


ACTIFS SANS RISQUE

Est-il si important que la dette souveraine occidentale ne soit plus notée AAA ?

La raréfaction de l'actif sans risque dans les pays développés est une atteinte modeste à la théorie financière, mais surtout une remise en cause profonde d'une mondialisation dominée par l'Occident et d'un modèle de marché fondé sur des garanties indiscutables.


Alfred Galichon

 Professeur
 École
 Polytechnique

Philippe Tibi*

 Président
 AMAFI

 Président
 UBS en France

 Professeur
 École
 Polytechnique

Ce qu'il est convenu d'appeler, depuis 2007, « la crise » s'articule autour de la question de l'endettement public ou privé en Occident. Au-delà de l'interprétation de ratios financiers dont chacun comprend bien le caractère subjectif, le retour de la notion de risque de défaut à grande échelle dans le monde développé est un phénomène d'importance historique qui témoigne du questionnement d'un triple paradigme :

- la « grande modération » (ou le contrôle du risque en Occident) ;
- l'unité et la cohérence de la zone euro ;
- le rôle central des États-Unis et du dollar américain dans l'économie mondiale.

Nous avons ainsi successivement assisté à la débâcle d'obligations privées notées AAA (CDO et crise des subprime), au sauvetage in extremis des finances d'États de la zone euro, enfin à la perte du AAA des États-Unis. Ces deux derniers événements interrogent la théorie économique, car l'actif sans risque (traditionnellement sous forme de dette souveraine AAA) est souvent perçu comme une pierre angulaire de la finance moderne, soutenant des pans de la théorie aussi fondamentaux que le CAPM[1], les modèles de taux d'intérêt et les méthodes de valorisation d'options (Black et Scholes).

Nous nous intéresserons donc, dans une première partie, à la pertinence de la théorie financière moderne

si l'actif sans risque venait à disparaître – de la même façon que nous nous étions interrogés sur la remise en question de la théorie de l'efficacité des marchés dans un précédent hors-série de la *Revue Banque*[2].

Dans une deuxième partie, nous constaterons que la raréfaction du triple A en Occident ne saurait être simplement considérée comme un simple événement statistique, pour deux raisons : d'abord, un titre AAA est un actif indiscutable. Il s'impose donc comme garantie naturelle d'échanges portant sur de très nombreux actifs financiers (c'est-à-dire comme le collatéral des transactions les concernant) et constitue donc un lubrifiant des marchés financiers. Les marchés peuvent-ils bien fonctionner dans un écosystème appauvri en garanties indiscutables ? Ensuite, la forte croissance des dettes souveraines occidentales doit être mise en relation avec la très importante constitution de réserves de change et

* Voir aussi l'ouvrage *Les marchés font-ils la loi ?*, Entretiens avec Pierre de Lauzun et Philippe Tibi, par Pascale-Marie Deschamps, Eyrolles et RB Edition.

[1] Capital Asset Pricing Model, modèle de base de valorisation des actifs.

[2] A. Galichon et P. Tibi, « Est-il vraiment important que les marchés soient efficaces ? », hors-série « À quoi servent les marchés financiers ? », mai 2011, pp. 10-16.



→ Le basculement d'un monde

de créances sur l'Occident par les pays émergents. Ceci constitue un complet renversement de la situation qui prévalait dans la décennie 1990, celle de la crise asiatique, de la crise russe, etc. La crise de la dette occidentale ne serait-elle qu'un des résultats d'une mondialisation ayant trop bien réussi? L'économie mondiale est-elle prisonnière de déséquilibres qui nourrissent le couple déflation/chômage dans les pays développés et l'inflation dans les pays émergents?

I. L'actif sans risque : une fiction nécessaire?

L'actif sans risque demeure soumis à trois risques irréductibles

La notion d'actif sans risque implique de faire valoir à une période ultérieure un paiement fixé. Mais cette garantie doit-elle porter sur une unité monétaire, sur une unité de consommation (ce qui implique de tenir compte de l'inflation), sur une unité de production (ce qui implique de tenir compte de l'évolution technologique), ou bien sur une « unité de bonheur » (ce qui implique de tenir compte de l'élévation générale du niveau de vie)?



Un titre AAA s'impose comme garantie naturelle d'échanges portant sur de très nombreux actifs financiers et constitue un lubrifiant des marchés financiers. »

La définition courante retient bien sûr la première interprétation, et l'actif sans risque est habituellement incarné par l'obligation d'État à court terme la moins risquée de la zone monétaire considérée : bons de l'État fédéral américain pour la zone dollar, bons du trésor allemand pour la zone euro. Or ces actifs « sans risque » conservent en réalité trois risques irréductibles : risque de défaut de paiement, de taux et risque d'inflation.

■ Le risque de défaut de paiement

Le premier risque est le risque de défaut, présent même pour les actifs aujourd'hui notés AAA, et qui fait depuis les trois dernières années un retour spectaculaire dans le cas de la dette des pays occidentaux. La décision de défaut d'un État est souveraine en ce que nul cadre légal ne peut contraindre un État de rembourser sa dette.

Les incitations pour les États à rembourser leur dette sont en pratique la pression de la communauté internationale ainsi que la crainte de l'exclusion des marchés financiers. Un modèle simple, mais éclairant des défauts souverains^[3], considère que, à la différence du défaut d'une entreprise qui ne peut être simplement décidé, la décision de défaut d'un État souverain procède d'une simple analyse coût-bénéfice : les pays font défaut lorsque le bénéfice du défaut (montant de la dette non remboursée) vient à excéder son coût (dû à l'exclusion temporaire des marchés financiers et à la perte de confiance des investisseurs). Il n'est donc pas étonnant de voir que la fréquence d'occurrence des défauts est fortement liée au degré d'intégration financière internationale et à la stabilité politique des pays. Aucun pays d'Europe occidentale n'a fait défaut depuis 1950 ; tous les pays d'Amérique du Sud, à l'exception de la Colombie, ont fait au moins une fois défaut depuis 1975^[4].

Des systèmes de garanties privées des dettes souveraines existent, au premier plan desquelles les *Credit Default Swaps* (CDS). Ceux-ci ne sont toutefois pas exempts du risque de contrepartie. Par ailleurs, les critères de déclenchement de l'assurance offerte par les CDS ne sont ni simples ni transparents, comme l'a démontré le dernier épisode de la crise grecque.

■ Le risque de taux

Une deuxième classe de risque est liée à la possibilité de révision du taux court et aux mouvements de déformation de la courbe des taux qui en découlent. La notion d'actif sans risque, en effet, ne fait sens que pour une maturité donnée. L'investissement dans des bons du trésor à 3 mois garantit – en faisant abstraction des possibilités de défaut de paiement de l'émetteur – un paiement fixe dans 3 mois ; en revanche, la stratégie *roll-over* consistant à réinvestir perpétuellement l'épargne dans le bon à 3 mois pendant 30 ans n'est pas exempte de risque, mais sujette à un risque important de fluctuation des taux court terme. Pour un épargnant dont l'horizon est 30 ans, l'actif sans risque est l'obligation du trésor à cette maturité.

En fait, les actifs de différentes maturités sont fortement liés : si le marché anticipe des taux à court terme bas sur les trente prochaines années, le taux à 30 ans sera également bas, faute de quoi la stratégie consistant à acheter une obligation à 30 ans et à la financer

[3] Kehoe et Levine (1993), Kocherlakota (1996), Alvarez et Jermann (2000).

[4] Sturzenegger et Zettelmeyer (2007), *Debt Defaults and Lessons from a Decade of Crises*, MIT Press.



par des emprunts refinancés à court terme (stratégie dite du *carry trade*) constituerait un arbitrage. La compréhension du lien entre le comportement des actifs de différentes maturités constitue une des avancées majeures de la finance mathématique moderne, mais une faiblesse des approches quantitatives est de ne pas prendre en compte de façon réaliste la demande. La relation entre taux courts et taux longs est vraie en moyenne, mais des effets de demande peuvent la perturber de façon importante. Ainsi, Alan Greenspan avait qualifié d'énigme[5] le fait que la remontée des taux courts, via les taux directeurs de la Fed de 1 % à plus de 5 % entre 2004 et 2006, ne s'était pas traduite par une remontée des taux longs. En fait, la très forte demande des pays émergents pour les emprunts d'État américains à long terme explique cette stabilité des taux. Ce phénomène explique l'impuissance de la Fed à dégonfler en douceur la bulle immobilière, conduisant à son éclatement en 2007.

■ Le risque d'inflation

En dépréciant la monnaie, l'inflation vient diminuer la valeur réelle de l'actif sans risque. Si la banque centrale est contrôlée par le pouvoir politique, la tentation sera forte de provoquer de l'inflation par la création monétaire, ce qui dépréciera la valeur réelle de la dette publique et facilitera en apparence son remboursement. Mais c'est ignorer le rôle des anticipations des investisseurs, apport théorique de la « révolution des anticipations rationnelles[6] » dans les années 1960-1970 : la part anticipée de l'inflation est prise en compte dans les taux d'intérêt et les investisseurs demandent des taux nominaux plus hauts en cas d'inflation plus élevée. Selon la théorie monétariste, la création monétaire sera anticipée par les investisseurs et ces derniers demanderont des taux d'autant plus hauts, créant une spirale inflationniste qui ne prend fin que si la banque centrale, indépendante du pouvoir politique, affiche de façon crédible l'objectif d'y mettre fin. Ceci a donné lieu à une abondante littérature académique sur les règles de politique monétaire[7] et l'indépendance des banques centrales[8] et a débouché sur l'indépendance effective des banques centrales dans la majeure partie des pays développés. C'est ainsi que la grande inflation

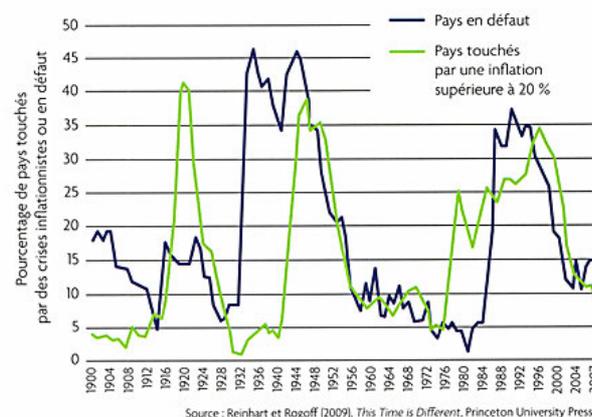
[5] « For the moment, the broadly unanticipated behavior of world bond markets remains a conundrum. Bond price movements may be a short-term aberration, but it will be some time before we are able to better judge the forces underlying recent experience. », discours d'Alan Greenspan devant le Congrès américain, 16 février 2005.

[6] Que l'on doit notamment à John Muth et Robert E. Lucas.

[7] J. B. Taylor (1993), « Discretion versus Policy Rules in Practice », *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, pp. 195-214.

[8] Alesina et Summers (1993) ; Ckierman (1992) ; Eijffinger et Kaulen (1995).

1. Taux d'inflation et pourcentage de défaut 1900-2007



Source : Reinhart et Rogoff (2009), *This Time is Different*, Princeton University Press.

des années 1970 a pris fin avec l'arrivée de Paul Volcker à la tête de la Fed au début des années 1980. Ce fonctionnement nouveau des banques centrales a contribué à l'avènement de la « Grande Modération[9] » des années 1990-2000.

Ceci signifie-t-il pour autant que le risque inflationniste a disparu ? Il semble que non. La crise de 2007 a bouleversé de nombreuses certitudes en matière de ce qu'il était convenu d'appeler la « science de la politique monétaire ». Les politiques monétaires dites non conventionnelles, comme le Quantitative Easing, constituent autant d'entorses au dogme monétariste et pourraient fort bien occasionner le retour de l'inflation (phénomène souvent associé au défaut, voir Graphique 1). Celle-ci ne sera pas nécessairement mal accueillie par les populations : étant donné l'état des finances publiques des pays occidentaux et les coûts toujours croissants liés au vieillissement des populations, l'inflation peut apparaître comme un moyen de soulager les charges massives pesant sur les jeunes générations.

Des actifs offrant une protection vis-à-vis de l'inflation existent, ce sont les obligations indexées sur l'inflation (TIPS aux États-Unis, OATI en France) dont le taux de rendement est égal à un taux convenu à l'avance plus le taux de l'inflation des prix à la consommation. Alors qu'ils semblent être un bon candidat pour remplacer l'actif sans risque, ils n'ont jamais su s'imposer comme tel. Shiller (2003) donne plusieurs raisons à

[9] J. Stock et M. Watson (2002), « Has the business cycle changed and why? », *NBER Macroeconomics Annual*.



cette absence de succès^[10]. La principale est liée à la mesure de l'inflation des prix : les indices de prix à la consommation mesurent nécessairement imparfaitement l'augmentation du coût de la vie. En particulier, ils ne tiennent pas compte de la substituabilité des différents biens qui la compose. Le prix d'un bien peut augmenter considérablement pour des raisons autres que l'augmentation générale des prix (régulation, mauvais approvisionnement, spéculation, etc.), faisant croître considérablement l'indice des prix sans que le coût de la vie augmente en proportion pour autant.

Comme on le voit, l'actif sans risque n'existe pas vraiment en pratique. Pourtant, il est souvent cité comme une abstraction nécessaire à la théorie financière. Or nous allons voir qu'il n'en est rien, et que la théorie n'a aucun besoin de supposer l'existence de l'actif sans risque.

La théorie financière sans actif sans risque

Contrairement à une idée reçue, la théorie financière ne présuppose pas l'existence de l'actif sans risque. Les trois piliers de la finance quantitative moderne – le CAPM (pour la valorisation des actions), les modèles de la courbe des taux (pour la valorisation des obligations) et la formule de Black et Scholes (pour la valorisation des produits dérivés) – ne supposent aucunement l'existence de l'actif sans risque. L'hypothèse des marchés efficients, fondation théorique à tous ces outils, postule que toutes les informations sur le comportement futur des actifs sont prises en compte dans le prix de marché des actifs, et qu'il n'existe pas de façon statistique de « battre le marché », ce qui est parfaitement compatible avec l'absence d'actifs sans risque.

■ La théorie du CAPM

La théorie du CAPM et ses implications pratiques enseignées dans les cours d'allocation d'actif (principe de diversification, théorème des deux fonds) ne requièrent aucunement l'existence de l'actif sans risque. Au contraire, tout traitement sérieux de cette théorie se fait dans le cas général en l'absence d'actif sans risque, pour faire apparaître le cas où l'actif sans risque existe comme un cas très particulier. Il est vrai que les outils pratiques utilisés par l'industrie de la gestion d'actif (Sharpe ratio, Capital Allocation Line, etc.) font souvent référence à la version du CAPM avec actif sans risque, mais ces outils s'étendent parfaitement au cas sans actif sans risque.

[10] R. J. Shiller (2003), « The invention of inflation-indexed bonds in early America », National Bureau of Economic Research, Working Paper Series n° 10183.

■ La théorie de Black et Scholes

La théorie de Black et Scholes de valorisation des produits dérivés repose, il est vrai, sur le fait que l'on peut répliquer parfaitement un produit dérivé par une stratégie dynamique sur l'actif sous-jacent et un actif sans risque. Mais cette théorie de base peut être aisément généralisée au cas où aucun actif ne serait sans risque. Si la réplique n'est alors plus parfaite, elle reste la « meilleure possible » et toutes les intuitions du modèle de base sont préservées.

■ Les modèles de taux

Enfin, les modèles d'évolution des taux d'intérêts, qui modélisent l'évolution de la courbe des taux, ne supposent nullement l'existence d'un actif sans risque. La finance mathématique a connu une grande sophistication de ces modèles, qui incorporent naturellement le risque de taux et peuvent également incorporer le risque de défaut de paiement de chaque obligation, quelle que soit sa maturité, ainsi que le risque de dépréciation de la monnaie.

On a vu que l'actif sans risque est une abstraction. Si celle-ci est si centrale au débat, c'est qu'elle a une valeur de symbole importante. Or, on vient de le voir, l'importance de l'actif sans risque n'est pas à chercher du côté de la théorie financière : celle-ci s'en dispense aisément. Nous allons voir que son importance réside ailleurs : il est un lubrifiant du fonctionnement des marchés financiers et un marqueur des rapports de force dans le développement de la mondialisation.

II. Des répercussions pratiques profondes pour les marchés financiers

L'actif sans risque, indispensable au système financier mondial

Le Global Financial Stability Report du FMI^[11] démontre dans son chapitre 3 le rôle essentiel de la notion d'actif sans risque dans les infrastructures du système financier mondial. Nous reprenons largement et résumons ici les idées essentielles développées dans le rapport, qui détaille et illustre les rôles traditionnels de l'actif sans risque, tant en ce qui concerne la construction des bilans bancaires et des portefeuilles des grands gestionnaires d'actifs occidentaux que la sécurisation des transactions financières. Ces missions essentielles

[11] « Safe Assets: Financial system cornerstone? », avril 2012, disponible à l'adresse : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2012/01/pdf/c3.pdf>. Les graphiques et tableaux de cette partie sont issus de ce document.



sont cependant menacées par la réduction de l'offre d'actifs sans risque, l'augmentation de la demande ou la déformation des prix, autant d'éléments qui accroissent les risques sur la stabilité financière.

■ Un facteur de fluidité du fonctionnement des marchés financiers

Les banques sont des détenteurs naturels de dette souveraine, car cet actif est précisément réputé sans risque et permet dès lors de sécuriser leur bilan et d'offrir une plus grande flexibilité en matière de gestion des ratios prudentiels (et plus encore sous l'empire de Bâle III). Il cristallise enfin une relation souvent symbiotique avec les gouvernements nationaux, comme l'illustre leur rôle en tant que spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) et investisseurs naturels dans la dette nationale, comme le rappelle l'affectation des liquidités fournies par le LTRO à cet égard. Les obligations d'État sont aussi massivement présentes dans les portefeuilles des compagnies d'assurance (6 400 milliards) et des fonds de pension (50 % du total, soit 2 700 milliards – voir graphique 2, repris du rapport du FMI).

Cette grande quantité de titres est indispensable pour la fluidité des échanges, car la confiance entre participants est une condition de la qualité d'un marché. Dans cette logique, l'actif sans risque sert de collatéral de référence sur les opérations de refinancement des banques centrales et privées ainsi que sur les marchés dérivés de gré à gré.

■ La demande de titres sans risque va augmenter

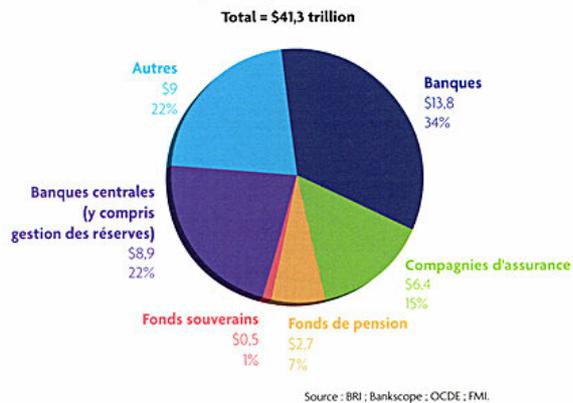
La demande des banques pour les obligations d'État en tant qu'actifs sans risque est liée au traitement privilégié dont ces titres bénéficient auprès des autorités de régulation. Au titre des fonds propres, ces actifs peuvent être associés à un risque zéro. Le relèvement des ratios de liquidité, sous l'emprise de Bâle III, a aussi un impact positif sur la demande d'actifs sans risque – au total le supplément de demande pourrait atteindre 4 000 milliards de dollars, dont plus de 2 000 milliards pour les banques du G20, selon le FMI – et donc sur les besoins en obligations d'État, car les normes de Bâle III prévoient le maintien d'un niveau de risque nul pour les dettes les mieux notées. Notons également que le recours prochain aux chambres de compensation sur les marchés dérivés de gré à gré est aussi susceptible d'augmenter dans un futur proche la demande de collatéral sans risque – plus modestement, de 100 à 200 milliards de dollars selon les estimations du FMI.

■ L'offre de titres sans risque se réduit

Les obligations souveraines des pays développés sont aujourd'hui mises en question, en raison de la détérioration

2. Détention de titres d'États dans le monde, par catégories d'investisseurs, à fin 2010

En US trillions et en pourcentage de l'encours de dettes souveraines



3. Les facteurs liés à l'offre d'actifs sans risque

Source de l'offre	Principaux facteurs à court et moyen terme	Effet attendu sur l'offre
Émetteurs souverains	Détérioration forte du profil fiscal dans certaines économies développées	↘
Secteur privé	Diminution de l'efficacité des instruments classiques de couverture	↘
Banques centrales	Offre de liquidités accrue compte tenu de la crise	↗
Marchés émergents	Capacité réduite à émettre des actifs sans risque (maturité financière, environnement juridique...) et plus faible profondeur des marchés financiers comparée aux économies développées.	→

→ : Pas d'impact ; ↗ : Augmentation ; ↘ : Diminution
Source : IMF Staff.

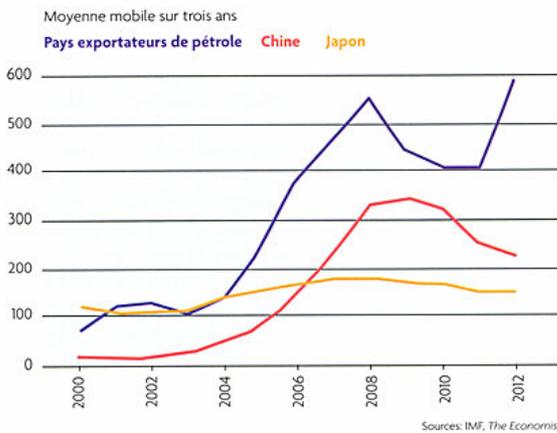
ration des finances publiques occidentales. Toujours selon le rapport du FMI, 52 % des économies avancées étaient notées AAA en janvier 2012, contre 68 % à fin 2007. Les actifs sans risque produits par le secteur privé ont quant à eux été très significativement réduits depuis 2007, passant aux États-Unis de 3 000 milliards de dollars à moins de 750 milliards en 2010. Du côté des pays émergents, l'offre d'actifs sans risque reste limitée, même si elle est appelée à se développer. Pour le moment, ces pays sont encore loin d'être dotés de marchés financiers suffisamment régulés et liquides pour proposer des actifs sans risque de la qualité de ceux disponibles sur les marchés développés (voir tableau de synthèse du FMI, Graphique 3).

■ Le FMI estime que le système est fragilisé

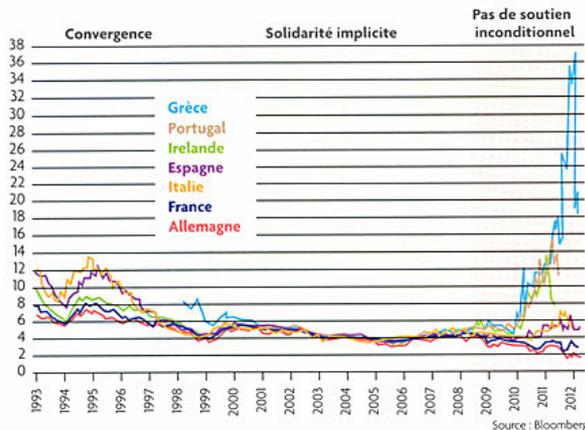
La hausse de la demande et la diminution de l'offre conduiront à une pression à la hausse du prix des actifs



6. Excédents commerciaux cumulés (en milliards de dollars)



7. Taux des obligations 10 ans 1993-2012 (en %)



bres commerciaux, faute de volonté politique ou de capacité à recycler les excédents de balance commerciale en consommation intérieure (voir Graphique 5). Ces excédents ont permis la constitution de réserves considérables (qu'il s'agisse de la banque centrale ou de fonds souverains) principalement investies en obligations d'État américaines et européennes, donc en créances sur le monde occidental (voir Graphique 6). Ces créances ont évidemment pour contrepartie la dette des États-Unis et des pays de l'Union européenne. On

peut débattre de la cause de cet appétit pour la dette : contrepartie implicite du parapluie militaire américain, insuffisance des revenus du travail conduisant à considérer le refinancement des *mortgages* comme un revenu complémentaire[12], financement d'un État-providence insuffisamment soutenu par la production, baisses d'impôts excessives, etc. La réalité est en définitive que, malgré une très forte baisse – en apparence paradoxale – des taux d'intérêt, la charge du service de la dette atteint de telles proportions que le compromis entre croissance et remboursement apparaît difficile à formuler pour un nombre croissant de pays.

■ Le retour de la possibilité du défaut en Occident

• La zone euro en échec

Le livre de Carmen Rheinart et Kenneth Rogoff[13] dont le titre peut être traduit par « Cette fois, c'est différent », nous enseigne que le défaut des États et la répudiation de la dette souveraine furent des événements fréquents dans l'histoire européenne, y compris en France jusqu'à la Révolution. L'imaginaire de l'épargnant français a longtemps été hanté par la déchéance des emprunts russes, transformés en images pittoresques échangées au marché aux Puces à la suite de la révolution soviétique. Depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale, des poussées d'inflation avaient certes remis en cause la valeur réelle de l'épargne détenue par les populations européennes. Mais la perte de valeur brutale d'un emprunt d'État, occasionnée par un défaut souverain, apparaissait comme un phénomène impossible en Europe, et particulièrement dans la zone euro. La mise en œuvre du projet européen semblait promettre prospérité, homogénéité et solidarité parmi les pays ayant adopté la monnaie unique. Cette promesse avait d'ailleurs été actée par les investisseurs (qui, rappelons-le, dans le cas de la dette souveraine sont des prêteurs) : la décennie 1990 avait vu la « convergence » des taux des emprunts d'État vers le taux de l'Allemagne, élève le plus orthodoxe de la classe européenne.

Le déclenchement de la crise grecque, puis les difficultés d'autres petits États de la zone, suivies par des interrogations autour de la bulle immobilière en Espagne et de l'imposante dette d'une Italie privée de croissance, ont radicalement changé la donne. Ces événements ont montré que la solidarité européenne n'est ni automatique, ni infinie (voir Graphique 7). Le plan de restructuration de la dette grecque, en février 2012, a démontré que l'épargnant devait prendre sa part (et sa perte), au côté du contribuable, dans le règlement temporaire de la crise dans ce pays.

[12] G. R. Raghuram, *Fault Line: How hidden fractures still threaten the world economy*, Princeton University Press, 2010. L'introduction est disponible à l'adresse : <http://press.princeton.edu/chapters/j9111.pdf>.

[13] *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, 2009.



L'enjeu – et la condition – de la sortie de crise est le rééquilibrage de la croissance mondiale, qui augmenterait les débouchés des entreprises des pays développés, y réduirait les déficits et rétablirait l'actif sans risque et les échelles de « prix du risque ». »

• Les États-Unis dégradés

L'été 2011 a été le témoin d'un double événement sur les marchés financiers :

- le questionnement de la solidité des banques européennes ;
- la fin de la notation triple A de la dette des États-Unis.

Le premier n'est qu'une réplique (au sens sismique du terme) de la découverte du défaut possible d'un État de la zone euro. Le second a une portée considérable, même s'il a été masqué par la hausse paradoxale du cours des T-Bonds à la suite de la décision de S&P et de Moody's. Les États-Unis forment l'économie de référence ; leur marché financier a toujours été considéré comme le plus sûr du monde ; le dollar est la monnaie de réserve mondiale. La dette souveraine des États-Unis est souscrite par tous les investisseurs, qui la considèrent traditionnellement comme l'actif sans risque par excellence.

Bien sûr, nul n'envisage un défaut des États-Unis – observons d'ailleurs que les États-Unis étant endettés dans leur propre devise, au contraire des États de la zone euro, rembourseront toujours leur dette en dollars. Mais la dégradation de la note américaine sanctionne à la fois un blocage institutionnel (le *gridlock*) et une confiance discutée dans un système financier prisonnier de déficits importants et exportateur d'inflation vers les pays émergents par le truchement du *Quantitative Easing*. Nul doute que les demandes chinoises de « dédollarisation » des échanges mondiaux (voir les propos du gouverneur de la Banque de Chine^[14]) n'y trouvent au fil du temps une crédibilité renforcée.

[14] Z. Xiaochuan, mars 2009 : « Une nouvelle monnaie de réserve largement acceptée [...] pourrait prendre du temps [...] à court terme la communauté internationale, et particulièrement le Fonds monétaire international, devraient au moins [...] faire face aux risques résultant du système actuel, conduire des contrôles réguliers et des évaluations. »

III. Le rôle primordial des autorités politiques

L'enjeu – et la condition – de la sortie de crise est le rééquilibrage de la croissance mondiale, qui augmenterait les débouchés des entreprises des pays développés, y réduirait les déficits et rétablirait l'actif sans risque et les échelles de « prix du risque ». Aux yeux des Occidentaux, ce nouvel équilibre peut sembler constituer un optimum désirable par tous : populations émergentes accédant à la consommation de masse, populations des pays développés délivrées de la peur du chômage et du déclassement. L'Histoire enseigne cependant que la recherche d'optimums globaux se heurte souvent aux égoïsmes nationaux, à la préférence pour le présent et au libre jeu des rapports de force.

Dans ce cadre, le mérite du marché demeure de nous alerter sur les conséquences possibles de ces déséquilibres et de permettre ainsi au politique, s'il le souhaite, de redresser le cours de l'histoire « naturelle ». La thématique de la dictature des marchés demeure cependant très vivante en France. Cette dictature rendrait la politique et les institutions démocratiques esclaves de décisions prises au nom de stricts intérêts comptables et financiers. L'histoire récente de la dette souveraine occidentale démontre qu'il n'en est rien et qu'au contraire, les marchés actent des décisions d'abord prises par les autorités politiques. Ainsi, ce sont les États asiatiques qui ont décidé de se doter de réserves de changes considérables à la fin des années 1990. De même, ce sont les gouvernements américains et européens qui ont pris la décision politique de privilégier l'investissement immobilier ou de financer l'État providence et les baisses d'impôt par le déficit budgétaire. Les investisseurs ont intégré dans leurs décisions, souvent trop tardivement, les déséquilibres causés par ces politiques et ont « dit le prix » du risque.

Considérons enfin que la possibilité d'un défaut ne constitue pas un simple phénomène de marché. L'Histoire démontre aussi qu'un défaut sur la dette souveraine s'accompagne souvent de dangereuses convulsions sociales et économiques. Cadre juridique incertain, expropriations, protectionnisme sont souvent les enfants du défaut. Dix ans après la répudiation de sa dette, l'Argentine vient de nous le rappeler. ●