

# L'INTERCONNEXION DES DETTES

L'entre-deux-guerres montre comment un réseau complexe de dettes souveraines peut aggraver les crises financières

**Mark De Broeck, Era Dabla-Norris, Nicolas End et Marina Marinkov**

**A**u début des années 30, la Grande Dépression s'est installée et les flux de capitaux internationaux essentiels au fonctionnement de l'économie mondiale se sont taris. Le débat sur l'origine de la crise n'est toujours pas tranché : incurie des spéculateurs et des banques, politiques monétaires mal avisées, graves distorsions des taux de change figurent parmi les suspects habituels. Rares sont les commentateurs qui attribueraient l'effondrement des marchés d'actifs et des flux financiers mondiaux essentiellement à des politiques budgétaires intenable ou à l'annulation de dettes souveraines. Pourtant, dans l'Europe des années 20 et du début des années 30, les États recevaient souvent plus de capitaux que le secteur privé (graphique 1).

À l'aide d'une série inédite de données compilées par le FMI qui recense les dettes souveraines par

instrument, nous avons examiné de près la véritable toile d'araignée que constituait l'enchevêtrement des dettes (liées, pour la plupart, au premier conflit mondial) des principales économies du monde entre les deux guerres. Nous avons constaté que la gravité et la persistance des bouleversements financiers associés à la Grande Dépression s'expliquaient notamment par les doutes des investisseurs quant à la crédibilité des politiques budgétaires et du service des dettes souveraines, même s'ils n'en étaient pas à l'origine.

Notre étude sur l'entre-deux-guerres montre de quelle manière les dettes souveraines extérieures peuvent contribuer à aggraver les cycles financiers mondiaux, surtout quand elles constituent les nœuds d'une toile financière complexe. Comme pour la crise mondiale de 2008 et la crise de la zone euro en 2010, la perte de confiance des investisseurs, les perturbations du marché des dettes souveraines induites par l'assèchement des liquidités et les interventions des États dans le secteur financier ont encore alourdi la charge de la dette extérieure. Cette période historique est donc riche d'enseignements et nous permet non seulement de comprendre la crise de 2008, mais aussi d'identifier et d'interpréter les vulnérabilités actuelles.

Juste après la Première Guerre mondiale, les pays ont dû composer avec des niveaux de dette souveraine élevés et un environnement macroéconomique

## Les banques et les consortiums bancaires ont joué un rôle considérable dans ces émissions (mise sur le marché et prise de risques).

hostile. La plupart ont décidé de réduire les déficits et de doper la croissance. Le Royaume-Uni a opté pour une politique budgétaire et monétaire restrictive afin d'abaisser les prix et permettre le retour de l'étalon-or à la parité d'avant-guerre. L'Allemagne et l'Autriche, au contraire, ont d'abord échoué sur la voie des réformes budgétaires et monétaires et emprunté le chemin de l'hyperinflation. L'Italie, le Japon et, dans une certaine mesure, la France ont expérimenté le contrôle des mouvements de capitaux et la répression financière, avec domination des banques par l'État ou manipulation des marchés monétaires.

Ces stratégies ne sont pas sans rappeler ce qui s'est fait après la crise de 2008 : la Grèce a restructuré sa dette publique, tandis que l'Islande et Chypre décidaient de régler les mouvements de capitaux. Les banques espagnoles, grecques, italiennes, portugaises ont fortement augmenté leurs portefeuilles de titres émis par leurs États respectifs. Ce « biais national » aide les emprunteurs souverains à réduire leurs coûts et dégage des marges de manœuvre budgétaires dans les périodes difficiles, mais il occulte aussi en partie le coût du risque, comme on l'a vu dans l'entre-deux-guerres.

### Des réseaux complexes

L'enchevêtrement des dettes souveraines durant cette période était plus complexe que ne pourraient le laisser penser les positions nettes (graphique 2). À l'époque, la complexité a pris diverses formes :

- *Prêts entre pays alliés et entre banques centrales pendant et après la guerre.* Les dettes publiques extérieures englobaient aussi les réparations imposées à l'Allemagne et certains autres pays, ajoutant un niveau supplémentaire d'interconnexion, tout comme les tentatives visant à subordonner le service des dettes interalliées au paiement des réparations allemandes.
- *Cessions de dettes souveraines à des investisseurs privés sur des marchés étrangers : en très forte progression durant les années 20.* Les banques et les consortiums bancaires ont joué un rôle considérable dans ces émissions (mise sur le marché et prise de risques). JP Morgan, par exemple, a très largement contribué au placement des prêts souverains étrangers sur le marché américain.
- *Cessions de dettes à l'étranger par des emprunteurs non souverains, en particulier à des investisseurs américains : également en hausse durant les années 20.*

L'Allemagne a encouragé le secteur privé et les Länder à emprunter à l'étranger afin de générer des devises pour le paiement des réparations.

Ces interconnexions se sont mutuellement renforcées, rendant tout le système financier mondial vulnérable aux difficultés des signatures souveraines. Les cycles successifs de renégociations multilatérales et bilatérales ont rajouté autant de connexions. Chaque accord s'est accompagné d'une remise de dette appréciable et fourni de quoi refinancer l'essentiel des obligations, intensifiant encore la complexité du réseau. Des parallèles importants peuvent être établis avec la crise de 2008, quand l'accumulation de l'endettement public (le service d'une dette étant financé par une nouvelle dette) a fragilisé l'ensemble du système face aux chocs.

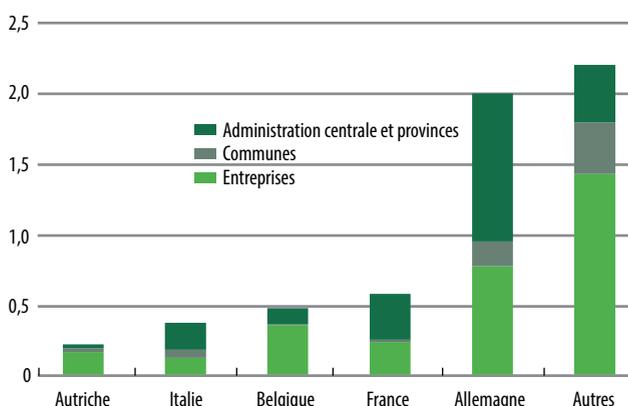
Pendant l'entre-deux-guerres, de nombreux pays ont dû également émettre à l'étranger des emprunts en devises, car leur propre marché financier n'était pas assez développé. Ils se sont retrouvés exposés au risque d'appréciation de leur dette en cas d'affaiblissement de leur monnaie, avec une probabilité accrue de faire défaut. Cette situation n'est pas sans évoquer le tarissement soudain des entrées de capitaux lors des crises survenues récemment dans les pays émergents, par exemple en Argentine, au Brésil et au Mexique dans les années 80 et 90.

Graphique 1

#### La rançon des souverains

Dans la plupart des pays européens, les États empruntaient plus à l'étranger que le secteur privé.

(entrées de capitaux entre 1919 et 1932, en milliards de dollars)

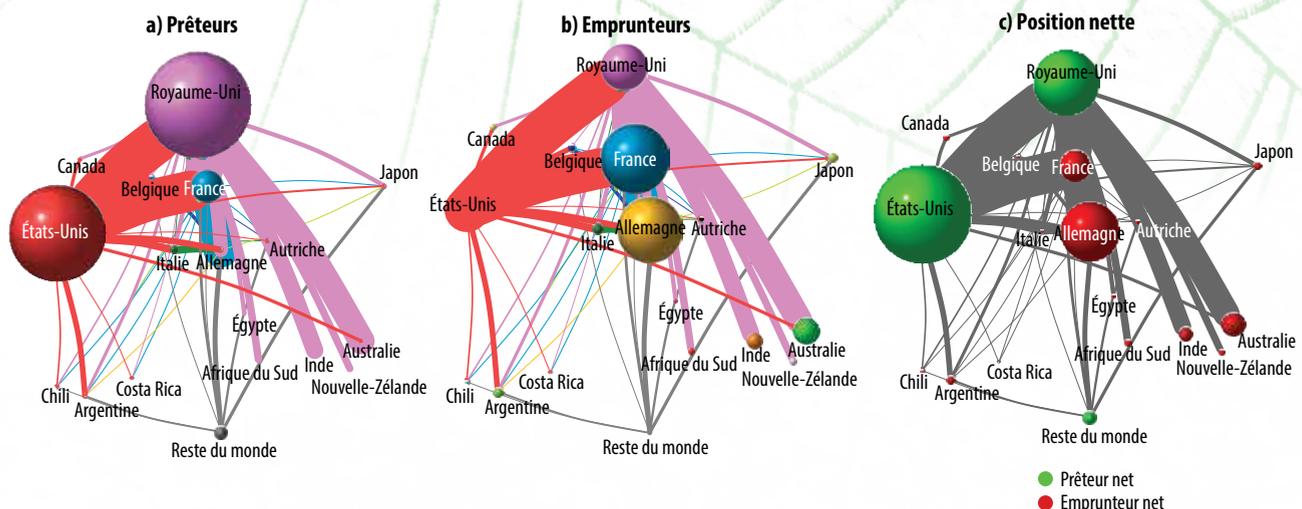


Sources : Société des Nations (1943), *Europe's Capital Movements 1919-1932: A Statistical Note* ; calculs des auteurs.

Graphique 2

### Des dettes inextricables

En 1931, le réseau des dettes extérieures était dominé par quelques grands pays comme l'Allemagne, les États-Unis, la France et le Royaume-Uni.



Source : De Broeck *et al.*, à paraître.

Note : L'épaisseur de chaque trait représente le montant de l'encours, tandis que la taille des nœuds représente l'encours des créances souveraines (plage a), des dettes souveraines (plage b) et les positions nettes (plage c) (sur la base de montants convertis en dollars EU, le paramètre de mise à l'échelle étant identique pour tous les graphiques). Un prêteur (emprunteur) net est un pays qui prête plus (moins) au reste du monde qu'il n'emprunte.

Les risques de contagion au sein d'un réseau augmentent quand tous les participants dépendent d'un seul nœud, comme dans les années 20. L'Allemagne représentait à elle seule l'essentiel de l'exposition nette du réseau. Dans les années qui ont suivi la Première Guerre mondiale, il est apparu de plus en plus clairement que l'Allemagne ne pourrait pas assurer le service de sa dette (réparations comprises) à moins d'un allègement, sous une forme ou sous une autre. La France, l'Italie et le Royaume-Uni n'en ont pas moins continué de lier le service de leurs dettes respectives au paiement des réparations allemandes.

### Risques systémiques

Les différents cycles de négociation destinés à diminuer la dette allemande reposaient sur des hypothèses économiques trop optimistes et n'ont pas anticipé l'éventualité d'une récession sévère telle que la Grande Dépression. Autrement dit, les risques associés aux réparations allemandes sont devenus systémiques, contaminant l'ensemble du réseau financier mondial. L'Allemagne était trop grosse pour faire faillite. La vulnérabilité croissante des dettes souveraines a culminé en 1931, quand l'arrêt soudain des flux de capitaux internationaux a fermé le robinet des financements. Certains États n'ont plus été en mesure d'emprunter pour assurer le service de leur dette et ont cessé de payer. En 1933, ils avaient passé par pertes et profit

une grande partie de leurs obligations, préférant dès lors miser sur le placement de leur dette intérieure auprès de banques nationales. De nos jours, le niveau élevé des dettes souveraines et l'importance des nœuds mondiaux et régionaux dans les réseaux financiers pourraient également propager et amplifier les chocs.

Entre les deux guerres, l'exposition commune à un seul gros débiteur a eu des répercussions sur le secteur privé par plusieurs canaux. Premièrement, les négociations bilatérales et multilatérales ont abouti à l'octroi de nouveaux prêts à des pays débiteurs, prêts qui ont généralement été repris par des investisseurs privés. Par conséquent, les pays concernés avaient intérêt à protéger ces investisseurs contre un défaut souverain.

Deuxièmement, le rôle des consortiums bancaires, tant publics que privés, n'a fait qu'accentuer l'imbroglio. Mettre sur le marché et placer des obligations souveraines à l'étranger est un art difficile et l'était plus encore à l'époque. Pendant l'entre-deux-guerres, les États ont souvent fait appel à des consortiums privés (JP Morgan et Rothschild) pour gérer les émissions et garantir un minimum de souscription, et donc assumer le risque financier. Il est arrivé que la banque centrale ou des banques sous contrôle de l'État remplissent cet office. L'Allemagne, la France, l'Italie, le Japon et le Royaume-Uni se sont tous largement appuyés sur leurs émetteurs de monnaie pour influencer les cours obligataires, assurer la promotion des titres souverains,

## Il n'y avait aucun cadre international efficace empêchant les dérives protectionnistes.

y compris à l'étranger, faire office de syndicat de placement et partager certains risques avec l'État.

Troisièmement, les engagements conditionnels ont amplifié le risque souverain. Dans les années 20, les autorités locales allemandes (Länder) avaient été encouragées à emprunter à des investisseurs privés étrangers. Ce mode de financement est devenu une source d'aléa moral et un passif pour l'État souverain quand des collectivités ont cessé de payer. C'est ainsi qu'en 1931 l'Autriche a hérité une partie du passif extérieur d'une de ses plus grandes banques, le Creditanstalt.

Ces thèmes font écho à la crise financière qu'a connue le monde récemment, durant laquelle les banques privées et publiques et les emprunteurs souverains ont été plus ou moins directement exposés au risque de défaillance des États. Les imbrications entre les sphères budgétaire et financière ont amené à s'interroger sur les meilleurs moyens de réduire les dettes souveraines et sur l'opportunité d'envisager des allègements.

### Un cadre institutionnel médiocre

Quand le réseau s'est défait au début des années 30, l'absence de plateforme multilatérale efficace a compliqué la résolution de la crise des dettes souveraines. La Société des Nations nouvellement créée n'a pas pu jouer le rôle d'une véritable institution mondiale, notamment parce que les États-Unis n'en étaient pas membres et qu'ils n'avaient pas ratifié le Traité de Versailles en 1919. Ils n'ont donc pas réussi à mobiliser une collaboration internationale pour gérer les retombées mondiales de la Crise de 1929, ce qui souligne les dangers liés au retrait d'un grand pays des institutions et accords internationaux.

L'absence de prêteur mondial de dernier ressort a accentué la vulnérabilité. La Banque des règlements internationaux n'avait pas la possibilité d'intervenir quand un pays cessait de payer. Créée en 1930 pour aider à imposer les réparations à l'Allemagne, la BRI pouvait proposer des prêts d'urgence à la mi 1931, mais pas de prêts à long terme. En outre, au début des années 30, il n'y avait aucun cadre international efficace empêchant les dérives protectionnistes, les dévaluations désordonnées et les guerres commerciales. La Société des Nations ne disposait pas des instruments de prêt que le FMI utilise aujourd'hui ; elle pouvait au mieux aider à concevoir et négocier des programmes d'ajustement nationaux et coordonner les garanties accordées par des États pour des prêts privés. C'est ainsi que des banquiers renommés tels que Thomas

Lamont ou John Pierpont Morgan Jr. ont comblé un vide, devenant les représentants informels des États-Unis. Certains États en difficulté se sont tournés vers les « médecins de la monnaie » — banquiers internationaux et conseillers financiers du secteur privé — qui étaient souvent les émissaires officieux d'une grande puissance. L'effondrement de ce système au début des années 30 illustre de manière frappante tout l'intérêt d'une coopération internationale.

En étudiant la période de l'entre-deux-guerres, nous avons vu dans quelle mesure des réseaux complexes de dettes croisées caractérisés par des expositions communes importantes pouvaient accroître les risques pour le système financier mondial en l'absence d'institutions internationales efficaces. Juste après la Seconde Guerre mondiale, de nouvelles institutions internationales, dont le FMI, et de nouveaux mécanismes de soutien financier (le Plan Marshall en particulier) ont été créés pour pallier les insuffisances apparues dans l'entre-deux-guerres. D'autres progrès ont été accomplis dans ce domaine depuis, avec le renforcement des institutions et des systèmes de réglementation, mais il faut continuer de consolider cette architecture pour que les crises passées ne se reproduisent pas. **FD**

**MARK DE BROECK** est chef de division adjoint, **ERA DABLANORRIS** est chef de division, et **NICOLAS END** et **MARINA MARINKOV** sont économistes au Département des finances publiques du FMI.

### Bibliographie :

De Broeck, Mark, Nicolas End, Marina Marinkov, and Fedor Miryugin. Forthcoming working paper on interwar database and financial linkages, International Monetary Fund, Washington, DC.

Cet article s'inscrit dans le cadre plus large d'un projet conduit par un département du FMI et consacré aux dettes souveraines dans l'entre-deux-guerres. Il s'appuie sur une série de données recensant les dettes souveraines par instrument et couvrant les alliés et les puissances ennemies, ainsi que certains membres du Commonwealth britannique entre 1913 et 1945. Cet ensemble de données fournit des séries temporelles détaillées des encours des principaux instruments souverains. Pour ce projet, les auteurs du présent article collaborent avec deux professeurs : Thomas J. Sargent, de l'université de New York, et George Hall, de l'université Brandeis.