et privée doivent se mettre d'accord sur les termes et conditions de cette restructuration. Les organisations multilatérales comme le FMI ou la Banque mondiale ne participent pas directement aux négociations sur la restructuration de la dette entre le débiteur et ses créanciers. Cependant, leurs conseils, leurs programmes et leurs opérations de prêt ont généralement un impact significatif sur les résultats de ces restructurations. Une fois que les termes et conditions d'une restructuration sont établis, l'accent est mis sur la mise en œuvre, qui peut créer d'autres défis. Toute cette démarche se produit généralement dans un contexte politique et financier très délicat, dans lequel interviennent de nombreux acteurs publics et privés. La restructuration de la dette est donc une tâche complexe. Les États hésitent souvent à se soumettre à cet exercice, probablement par crainte d'implications négatives sur leur accès aux marchés financiers. Les créanciers freinent également souvent des quatre fers, probablement pour éviter de subir des pertes inutiles. La démarche de restructuration de la dette s'avère donc souvent trop de façon tardive et insuffisante ("*too little, too late*").

► **Frederik Mellors:** Il est essentiel de réfléchir aux épisodes précédents de l'histoire économique, qui regorge d'exemples où la restructuration de la dette a permis aux emprunteurs de prendre un nouveau départ tout en offrant des opportunités aux prêteurs. Bien que les obligations en difficulté se négocient souvent avec une décote, le processus de restructuration permet de renouer avec un certain optimisme, ce qui entraîne une hausse du prix des obligations. Il existe cependant aussi des cas de défauts de paiement incontrôlés et de pays qui se retrouvent exclus des marchés financiers internationaux pendant de longues périodes. Au cours des 20 dernières années, le paysage géopolitique a connu des changements profonds, le gouvernement chinois ayant considérablement augmenté son activité d'octroi de prêts directs, plutôt que par l'intermédiaire d'organisations multilatérales, à des pays d'Afrique, d'Amérique latine et d'Asie, ceci afin d'asseoir son influence. Dans un monde de plus en plus polarisé, l'importance des facteurs macroéconomiques a diminué, tandis que celle des facteurs géopolitiques a augmenté. Ce nouvel équilibre crée également des opportunités pour les petites économies émergentes, qui peuvent négocier avec plusieurs groupes de créanciers afin d'obtenir des conditions d'emprunt plus favorables. La récente restructuration de la dette du Sri Lanka en est un exemple : le FMI y a participé, tout comme des créanciers du secteur privé de la Chine et de l'Inde.

Quelles sont les implications économiques et sociales plus larges d'un défaut souverain ?

► **Juerg Adamek:** Les problèmes liés à la dette souveraine se répercutent généralement sur le secteur bancaire national et finissent par avoir un impact sur l'ensemble de l'économie. Plus généralement, les défauts de paiement coïncident souvent avec des évolutions économiques ou politiques défavorables dans le pays concerné. Les programmes du FMI aident les pays à rétablir la stabilité macroéconomique et la croissance, comme le montre l'exemple de l'Irlande, qui a travaillé avec le FMI entre 2010 et 2013. Pour que les programmes du FMI soient efficaces, il faut que les autorités s'approprient et s'engagent fermement en faveur des changements et des réformes politiques nécessaires et, idéalement, que ces réformes bénéficient d'un large soutien de la part de l'opinion publique. Il est essentiel de remédier aux vulnérabilités, de garantir des politiques macroéconomiques saines et d'améliorer les cadres politiques, les institutions et les fondamentaux pour permettre une reprise solide, renforcer la résilience et améliorer durablement les perspectives économiques. Un simple soutien financier ne suffit généralement pas.



Contexte actuel

À l'heure où les ratios dette souveraine/PIB atteignent des sommets, quels sont les risques économiques potentiels ?

► **Steven Ongena:** Les travaux de recherche menés sur cette question sont sujets à controverses, en raison du nombre limité de points de données et de la variabilité des scénarios. Nous constatons néanmoins que les marchés financiers ne réagissent en général pas favorablement à des niveaux élevés ou à des augmentations du ratio dette souveraine/PIB. Cela limite la capacité d'un gouvernement à résister à des chocs extérieurs supplémentaires au travers de financements additionnels. Toute hausse des taux d'intérêt nominaux augmente le coût de la nouvelle dette, ainsi que celui de la dette existante qui doit être renouvelée selon les nouvelles conditions du marché. Compte tenu de ces facteurs, les gouvernements qui opèrent avec des niveaux élevés de dette ou de déficit doivent restreindre leur action et peinent donc à remplir leur mandat. Il est intéressant de noter que le concept d'un niveau maximal pour le ratio dette souveraine/PIB constitue une cible mouvante, tant pour les universitaires que pour les praticiens. Les études portent principalement sur les États-Unis, qui affichent un ratio dette/PIB historiquement élevé et qui sont le plus grand émetteur d'obligations au monde. Je pense que, dans la conjoncture actuelle, le gouvernement américain aura du mal à obtenir des financements supplémentaires significatifs pour faire face à un choc "inattendu" de grande ampleur. Dans ce contexte, l'argument traditionnel selon lequel un gouvernement peut augmenter ses ressources financières par le biais de l'imposition se heurte à des limites. La pression fiscale ne peut être illimitée. En outre, les faits montrent que des bénéfices considérables sont transférés par les entreprises depuis pays à forts taux d'imposition, comme les États-Unis et la France, vers des paradis fiscaux tels que les Bermudes, les îles Caïmans, les Émirats arabes unis, l'Irlande et les îles Vierges britanniques. Les résultats suggèrent que le transfert annuel des bénéfices des entreprises au niveau mondial dépasse 1'000 milliards de dollars américains, ce qui sape la capacité des nations souveraines à collecter l'équivalent de centaines de milliards de dollars américains. De la même manière, les particuliers très fortunés n'hésitent pas non plus à déplacer leurs capitaux.

► **Juerg Adamek:** Un problème notable est celui de l'effet d'"évitement" (*crowding out*) des dépenses publiques, résultant du coût du service de la dette. Avec un ratio dette/PIB élevé et en augmentation croissante et un coût de la dette élevé, de nombreux pays sont contraints d'allouer toujours plus de ressources au service de leur dette, au lieu de consacrer ces ressources aux infrastructures, à l'éducation, à la santé, au climat ou à la défense, par exemple. Se pose par ailleurs la question du "lien entre les banques et leur gouvernement" (*sovereign-bank nexus*). Dans de nombreux pays, les banques commerciales sont fortement exposées à la dette souveraine. Toute diminution de la valeur de cette dette affecte

donc les banques. L'instabilité financière peut également avoir des implications pour les finances publiques, directement et surtout indirectement, par le biais de répercussions sur l'économie réelle. À la veille de la crise de la dette souveraine dans la zone euro, l'économie grecque ne représentait que 2% de l'économie de l'Union européenne. Et pourtant, lorsque la Grèce a été confrontée à la crise de sa dette souveraine en 2010, le secteur bancaire et l'économie européenne ont été ébranlés. Difficile donc d'imaginer quelles seraient les répercussions d'un épisode similaire de surendettement dans une économie beaucoup plus grande. À l'échelle mondiale, la dette a atteint des niveaux inégalés depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale. Pour stabiliser et réduire la dette au fil du temps, l'assainissement budgétaire est un exercice aussi essentiel que difficile, compte tenu des besoins pressants des États en matière de dépenses publiques. Il est donc essentiel d'établir des priorités strictes et d'améliorer l'efficacité des dépenses publiques. Par ailleurs, une croissance économique robuste contribue à assurer la viabilité de la dette. Il est donc important de poursuivre avec détermination les efforts visant à favoriser une croissance forte et durable, y compris les réformes structurelles, surtout compte tenu des prévisions relativement modestes en matière d'évolution de la croissance économique mondiale.

► **Michel Habib:** Les recherches menées par les économistes Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff suggèrent que des ratios dette/PIB de 90% et plus sont associés à des taux de croissance plus faibles. Bien que tout le monde ne soit pas d'accord avec cette analyse et ses conclusions, il est clair que le fait de devoir consacrer des ressources importantes au service de la dette réduit les montants dont le gouvernement dispose pour répondre à d'autres besoins, tels que l'éducation ou l'investissement.

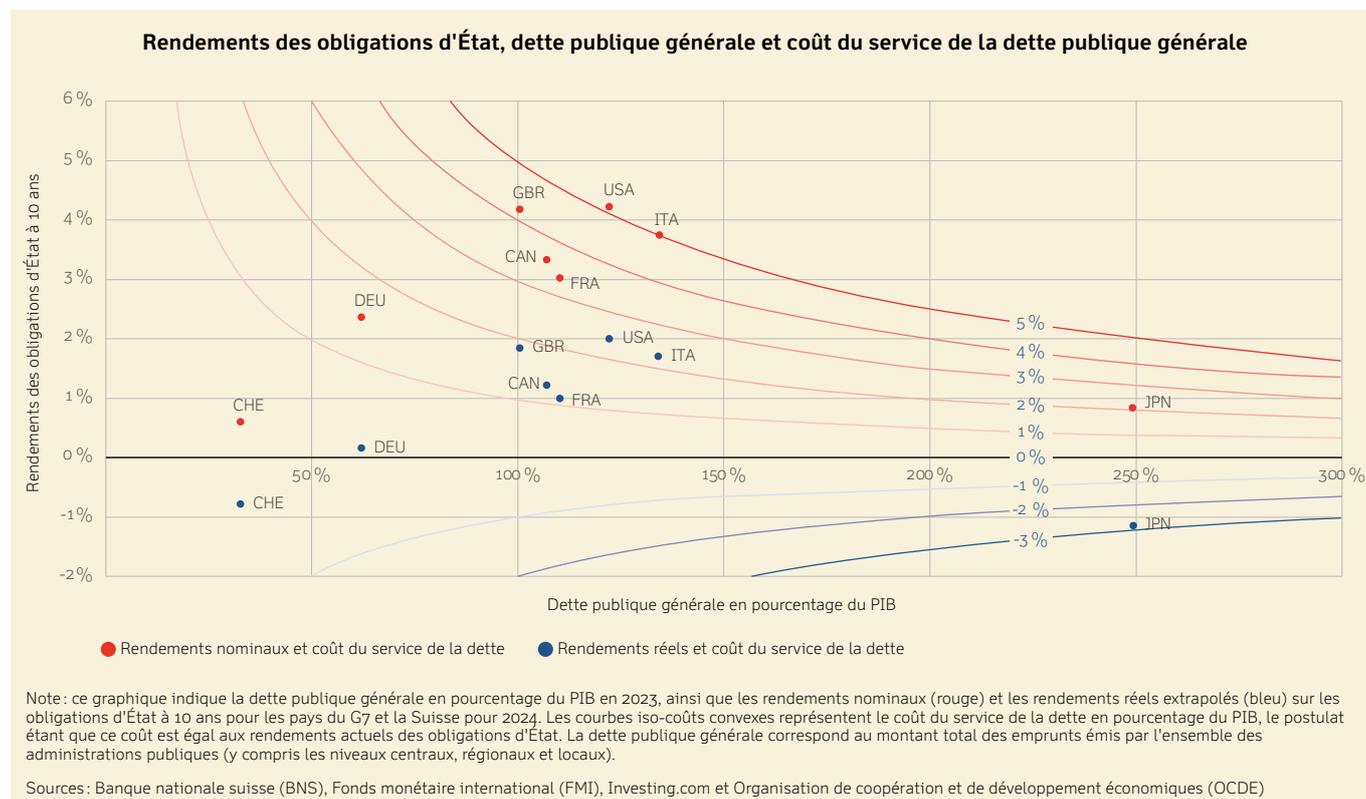
Outre les ratios dette/PIB, quelles sont les autres indicateurs qui permettent d'évaluer efficacement la santé budgétaire d'un pays ?

► **Andreas Müller:** Une autre mesure est l'écart par rapport au taux d'intérêt sans risque. Les mécanismes du marché montrent que lorsque le ratio dette/PIB augmente, moins de recettes sont générées à chaque augmentation ultérieure de la dette, en raison de l'augmentation des taux d'intérêt. Identifier un indicateur unique "parfait" pour évaluer la santé budgétaire d'un pays reste cependant difficile. Je me préoccupe surtout de la tendance persistante à la hausse que nous avons observée dans de nombreux pays au cours des 20 dernières années. Il est important de rappeler que le traité de Maastricht de 1993 prévoyait que la dette publique ne dépasse pas 60% du PIB. Aujourd'hui, seule la moitié des 27 membres de l'UE respectent actuellement cette exigence, et parmi les six premiers pays du noyau originel de l'UE, seuls le Luxembourg et les

Pays-Bas atteignent cet objectif. Face à ce gonflement de la dette il est probable que de nombreux pays auront du mal à affronter les prochaines crises économiques. Les marchés financiers commencent à envisager l'éventualité que les dettes ne soient pas intégralement remboursées. Il faudrait que les niveaux d'endettement diminuent pendant les périodes économiques favorables, un objectif que peu de pays s'efforcent activement d'atteindre.

Juerg Adamek: Si le ratio dette brute/PIB constitue certainement l'indicateur le plus important et le plus couramment utilisé, de nombreux autres indicateurs peuvent être utilisés pour évaluer la situation d'endettement d'un État. Parmi eux nous pouvons citer notamment le coût du service de la dette, la résilience et la profondeur du secteur financier, la dépendance du pays à l'égard des financements extérieurs, l'exposition aux recettes du commerce international et l'échéance moyenne de la dette. Le niveau de la dette publique brute qu'un État peut supporter de manière durable varie donc considérablement d'une économie à l'autre. Par exemple, le Japon a un ratio dette brute/PIB supérieur à 250 % et n'est pas pour autant confronté à une situation imminente de surendettement.

L'un des facteurs atténuants est que sa dette nette est nettement inférieure (elle représente environ 150 % du PIB) en raison des actifs financiers substantiels détenus par l'État japonais. En revanche, le ratio dette brute/PIB du Tchad était légèrement supérieur à 50 % lorsque le pays s'est retrouvé en situation de surendettement à la fin de l'année 2020. Les discordances de change résultant d'emprunts en devises étrangères constituent une autre source de risque importante pour de nombreux États, en particulier pour les économies émergentes et en développement, car elles les exposent aux fluctuations des taux de change et des flux de capitaux. Les recherches indiquent qu'au cours des deux dernières décennies, les économies émergentes ont pu emprunter de plus en plus dans leur monnaie nationale. Cependant, une analyse plus approfondie montre que lorsque les obligations libellées en monnaie locale sont détenues dans une large mesure par des investisseurs étrangers, et donc que les asymétries de devises ont migré vers les bilans de ces investisseurs, la vulnérabilité aux fluctuations des flux de capitaux et des taux de change demeure. Pour résoudre véritablement ce problème, il faudrait que les emprunts nationaux soient principalement financés par l'épargne nationale.



Quelle est l'efficacité des transactions sur le marché des obligations d'État ?

► **Steven Ongena:** Au cours des 15 dernières années, le marché primaire est devenu plus organisé, tandis que le marché secondaire est devenu très liquide, transparent et efficace grâce à l'introduction de plateformes électroniques de négociation d'obligations. La technologie *blockchain* et la finance décentralisée devraient encore améliorer le marché grâce au recours au règlement instantané. Chaque gain d'efficacité permet un progrès substantiel. L'année dernière, la valeur totale des titres négociables du Trésor américain en circulation a dépassé 28'000 milliards de dollars américains. Une différence d'un point de base équivaut à près de 3 milliards de dollars américains.

Quels sont les facteurs évalués par les notations de crédit de la dette souveraine ? Ces notations sont-elles fiables ?

► **Steven Ongena:** Les notations de crédit sont importantes pour plusieurs raisons. D'une part, un abaissement de ces notations entraîne une hausse des taux d'intérêt nominaux pour les entités souveraines. D'autre part, sur la base de ces notations, les investisseurs institutionnels doivent gérer des contraintes internes de portefeuille en ce qui concerne leurs allocations. Il est donc toujours avantageux pour les États d'obtenir les meilleures notations possibles afin de garantir des taux bas et une forte demande. Les données confirment l'idée selon laquelle les notations de crédit façonnent les perceptions du marché. Elles sont considérées comme des sources d'information importantes. Il a toutefois existé et il continuera d'exister des cas spécifiques où ces notations n'ont pas été à la hauteur.

► **Frederik Mellors:** Les notations de crédit offrent des indications précieuses. Elles prennent en compte les facteurs macroéconomiques intérieurs et extérieurs, la flexibilité fiscale, la dette existante, la capacité du gouvernement à négocier des augmentations d'impôts ou des réductions de dépenses, et sa capacité à prélever des impôts. Bien qu'aucune mesure ne soit parfaite et que nous ne puissions pas nous fier uniquement à ces notations, elles n'en demeurent pas moins importantes. Il est intéressant de noter que le marché a tendance à prendre en compte d'autres indicateurs, tels que les changements géopolitiques, ainsi que des facteurs plus qualitatifs comme la qualité des institutions gouvernementales et des systèmes judiciaires d'un pays, et qu'il le fait de manière proactive. Il est également utile de rappeler que le marché reflète les perspectives de millions d'investisseurs et non pas seulement l'opinion d'une seule entité, et qu'il est donc important de prêter attention à ces différents points de vue.

Notations de crédit des gouvernements et rendements des obligations d'État

Notation de crédit S&P	Pays	Rendements nominaux des obligations d'État à 10 ans	Prévisions d'inflation	Rendements réels extrapolés des obligations d'État à 10 ans
AAA	Allemagne	2.35 %	2.20 %	0.15 %
AAA	Canada	3.33 %	2.10 %	1.20 %
AAA	Suisse	0.59 %	1.40 %	-0.80 %
AA+	États-Unis	4.22 %	2.20 %	1.98 %
AA	Royaume-Uni	4.17 %	2.30 %	1.83 %
AA-	France	3.00 %	2.00 %	0.98 %
A+	Japon	0.82 %	2.00 %	-1.16 %
BBB	Italie	3.71 %	2.00 %	1.68 %

Note : ce tableau indique les notations de crédit à long terme en devises étrangères de S&P Global pour les pays du G7 et la Suisse en 2024, les rendements nominaux des obligations d'État à 10 ans pour 2024, les prévisions annuelles d'inflation pour 2025 et les rendements réels extrapolés des obligations d'État à 10 ans.

Sources : Banque nationale suisse (BNS), Investing.com, Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) et S&P Global

Dans quelle mesure les mesures d'austérité prises par les gouvernements influencent-elles le coût des emprunts souverains ?

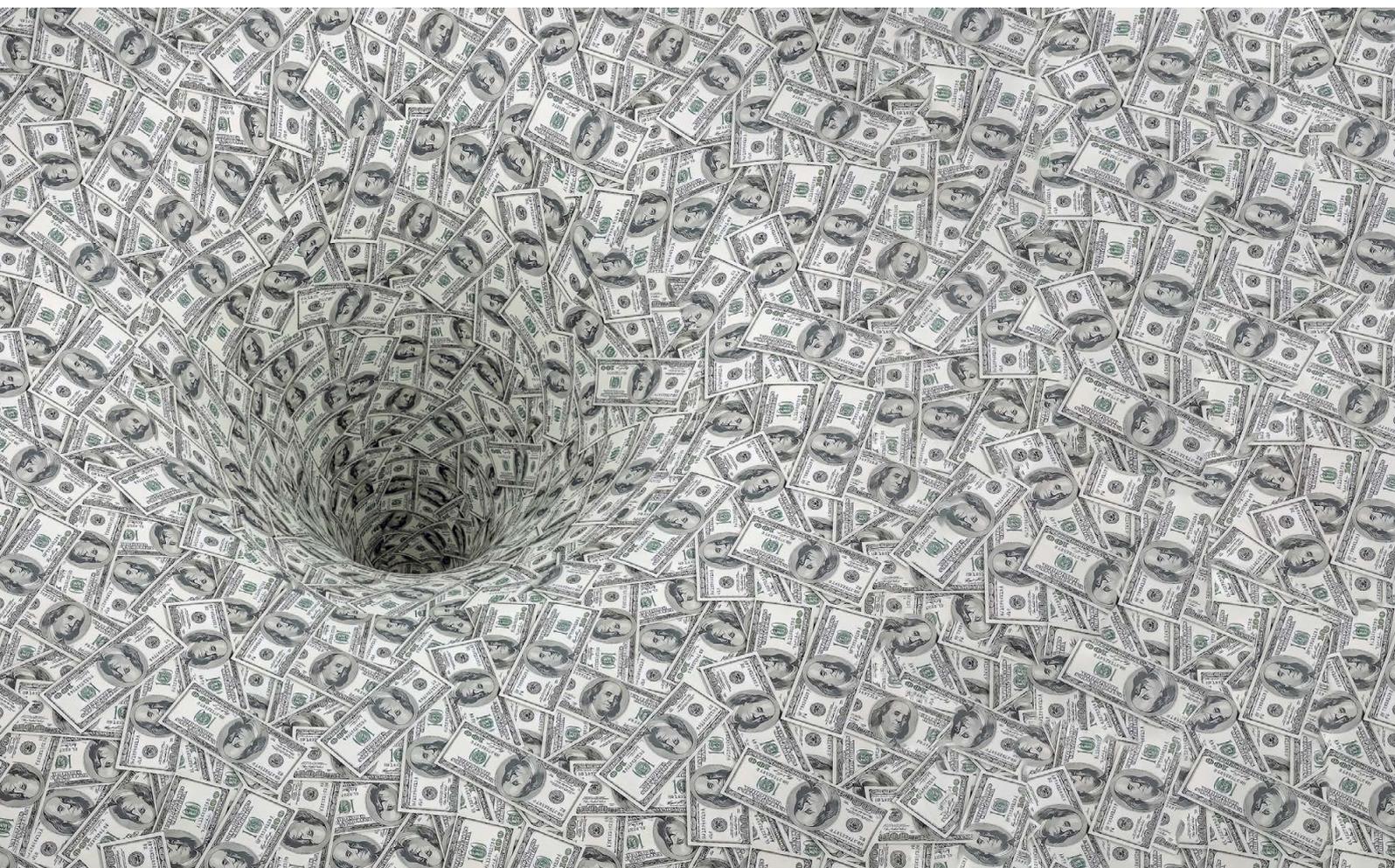
► **Juerg Adamek:** C'est une question empirique à laquelle il est difficile de répondre, en raison de la complexité et des mécanismes d'endogénéité en jeu. Il est déjà difficile d'estimer l'effet de mesures d'austérité sur la production. Si l'effet immédiat d'un assainissement budgétaire est forcément contractionniste, la répercussion totale sur la production dépend de nombreux facteurs. Il est essentiel que les décideurs politiques soient crédibles. Une stratégie de consolidation crédible, c'est-à-dire un plan ambitieux mais réaliste, doit être présentée. Et les responsables politiques doivent s'engager de manière crédible à poursuivre cette stratégie et à s'y tenir à moyen et long terme. L'adoption de règles budgétaires, comme par exemple le "frein à l'endettement" suisse, peut être utile à cet égard. Pour faciliter l'assainissement budgétaire d'une manière favorable à la croissance, il est également important d'améliorer la qualité de la politique budgétaire. Cela peut se faire, par exemple, en améliorant l'efficacité des dépenses publiques ou en concentrant la rationalisation des dépenses sur des catégories ayant des effets relativement modestes sur la croissance. Bien que l'effet quantitatif des mesures d'austérité soit difficile à estimer avec précision, il est difficile d'imaginer comment les marchés pourraient ne pas faire la différence entre des efforts crédibles pour assurer la viabilité de la dette et l'absence de tels efforts.

La dette souveraine émise en monnaie nationale doit-elle être considérée comme plus sûre que la dette émise en monnaie étrangère ?

► **Andreas Müller:** L'émission d'une dette souveraine dans une devise étrangère ajoute une certaine dose de la complexité et de risque à l'opération. Cependant, les États n'ont souvent pas d'autre choix que d'y recourir pour obtenir des financements suffisants. Il est intéressant de noter que les risques associés à la dette souveraine peuvent peser à la fois sur le prêteur et sur l'emprunteur. Ces opérations réduisent certes le risque de change pour le prêteur, mais elles augmentent en même temps la probabilité que l'emprunteur fasse défaut en raison de la dépréciation de la monnaie locale. Un exemple: le peso argentin a perdu près de 90 % de sa valeur par rapport au dollar américain au cours des cinq dernières années, ce qui rend aujourd'hui le remboursement d'une obligation souveraine argentine émise il y a cinq ans en dollars américains presque dix fois plus coûteux pour le gouvernement argentin. Il existe des solutions pour atténuer l'exposition au risque de change, mais elles sont rarement réalisables à l'échelle de l'émission des obligations d'État.

Est-il possible pour un gouvernement de programmer stratégiquement un défaut de paiement ?

► **Steven Ongena:** Les États sont généralement en position avantageuse, car ils ne sont pas soumis à la juridiction des tribunaux des faillites et les risques de saisie d'actifs sont minimes. Nous observons cependant relativement peu d'indications de défauts de paiements stratégiques. Un défaut de paiement, quel qu'il soit, est très coûteux. La Cour suprême des États-Unis a récemment ouvert la voie à la saisie par les créanciers de plus de 300 millions de dollars américains détenus sur des comptes argentins à l'étranger, ce qui constitue une évolution intéressante en matière de saisie d'actifs. Bien que ce changement soit révolutionnaire, le montant reste faible par rapport à l'ensemble des sommes en jeu. En fin de compte, c'est le marché qui assène le coup le plus dur, car il peut sanctionner toute tentative de défaut de paiement stratégique en excluant l'État ou en augmentant ses coûts d'emprunt pour les nouvelles émissions.



L'avenir

Dans les pays où les banques centrales détiennent des montants substantiels de dette souveraine nationale, quels en sont les avantages, les coûts et les risques à long terme ?

► **Michel Habib:** Cette question de plus en plus importante met en évidence la complexité de la relation entre les banques centrales et les gouvernements. Les banques centrales sont indépendantes, elles appartiennent à leurs gouvernements et elles détiennent de grandes quantités d'obligations de leur État. Une dette publique excessive dans le bilan d'une banque centrale peut réduire la solvabilité de la banque et diminuer la valeur de ses engagements, tels que les devises et les réserves des banques commerciales. Une telle évolution peut avoir des conséquences très négatives pour le système financier du pays.

Comment les États peuvent-ils équilibrer efficacement leurs besoins d'emprunt alors que leurs banques centrales cherchent à contrôler l'inflation en augmentant les taux directeurs ?

► **Steven Ongena:** L'inflation est un phénomène multidimensionnel qui a de nombreux effets contradictoires. D'un côté, elle a des effets économiques négatifs en diminuant le pouvoir d'achat, en réduisant les rendements réels et en diminuant la valeur de l'épargne. Mais de l'autre, elle présente certains avantages en promouvant la consommation au détriment de l'épargne, en faisant potentiellement baisser le chômage, en diminuant le coût réel des emprunts financiers existants et en réduisant la valeur réelle de la dette actuelle. Ces avantages et inconvénients rendent la gestion de l'inflation vulnérable aux pressions politiques. Il est important de se rappeler que les banques centrales, bien qu'indépendantes, sont finalement des créations politiques, souvent détenues et gouvernées par l'État, et qu'elles opèrent véritablement dans un contexte politique. Les banques centrales sont dans une position précaire quand elles souhaitent mettre en œuvre des mesures efficaces contre l'inflation sans encourager involontairement l'émission de dette publique. Dans le climat politique actuel, l'indépendance des banques centrales ne peut être considérée comme acquise.

Lors de la crise de la dette grecque, la contagion s'est propagée sur les marchés de la dette souveraine de la zone euro. Les solutions mises en œuvre à l'époque étaient-elles efficaces pour éviter que de tels risques ne se reproduisent ?

► **Frederik Mellors:** La crise de la dette souveraine de la zone euro, qui a culminé entre 2010 et 2012, était sans doute la plus importante crise de la dette souveraine de l'histoire. Les décotes imposées aux obligations grecques étaient considérables et sans précédent pour une économie développée. Pour éviter que la Grèce ne sorte de la zone euro, la troïka – la Banque centrale européenne, la Commission européenne et le FMI – a dû intervenir et restructurer

l'économie en supervisant le système bancaire, en mettant en œuvre des réformes et en accordant des prêts. Au cours de ce processus, les autorités ont introduit rétroactivement une clause d'action collective pour les obligations émises en vertu du droit grec. Jusqu'alors, ces obligations nécessitaient le consentement unanime de leurs détenteurs avant qu'une restructuration de la dette puisse être entreprise. Cet amendement a permis à une supermajorité de détenteurs d'obligations d'imposer les conditions de la restructuration à tous les détenteurs d'obligations, y compris ceux ou celles qui avaient voté contre une telle restructuration. Dans certains cas, les décotes dépassaient 50 %. Ce changement était clairement valable et nécessaire, mais il illustre le fait qu'en période de crise, les entités souveraines et les autorités supranationales peuvent changer les règles du jeu. Les investisseurs doivent garder cela à l'esprit lorsqu'ils et elles achètent des titres.

Quel rôle les fonds souverains jouent-ils sur le marché de la dette souveraine ?

► **Steven Ongena:** Les fonds souverains maintiennent généralement un portefeuille bien diversifié d'obligations souveraines internationales, chacun d'entre eux suivant une stratégie unique. Par exemple, le *Norwegian Wealth Fund* a récemment révélé qu'il détenait 167 milliards de dollars américains d'obligations d'État américaines, soit son investissement le plus important, représentant 9 % de l'ensemble du fonds. Ces entités ont naturellement une forte dimension politique. Les plus grands détenteurs d'obligations d'État sont toutefois généralement les banques centrales. La Réserve fédérale américaine détient près de 20 % de tous les bons du Trésor américain, tandis que plus de 40 % des actifs de la Banque de France sont liés au financement du secteur public français.

Quelle est l'influence des créanciers privés dans les négociations sur la dette souveraine et dans la résolution des litiges ?

► **Michel Habib:** Les investisseurs privés peuvent exercer une influence considérable. C'est notamment le cas des fonds "vautours", tels que les fonds spéculatifs qui ont acheté des titres de dette latino-américaine à forte décote. En insistant pour exiger un remboursement intégral alors que les autres créanciers sont prêts à accepter une décote, ces fonds vautours peuvent compromettre la réussite d'une opération de restructuration de la dette. L'augmentation des niveaux d'endettement, la hausse des taux d'intérêt et la possibilité d'une récession mondiale pourraient constituer un terrain fertile pour l'activité future des fonds vautours.

Quels sont les facteurs qui expliquent les récents efforts déployés par certains pays pour réduire leur dépendance vis-à-vis du dollar américain ? Dans quelle mesure ces efforts ont-ils été couronnés de succès ?

► **Frederik Mellors:** Les pays et les gouvernements qui ont fait l'objet de sanctions par les États-Unis, tels que la Corée du Nord, Cuba, l'Iran, la Syrie, le Venezuela et, plus récemment, la Russie, doivent trouver des moyens de contourner le dollar américain afin de participer aux échanges internationaux et d'obtenir des financements souverains étrangers. D'autres pays, comme la Chine, deviennent de plus en plus prudents concernant la détention de réserves en dollars américains ou en euros, en particulier après le gel des réserves de change de la banque centrale russe au début de l'année 2022. Les États-Unis tirent profit de la domination de leur monnaie, mais il n'existe pas de devise alternative de qualité supérieure. L'euro reste un projet fiscal incomplet et le gouvernement chinois contrôle le renminbi. S'efforcer de se diversifier par rapport au dollar américain peut être un objectif louable, mais pour encore de nombreuses années à venir, le dollar américain continuera à maintenir sa position dominante.

► **Steven Ongena:** Les États-Unis ont en effet utilisé leur monnaie comme un instrument de politique étrangère. Nous pouvons comprendre que les autres pays ne veulent pas être vulnérables face à la pression américaine, que cette dernière soit justifiée ou non. Avec le temps, le dollar américain perdra probablement son rôle central, à l'instar de la piastre espagnole et de la livre sterling britannique. Les problèmes actuels liés au plafond de la dette aux États-Unis créent une incertitude au niveau mondial et sont à l'origine de discussions sur des " solutions plus saines ". Bien qu'aucun instrument financier ne soit totalement sans risque en termes absolus, sur une échelle relative, les obligations souveraines et les monnaies de l'Allemagne, de l'Australie, du Canada, du Danemark, du Liechtenstein, du Luxembourg, de la Norvège, des Pays-Bas, de Singapour, de la Suède et de la Suisse semblent être plus sûres que les bons du Trésor américain, et leurs monnaies semblent être mieux gérées que le dollar américain. Toutefois, même au sein de ce groupe de pays, les situations sont nuancées. Et regardons la réalité en face : même le PIB de l'Allemagne, la plus grande économie de ce groupe, est six fois inférieur à celui des États-Unis. À l'heure actuelle, il n'existe pas d'alternative claire au dollar américain, et je ne m'attends pas à ce que cela change de sitôt.

Les précédentes opérations de sauvetage menées dans des contextes de crise de la dette souveraine ont-elles augmenté le risque d'aléa moral ?

► **Michel Habib:** Dans une certaine mesure, oui. Les renflouements (*bailouts*) diminuent le coût du défaut de paiement. Si un pays s'attend à être renfloué, il peut donc être tenté de se mettre dans une situation de défaut de paiement. Cet effet semble cependant peu répandu. Un défaut de paiement reste une opération coûteuse et les gouvernements des pays emprunteurs ont tendance à s'y opposer. Même en l'absence d'aléa moral, l'annulation de la dette, qui constitue le scénario de renflouement idéal du point de vue de l'emprunteur, facilite de nouveaux emprunts, ce qui entraîne parfois un retour à la situation antérieure au renflouement. Nous constatons ainsi que de nombreux pays ayant bénéficié de l'initiative en faveur des pays pauvres très endettés (PPTE) et de l'initiative d'allègement de la dette multilatérale (IADM), qui ont facilité l'annulation de plus de 100 milliards de dollars américains de dettes pour plus de 30 pays à faible revenu entre 1996 et 2014, se retrouvent aujourd'hui à nouveau très endettés.

► **Andreas Müller:** Lorsque l'aide du FMI arrive, le pays souverain est souvent déjà dans une situation désastreuse et aucun autre investisseur n'est disposé à intervenir. L'aide du FMI est généralement assortie de conditions et de réformes nécessaires. Les données historiques montrent que ces ajustements structurels sont non seulement essentiels, mais aussi qu'ils présentent des avantages à long terme. En analysant les données relatives aux versements et aux remboursements effectués par l'ensemble des membres du FMI au cours des 40 dernières années, rien ne permet de conclure que le FMI offre des chèques en blanc aux pays. Bien que l'aléa moral puisse exister, je ne pense pas que le FMI soit responsable d'une telle tendance. Le FMI n'est pas non plus la seule entité à soutenir les gouvernements confrontés à des problèmes d'émission de dette. Par exemple, la Banque centrale européenne est de plus en plus critiquée pour le soutien qu'elle apporte à certains pays de la zone euro face à l'élargissement de leurs spreads.

Quels sont les facteurs essentiels pour une restructuration réussie de la dette ?

► **Juerg Adamek:** La liste est longue. Pour la restructuration elle-même, il est important de s'appuyer sur des données solides et transparentes et sur une analyse approfondie et prudente de la viabilité de la dette. Il est primordial de bien comprendre au préalable l'ampleur et la nature d'un problème d'endettement avant d'adopter la bonne ligne de conduite. De surcroît, une coordination étroite entre le débiteur et ses créanciers et entre créanciers est importante pour surmonter le problème d'action collective et pour parvenir à un accord sur une solution efficace. En outre, la restructuration de la dette doit souvent s'accompagner d'un programme de mesures et de réformes politiques, comme un programme du FMI. Ce type de programme aide le pays débiteur à devenir plus résilient et à améliorer durablement sa situation macroéconomique. Cela renforce la capacité du pays à rembourser ses créanciers à l'avenir et rend ainsi le pays de nouveau attractif pour les investisseurs. Un engagement ferme en faveur des changements et des réformes politiques nécessaires, et la capacité à les mettre en œuvre, constitue donc un autre facteur important d'une restructuration réussie.

Quels sont les principaux défis auxquels les décideurs politiques seront confrontés sur un marché de la dette souveraine en pleine évolution ?

► **Steven Ongena:** Il est important d'analyser la situation dans son ensemble. Les chiffres de la dette publique mondiale suivent une trajectoire intenable. Les États sont confrontés à de nombreux rôles et défis. Et que ce soit dans un système pleinement démocratique ou dans un régime autoritaire strict, la politique joue toujours un rôle. Un État faible ne peut pas compter sur une discipline fiscale forte. Et une capacité financière limitée signifie que le pays sera moins prêt à affronter la prochaine crise. Nous l'avons vu récemment, lorsque les pays et les régions les plus touchés par la crise financière mondiale étaient moins bien équipés pour répondre à l'épidémie initiale de Covid et ont connu des taux de mortalité plus élevés. L'histoire se répétera et, à un moment donné, nous atteindrons un nouveau point de rupture.

Enfin, quels conseils donneriez-vous concernant les risques croissants du marché de la dette souveraine ?

► **Frederik Mellors:** Ces dernières années, nous avons observé que globalement le ratio dette/PIB tendait à augmenter en cas de conjoncture défavorable, mais qu'il ne diminuait pas en période de bonne santé économique. Les gouvernements et les responsables politiques sont devenus de plus en plus proactifs dans la gestion des cycles économiques. En 2024, l'économie américaine affichait un taux de croissance économique réel de 3% et un taux de chômage de 4%. Ces chiffres de pleine production et de plein emploi s'accompagnent portant d'un ratio déficit/PIB de plus de 6%, un chiffre que nous observons généralement au plus fort d'une récession. Compte tenu de la fragilité de l'environnement budgétaire actuel, la prochaine crise pourrait être particulièrement douloureuse en raison de la capacité limitée des États à affronter les fluctuations des marchés financiers. Malheureusement, la responsabilité de la gestion de la prochaine récession pourrait incomber aux banques centrales, qui pourraient être amenées à monétiser les emprunts d'État. Trouver un équilibre entre cette demande et le maintien de leurs objectifs de stabilité des prix pourrait devenir très difficile.

► **Steven Ongena:** L'augmentation des niveaux de la dette souveraine est une préoccupation importante, tout particulièrement en ce qui concerne celle des États-Unis, en raison de la taille et de l'influence du pays. Toute incertitude dans les économies du G7 aura un impact sur le marché mondial de la dette souveraine, sur le secteur financier au sens large et, au final, sur l'économie mondiale toute entière. Il est difficile de prédire les événements futurs, mais nous devons admettre que les gouvernements ne seront probablement pas en mesure de maintenir les mêmes niveaux de service public dans les institutions judiciaires, l'éducation ou les soins de santé que ceux auxquels nous sommes actuellement habitués. Cela est particulièrement vrai si nous tenons compte des coûts futurs liés au vieillissement de la population, au changement climatique et à la défense.

► **Michel Habib:** Les États qui envisagent de recourir massivement au financement par l'emprunt feraient bien de se rappeler les paroles de la prophétesse dans l'*Énéide* de Virgile :
" Les portes de l'enfer sont ouvertes nuit et jour ;
la descente est douce et le chemin facile :
mais pour revenir, et voir les cieux joyeux,
c'est en cela que réside la tâche et le grand labeur."¹⁾

1) Virgile. (2021). *L'Énéide* (J. Perret, trad.). Folio classique (Œuvre originale vers 19 av. J.-C.)

Swiss Finance Institute

Avec le soutien de ses fondateurs – le secteur bancaire suisse, la Confédération et les principales universités suisses – le Swiss Finance Institute (SFI) assure une promotion active d'une recherche et d'un enseignement de classe mondiale dans les domaines de la banque et de la finance en Suisse. En combinant excellence académique et expérience pratique, le SFI contribue au renforcement de la place financière suisse.

Editeur et contact

Dr. Cyril Pasche
Senior Director Publications and Topic Development
+41 22 379 88 25
cyril.pasche@sfi.ch

swiss:finance:institute

Walchestr. 9, CH-8006 Zurich, T +41 44 254 30 80
c/o University of Geneva, 42, Bd du Pont d'Arve, CH-1211 Geneva 4, T +41 22 379 84 71
www.sfi.ch

